

Os Cenários para 2010

1. Introdução

A melhoria das perspectivas para o produto e o comércio mundiais é o principal responsável pelo otimismo quanto à economia brasileira.

Dado o componente de expectativas presente nos preços, uma frustração com a economia mundial no início de 2010 pode causar nova turbulência internacional.

A queda da confiança no crescimento mundial em 2010 afeta o crescimento esperado para as exportações e os preços externos, constituindo risco para a recuperação da economia brasileira.

Há várias causas possíveis para uma decepção, como as incertezas acerca da recuperação americana. Há também vários caminhos pelos quais uma turbulência poderia afetar o ritmo de recuperação do Brasil.

No passado, o efeito dominante da depreciação era contracionista.

Na atual crise, há menor contágio do choque sofrido no ano passado. A reversão da depreciação cambial em 2009 foi rápida e deu maior confiança aos investidores.

Como, então, avaliar as consequências de uma turbulência externa sobre o crescimento em 2010 e 2011?

A situação confortável do Balanço de Pagamentos alimenta a valorização cambial, e a inflação tem-se mostrado pouco sensível ao aumento da demanda interna.

Neste artigo, integramos os efeitos de choques diretos sobre a demanda global e o impacto de mudanças na folga de capacidade sobre a inflação. Levamos em consideração as reações de política monetária.

A melhoria das perspectivas para o produto e o comércio mundiais no segundo semestre de 2009 é o principal responsável pelo otimismo quanto ao estado da economia brasileira no último ano do governo Lula. No [Editorial](#), observamos que, depois de uma recuperação ainda que modesta, a balança comercial brasileira tem mostrado um desempenho bem significativo, dadas as perdas ainda não superadas que foram sofridas pelo comércio mundial depois do colapso do financiamento. Isto se deve, em grande medida, à recuperação dos preços de exportação nos últimos meses. Examinamos, brevemente, as razões por trás desta melhoria, bem como as consequências sobre os fluxos cambiais e a taxa de câmbio brasileira. Dado o componente de expectativas que está inevitavelmente presente nestes preços, uma frustração com a economia mundial na primeira metade de 2010 pode causar nova turbulência internacional.

Caso diminua a confiança no crescimento mundial ao longo de 2010, o crescimento esperado para as exportações e para os preços externos em 2010 e 2011 sofrerá, o que constitui risco para um dos fundamentos da recuperação em curso na economia brasileira.

Há várias causas possíveis para uma decepção. Entre estas, estão as incertezas acerca da recuperação americana por falta de capital no sistema financeiro, objeto do [Primeiro Artigo](#) desta Carta. Há também vários caminhos pelos quais uma nova turbulência poderia afetar o ritmo esperado para a recuperação brasileira, hoje pouco questionado pelo governo e pelos mercados.

No passado, quando governo e empresas tinham um forte passivo em moeda estrangeira, o efeito dominante da depreciação era contracionista. Um aumento da depreciação esperada aumentava o prêmio de risco, seja por simples contágio financeiro, seja pelos efeitos negativos sobre a capacidade de investir, mesmo na produção de bens comerciáveis, que garantiria um crescimento sustentável do ponto de vista do Balanço de Pagamentos ([CARNEIRO, WU e SALLES \(2006\)](#)). Além disso, a depreciação pressionava a inflação e requeria um aperto monetário, de modo a evitar que fluxos de capitais negativos tornassem o Balanço de Pagamentos ainda mais frágil, conforme ocorreu em 2002.

Entretanto, não se pode ignorar que há diferenças significativas, na atual crise, que têm provocado um otimismo, às vezes exagerado, quanto à resistência brasileira às perturbações externas. Entre elas, destaca-se o menor contágio sofrido no choque do ano passado, especialmente depois que ficou claro que o sistema financeiro brasileiro seria menos afetado pela crise do sistema financeiro internacional. A reversão da depreciação cambial em 2009 foi rápida e deu maior confiança aos investidores. Permanece, então, a questão de como se avaliar as consequências de uma turbulência externa sobre as possibilidades de crescimento brasileiro em 2010 e 2011.

Em artigo da Carta Galanto de junho ([CARNEIRO, BOLLE e SILVA \(2009\)](#)), mostramos que, ao contrário do que ocorreu nas quatro recessões pós 1995, a situação confortável do Balanço de Pagamentos alimenta a valorização cambial, e a inflação tem-se mostrado pouco sensível ao aumento da demanda interna. A queda do risco Brasil sinaliza “mais do mesmo”, pois continua alta a atratividade das aplicações financeiras no mercado brasileiro.

