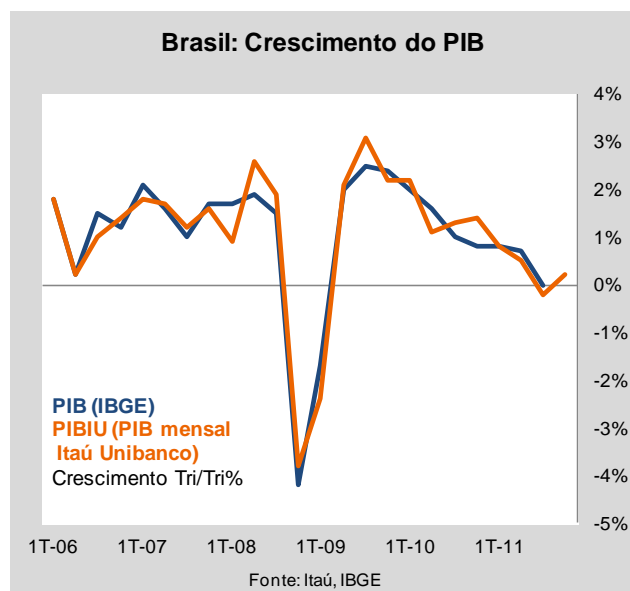


Devagar e para a frente

A economia continua fraca, mas não parece estar enfraquecendo mais. Com juros em queda e gasto público em alta, o Brasil deve voltar a crescer em 2012, especialmente no segundo semestre.

A economia brasileira continua fraca. Nossa projeção de crescimento para o quarto trimestre caiu para 0,2% (de 0,4%), mesmo com os dados melhores de novembro e dezembro. Como resultado, reduzimos nossa projeção para 2011 para 2,7% (de 2,8%).



Mantivemos o cenário básico para 2012: crescimento de 3,5%, inflação de 5,2%, dólar a 1,75 no final do ano. O cenário leva em conta políticas expansionistas ao longo do ano.

A elevação substancial do salário mínimo e a redução temporária do IPI para bens duráveis vão contribuir para o crescimento no primeiro trimestre. Mais adiante, o efeito dos juros menores e gastos públicos em alta ganhará tração, levando a economia a um pico de crescimento no segundo semestre.

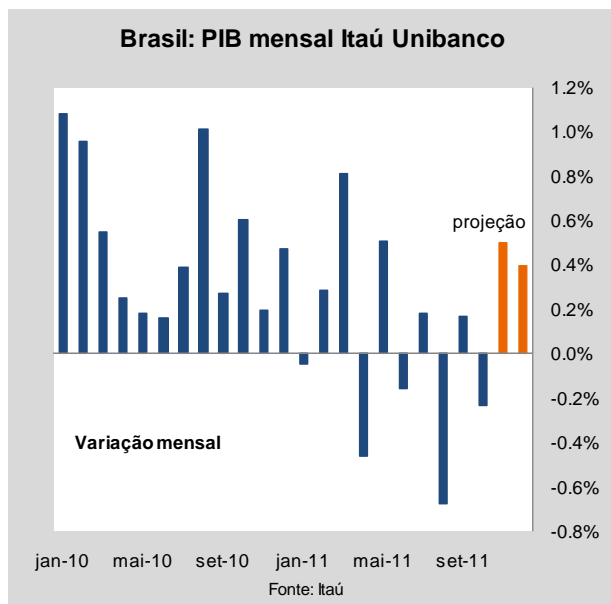
Nesse sentido, esperamos que o Banco Central reduza a Selic até 9,0% em quatro quedas consecutivas de 0,5 p.p. neste

primeiro semestre. No entanto, reconhecemos que a sinalização mais cautelosa do BC e a possibilidade de que outros instrumentos sejam usados para estimular o crescimento podem levar a um ciclo mais curto.

Nem Tudo São Espinhos: Alguns Sinais Promissores

Após declinar por três meses, a produção industrial cresceu em novembro, apresentando uma expansão de 0,3%. O dado de dezembro ainda não foi publicado. Mas outros indicadores apontam para um crescimento forte no mês. A produção de veículos cresceu mais de 6%, o consumo de energia elétrica subiu 0,9% e a FGV detectou uma melhora na confiança do empresário industrial. De fato, a produção industrial pode ter crescido mais de 1% em dezembro (todos os números referem-se a séries com ajuste sazonal.).

Do lado do consumidor, também há melhora. Ou pelo menos não há piora. Os dados de novembro e dezembro devem mostrar recuperação nas vendas no varejo. O índice de confiança do consumidor da FGV subiu 0,5% em dezembro. Além disso, no começo do mês passado, o governo reduziu o IPI incidente sobre empréstimos ao consumidor e sobre a produção de alguns segmentos de bens duráveis. Algumas semanas antes, o Banco Central reduziu as exigências de capital nos empréstimos a pessoas físicas com prazo inferior a cinco anos.



O quarto trimestre parece ter se encerrado melhor do que começou: ainda fraco (como no terceiro), porém sem sinais de mais enfraquecimento.

Vale notar que a indústria permanece com os altos níveis de estoque. A Sondagem da FGV detectou que o percentual de empresas com estoques indesejados tem oscilado em torno do patamar mais alto dos últimos cinco anos (sem contar a alta forte pós-Lehmann).

Apesar desses pequenos progressos, reduzimos nossa projeção de crescimento no quarto trimestre de 0,4% para 0,2% (variação trimestral, com ajuste sazonal). Como resultado, reduzimos nossa projeção para 2011 para 2,7% (de 2,8%).

2012: A Recuperação da Economia

O cenário global que o Brasil enfrentará em 2012 é de baixo crescimento, porém sem ruptura. Neste cenário, o Brasil volta a crescer, principalmente no segundo semestre do ano.

Primeiros Estímulos: Salário Mínimo e IPI Mais Baixo

O novo salário mínimo de R\$ 622 começa já a valer a partir de janeiro. O IPI mais baixo para linha branca deve vigorar até março. Ambos são parte fundamental do crescimento do primeiro trimestre. Depois disso, o salário mínimo terá efeito residual, enquanto o efeito do IPI deve se tornar negativo (seu efeito é quase todo de antecipação das vendas).

Segundo nossas estimativas, o aumento do salário mínimo (mais precisamente, o aumento além do concedido no ano passado) vai adicionar 0,4 p.p. ao crescimento do primeiro trimestre, e 0,6 p.p. no total em 2012. Parte disso vem do efeito direto sobre aposentadorias, e parte do papel do salário mínimo como referência salarial na economia. Cerca de um quarto dos brasileiros – incluindo trabalhadores e pensionistas – tem renda igual a um salário mínimo, e muitos outros têm rendimentos de alguma forma vinculados a ele.

Quanto à redução do IPI, nossa estimativa é de um impacto em torno de 0,3 p.p. no