Os exercícios apresentados naquele artigo, a partir da escolha de uma medida para o PIB potencial, avaliaram o espaço para crescer em 2010 e 2011 segundo diferentes cenários para a economia mundial. No entanto, aqueles exercícios, apenas uma primeira abordagem, ignoraram as interrelações entre os estímulos externos sobre demanda e preços e as reações internas. Neste artigo, integramos os efeitos de choques diretos sobre a demanda global, sejam de origem interna ou externa, com as consequências sobre a curva de Philips, que mede o impacto de mudanças na folga de capacidade sobre a inflação. Finalmente, levamos em consideração as reações de política monetária.

A [Segunda Seção](#) examina um cenário de referência para o comércio e para as reações de política. A [Terceira Seção](#) examina os contornos de um cenário pessimista e sumaria as conclusões que podem ser derivadas dos exercícios de simulação.

2. Cenário de Referência

Duas interpretações resumem o que pode estar por trás da recuperação dos preços de ações.

A primeira é que ela tem um componente de “expectativas gerando expectativas”. Trata-se de um ingrediente típico da formação de bolhas de preços em mercados especulativos.

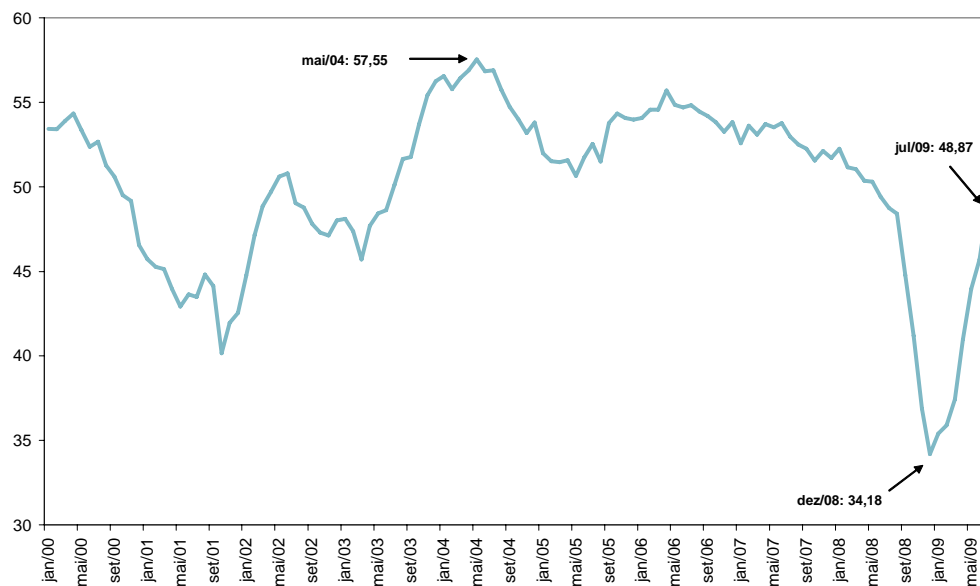
A segunda é que a recuperação resulta de apostas em uma nova realidade no crescimento da economia mundial, com o aumento do papel da China e do Complexo Asiático do Pacífico.

Duas interpretações resumem o que pode estar por trás da vigorosa recuperação dos preços de ações em praticamente todo o mundo.

A primeira é que ela tem um forte componente de “expectativas gerando expectativas”. Ou seja, surpresas boas produziram expectativas exageradas, confundindo fim de pânico com fim de crise, alimentadas pelos sinais de que a queda da produção industrial global esteja próxima de atingir um piso. Os efeitos sobre preços de ativos que tentam incorporar estas projeções otimistas realimentam as expectativas otimistas. Trata-se de um ingrediente típico da formação de bolhas de preços em mercados especulativos.

A segunda interpretação é que a recuperação dos preços de ações resulta de apostas em uma nova realidade no crescimento da economia mundial, caracterizada pelo aumento do papel da China e do Complexo Asiático do Pacífico no comércio e nos preços dos insumos industriais. Essa interpretação ganhou fôlego, nos últimos dois meses, e alimentou o aumento nos índices de confiança e nos índices qualitativos derivados da opinião dos gerentes de compras. Na [Figura 1](#), um agregado dos indicadores dos gerentes de compra corresponde a 72% do PIB mundial.

Figura 1: PMI Global

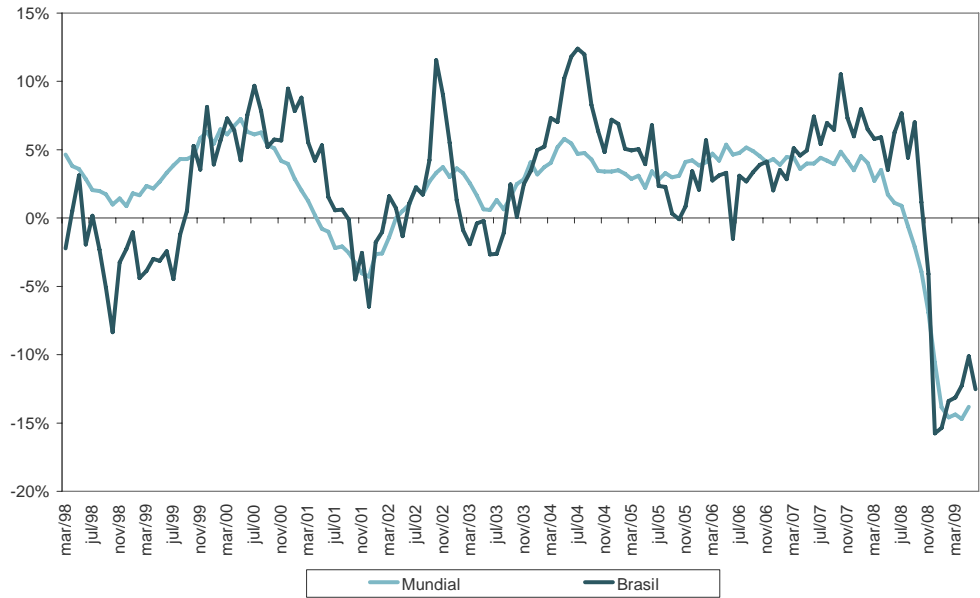


Fonte de Dados: Galanto Consultoria

A fraqueza da alternativa otimista continua a ser a difícil separação entre as expectativas e os fatos retratados pelos dados de produção, vendas, preços de imóveis nos EUA, desemprego e exportações globais.

Como exemplo dos dados de produção, a [Figura 2](#), permite a comparação de um índice global de atividade industrial com a produção brasileira, em termos de variações em 12 meses.

Figura 2: Produção Industrial: Brasil e Mundial (Variação em 12 Meses)

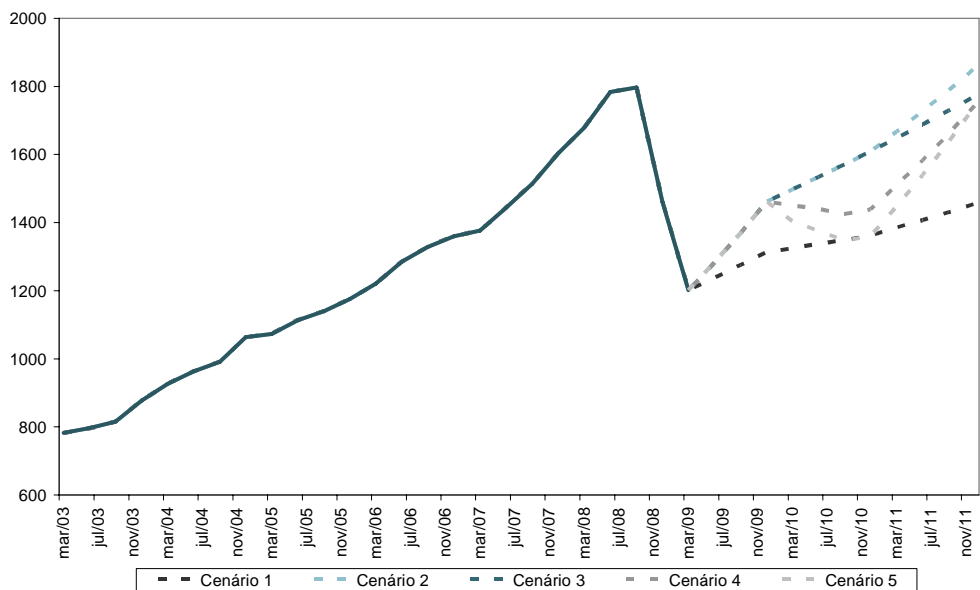


Fonte de Dados: IBGE e Galanto Consultoria

Na conjuntura atual, a dúvida principal é se a pequena recuperação da produção industrial pode ser revertida em uma onda negativa, transformando-se em uma “recuperação em W”, mais suave ou mais drástica. Desenhamos cinco trajetórias para o comércio internacional.

Na conjuntura atual, a dúvida principal é se a pequena, porém importante, recuperação da produção industrial refletida nos indicadores, como os da [Figura 2](#), pode ser revertida em uma segunda onda negativa para a economia mundial, consolidando-se um cenário que tem sido denominado de “recuperação em W”. Este “W” pode ser mais suave ou mais drástico, com consequências bem diferentes. Para ilustrar o ponto, desenhamos, na [Figura 3](#), cinco trajetórias hipotéticas para o comportamento do comércio internacional a partir das projeções disponíveis. As duas trajetórias extremas correspondem, respectivamente, a uma hipótese de recomposição monotônica, até o final de 2011, do nível de comércio atingido antes do colapso e a uma hipótese, apresentada no relatório do Banco Mundial, que significaria, para o mesmo prazo, o retorno do nível de atividade internacional aos patamares do final de 2006.

Figura 3: Hipóteses de Comércio Mundial (em US\$ Bilhões)



Fonte de Dados: Galanto Consultoria

Existem dúvidas sobre qual é a trajetória mais provável, refletindo as perguntas em torno da capacidade do Complexo Asiático do Pacífico de impulsionar a recuperação mundial.

Selecionamos, para o cenário de referência:

- a) uma hipótese de estagnação do comércio em 2009 e um crescimento de 10% em 2010 e 2011.
- b) não há valorização do real contra o dólar em termos nominais, mantendo-se em R\$ 2,00 por dólar
- c) relações de troca brasileiras retornariam ao nível do final de 2007
- d) taxa Selic no nível atual de 8,75% até o final de 2009 e, daí em diante, uma regra de Taylor

Apresentamos os resultados do cenário de referência e duas variantes.

As dificuldades de escolher a trajetória mais provável para o comércio refletem as dúvidas em torno da potência do Complexo Asiático do Pacífico para impulsionar a recuperação mundial em presença dos riscos de uma outra onda negativa nos EUA.

Selecionamos, para o cenário de referência:

a) uma hipótese de estagnação do comércio em 2009 e um crescimento da ordem de 10% ao ano nos próximos anos. Esta escolha é consistente com as atuais expectativas de mercado para os efeitos da recuperação em curso sobre os preços dos insumos industriais e destes sobre as contas externas brasileiras;

b) no que diz respeito às hipóteses internas, supusemos que, seja por ações do governo, seja por correções do otimismo exagerado quanto ao risco Brasil, não haja valorização adicional do real contra o dólar em termos nominais. Esta hipótese seria consistente com o que parece ser atualmente o pleito dos exportadores tradicionais. Caso o governo tente seguir uma meta (não explícita, apenas indicativa) de cerca de R\$ 2,00 por dólar nos próximos dois anos, em cenários não extremos, apenas as operações de compra de reservas poderiam ser suficientes;

c) além disso, foi suposto que as relações de troca brasileiras retornariam ao nível do final de 2007, expressando também otimismo quanto aos benefícios da atual recuperação do comércio para os preços relativos dos produtos comerciáveis na economia brasileira;

d) finalmente, supõe-se que 2009 termine com uma taxa Selic no nível atual, de 8,75%, e que, daí em diante, o COPOM siga uma regra de Taylor variando os juros segundo o desvio da inflação relativamente à meta (mantida em 4,5%) e da folga de capacidade relativamente ao produto potencial, conforme foi descrito no segundo artigo da Carta Econômica Galanto de junho ([CARNEIRO, BOLLE e SILVA \(2009\)](#)).

Os resultados, em termos anuais, das simulações a partir do cenário de referência e de duas variantes do mesmo são sumariados no [Tabela 1](#) e nas [Figuras 4, 5 e 6](#).

Tabela 1: Resultados do Modelo Galanto

		2009	2010	2011
Cenário de Referência**	Crescimento do PIB	-1,1%	5,1%	5,3%
	IPCA (em Dezembro)	4,6%	3,5%	4,2%
	Saldo da Balança Comercial*	23883	25995	46197
Variante 1***	Crescimento do PIB	-1,1%	1,8%	2,2%
	IPCA (em Dezembro)	4,6%	2,8%	2,8%
	Saldo da Balança Comercial*	23883	23120	41140
Variante 2****	Crescimento do PIB	-1,1%	-0,1%	3,8%
	IPCA (em Dezembro)	4,6%	2,3%	3,3%
	Saldo da Balança Comercial*	24322	22790	42532

* Hipótese de Termos de Troca: volta ao nível de 2007

**Referência: Hipóteses para taxa de câmbio: 2009: 2.10 / 2010: 2.20 / 2011: 2.30 e Comércio Mundial 3

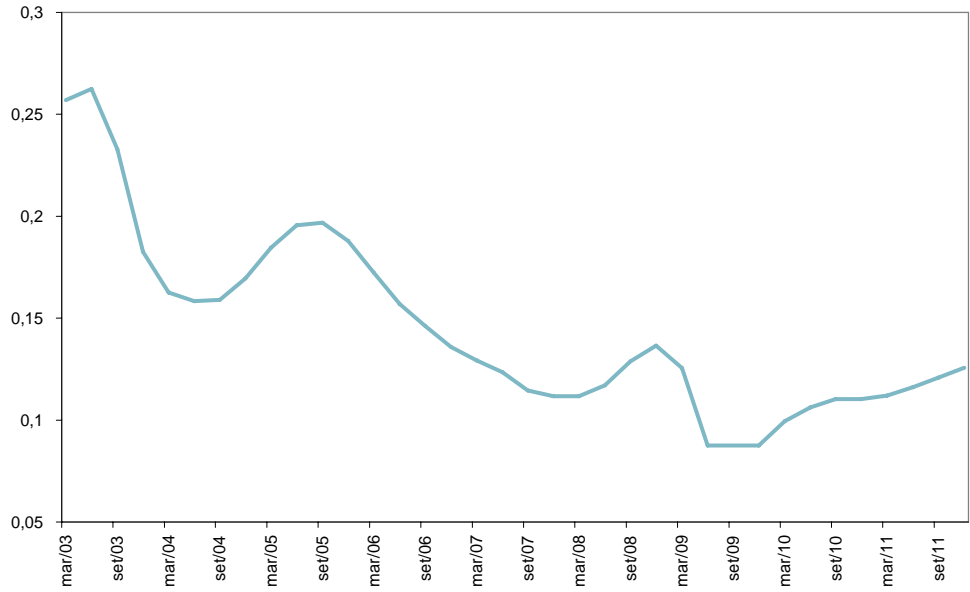
***Variante 1: Hipóteses para taxa de câmbio: 2.00 de em todo o período e Comércio Mundial 4

****Variante 2: Hipóteses para taxa de câmbio: 2009: 2.00 / 2010: 2.10 (chegando a 1.90 no 1T10) / 2011: 2.20 e Comércio Mundial 4
Comércio 3: 2009: 0% / 2010: 10% / 2011: 10% e Comércio 4: 2009: 0% / 2010: 0% / 2011: 20%

Fonte de Dados: Galanto Consultoria

Uma ideia da postura de política monetária que está implícita neste cenário pode ser obtida a partir da trajetória da taxa Selic apresentada na [Figura 4](#), como resultado da regra de Taylor (reproduzida no [Apêndice](#)).

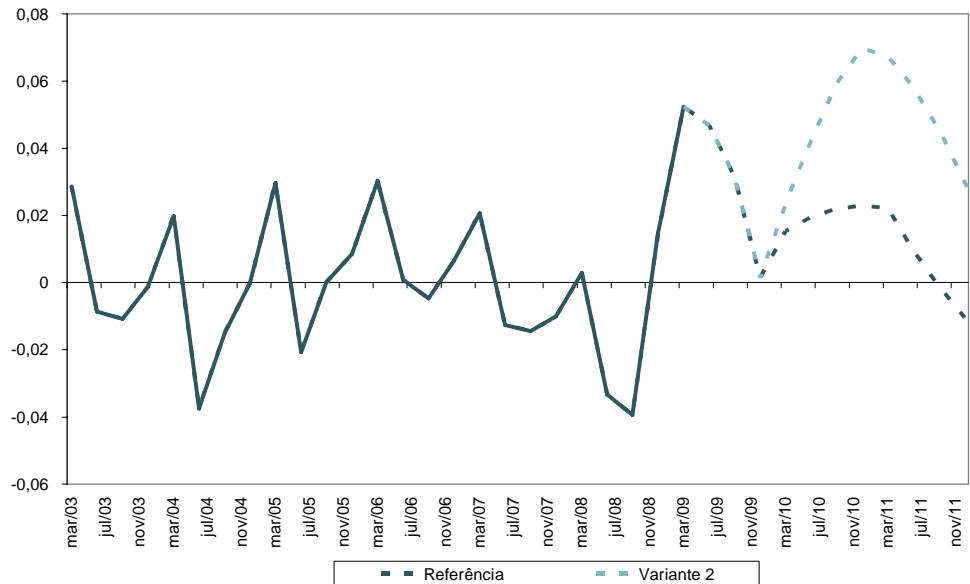
Figura 4: Juros Nominais - Taxa Selic



Fonte de Dados: Galanto Consultoria

Na [Figura 5](#), descrevemos a trajetória da capacidade ociosa na economia, a partir da hipótese de comportamento para o produto potencial do artigo da Carta de junho ([CARNEIRO, BOLLE e SILVA \(2009\)](#)). Para que possamos avaliar a importância da hipótese sobre comércio e câmbio nominal associada ao cenário básico, apresentamos, na mesma figura, uma trajetória alternativa para o hiato de capacidade, que distingue o cenário de referência da variante 2 anteriormente descrita.

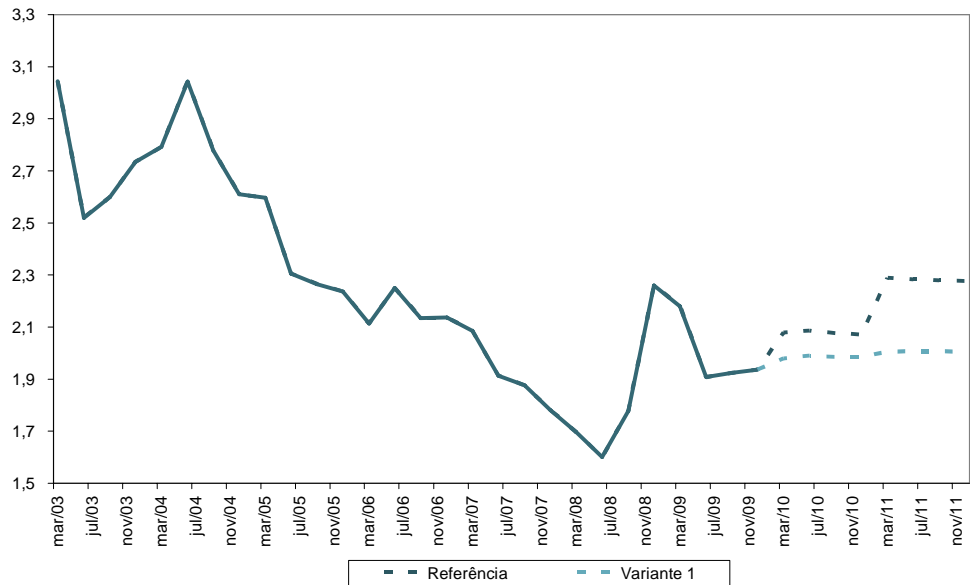
Figura 5: Hiato - Diferentes Cenários



Fonte de Dados: Galanto Consultoria

Finalmente, na [Figura 6](#), temos as trajetórias do câmbio real no cenário de referência e no cenário variante.

Figura 6: Câmbio Real - Diferentes Cenários



Fonte de Dados: Galanto Consultoria

Até que ponto os resultados obtidos no cenário de referência dependem da hipótese de uma recuperação monotônica do comércio?

Até que ponto os resultados obtidos no cenário de referência dependem da hipótese de uma recuperação monotônica do comércio, com crescimento da ordem de 10% a partir de 2010? Para responder a esta pergunta, refizemos o exercício com duas hipóteses acerca da trajetória da taxa de câmbio, conforme explicitadas na [Tabela 1](#). Nos dois casos, a recuperação do crescimento é bem mais lenta em 2010, e ambos representam o que se tem denominado de “recuperação em W”. Nas duas variantes, há uma frustração com a capacidade do Complexo Asiático de liderar uma recuperação vigorosa do comércio mundial, eventualmente agravada por uma nova rodada de recessão americana, puxada pelo desemprego, que acentua os efeitos da queda de dispêndio das famílias. Na primeira, a taxa de câmbio brasileira mantém-se constante em termos nominais durante todo o período, enquanto, na segunda, ainda há uma valorização nominal adicional no início de 2010. Isso significa que a taxa de câmbio real só se deprecia a partir de 2011, quando se faz sentir o efeito do aumento da inflação americana. Os resultados comparativos mais interessantes são a inflação menor e a maior folga de capacidade ociosa. Essa combinação permite uma queda adicional dos juros nominais, cujos efeitos reais se fazem sentir no final do período.

3. Conclusões: o que fazer se houver recuperação mais lenta?

Nos exercícios de simulação, a hipótese mantida é de uma recuperação mundial acompanhada por uma recomposição dos preços relativos de exportação e importação, compatível com uma taxa de crescimento superior à do produto potencial por pelo menos dois anos. A manutenção de saldos comerciais elevados é possível mesmo com uma valorização modesta do real frente ao dólar.

Nos exercícios de simulação apresentados, a hipótese mantida é que uma recuperação mundial será acompanhada por uma recomposição dos preços relativos de exportação e importação. Esta hipótese é compatível com um crescimento brasileiro à taxa superior do que a do produto potencial por pelo menos dois anos, sem pressões internas de demanda sobre a inflação, graças à folga de capacidade produtiva gerada pelo choque recessivo. Além disso, a manutenção de saldos comerciais elevados é possível mesmo com uma valorização modesta do real frente ao dólar, o que torna o esgotamento da capacidade ociosa entre 2010 e 2011 compatível com a manutenção da inflação dentro da meta, sem a necessidade de movimentos exagerados da taxa de juros. Este fenômeno é captado no modelo pela utilização de uma regra de Taylor que reproduz o comportamento do COPOM nos últimos anos, o que vale dizer que a combinação de crescimento e inflação simulada nas trajetórias projetadas pressupõe a manutenção do comportamento do Banco Central ao longo do período. Em termos da conta de capital, as consequências deste cenário, mantendo-se estável a confiança no Brasil, poderiam resultar em valorização

Os resultados apresentados na [Seção 2](#) estão alinhados com algumas hipóteses que podem ser classificadas de otimistas.

Mantendo-se a mesma hipótese sobre o comportamento do Banco Central (com uma regra de Taylor endógena), quando simulamos uma maior frustração diante da recuperação do comércio mundial com uma trajetória de câmbio de maior depreciação, temos um aumento maior ainda do espaço para uma política monetária mais expansionista. No caso de prever-se uma recuperação internacional mais lenta, haveria um argumento para o BC começar mais cedo a redução de juros.

A combinação das defasagens empiricamente observadas na regra de Taylor com as defasagens usuais com que a política monetária age sobre o nível de atividade geraria uma desnecessária expansão súbita no final do período. Há, neste caso, um bom argumento para um afrouxamento monetário maior em 2010.

adicional para a taxa de câmbio, que produziria uma recuperação mais lenta da atividade econômica e uma inflação menor. A concretização de tais cenários, descrita nas variantes 1 e 2, seria compatível com uma postura mais agressiva do Banco Central na redução dos juros, de modo a aumentar a utilização da capacidade produtiva.

Em terceiro lugar, os resultados apresentados na [Seção 2](#) estão alinhados com algumas hipóteses que podem ser classificadas de otimistas para o comportamento dos preços relativos para o Brasil, assim como para a confiança externa, mesmo em condições de crescimento econômico decepcionante. Dada a importância, na recuperação de 2004/07, dos investimentos voltados para a produção de exportáveis, da expansão do crédito, dos gastos públicos de transferência que têm permitido a sustentação da renda das famílias mais pobres, a tentação para impedir uma desaceleração econômica em 2010 com “mais do mesmo” poderia provocar uma mudança substancial em alguns dos pressupostos sobre a manutenção da confiança externa. Em particular, há riscos no expansionismo fiscal, conforme é analisado no [Artigo de Conjuntura](#).

Mantendo-se a mesma hipótese sobre o comportamento do Banco Central (uma regra de Taylor na qual os juros nominais são gerados endogenamente), quando simulamos uma combinação de maior frustração diante da recuperação do comércio mundial (o cenário de maior retrocesso em 2010, conforme descrito na [Figura 1](#)), com uma trajetória de câmbio de maior depreciação (entre 2,00 ao final de 2009 e 2,20 ao final de 2011), temos um aumento maior ainda do espaço para uma política monetária mais expansionista.

No caso de prever-se uma recuperação internacional mais lenta (especialmente se ela resultar da incapacidade do Complexo do Pacífico de contrabalançar uma nova onda recessiva no resto do mundo), haveria um argumento para que o Banco Central começasse mais cedo a redução adicional de juros.

A política de juros representada no modelo por uma regra de Taylor que tenta reproduzir o comportamento passado levaria a uma combinação de crescimento de apenas 0,5% no próximo ano, aumentando para 3,6% em 2011. Isto significa que o hiato de capacidade seria compatível com uma inflação de 2,5% em 2010 e 3,2% em 2011. A combinação das defasagens empiricamente observadas na regra de Taylor, estimada com as defasagens usuais com que a política monetária age sobre o nível de atividade geraria uma desnecessária expansão súbita no final do período, quando os efeitos das políticas internas se combinariam com os efeitos da recuperação externa. Há, pois, neste caso, um bom argumento para um afrouxamento monetário maior em 2010, ao contrário do que os indicadores de juros precificam atualmente.

DIONISIO DIAS CARNEIRO, MONICA BAUMGARTEN DE BOLLE E JULIA W. FOLESCU

Referência Bibliográfica

CARNEIRO, D. D., BOLLE, M. B. e SILVA, L. F. Limites ao Crescimento Brasileiro em um Mundo em Recessão. **Carta Econômica Galanto**, nº 115. Jun. 2009.

CARNEIRO, D. D., WU, T. e SALLES, F. Juros, câmbio e as imperfeições do canal de crédito. **Revista Economia Aplicada**, vol. 10, nº. 1. Janeiro-Março, 2006.

Apêndice

a) Regra de Taylor:

Regra de Taylor utilizada no modelo: $i_t = c + i_{t-1} + \text{PIB} + (\pi_t - \text{Meta})$

b) Cenário Pessimista:

Descrição do Cenário:

- Cenário de Comércio Mundial 5;
- Trajetória de Câmbio: 2009: 2,00 / 2010: 2,10 / 2011: 2,20;
- Regra de Taylor: 8,75% em 2009 e endógena em diante.

Os resultados são descritos na [Tabela A1](#).

Tabela A1: Resultados do Modelo - Cenário Pessimista

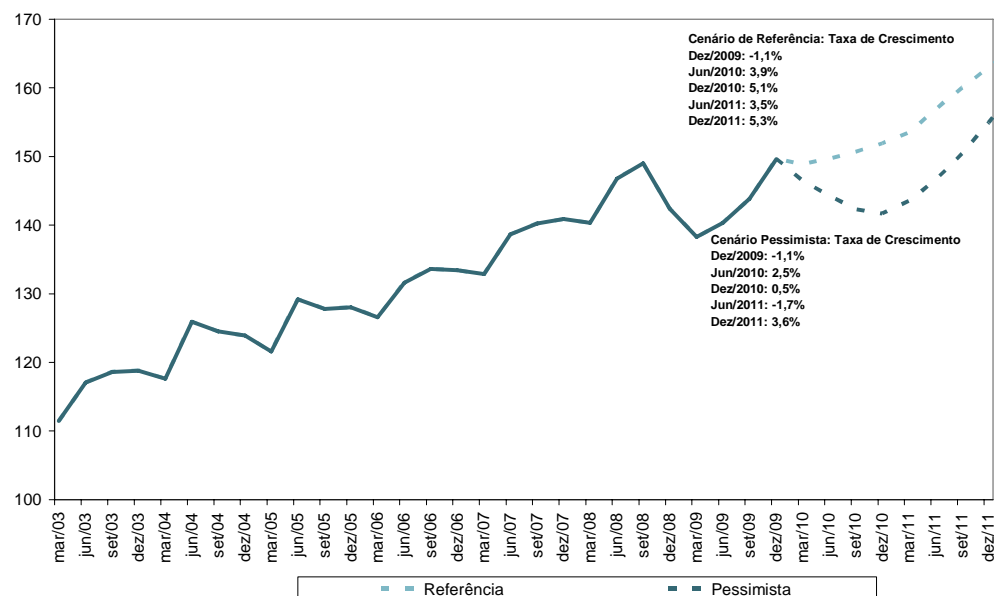
		2009	2010	2011
Cenário Pessimista	Crescimento do PIB	-1,1%	0,5%	3,6%
	IPCA (em Dezembro)	4,6%	2,5%	3,2%
	Saldo da Balança Comercial*	24322	23364	42007

*Hipótese de Termos de Troca: retorno ao nível de 2007

Fonte de Dados: Galanto Consultoria

A [Figura A1](#) apresenta as trajetórias para o nível do PIB nos cenários de referência e pessimista.

Figura A1: PIB Nível - Cenários de Referência e Pessimista



Fonte de Dados: Galanto Consultoria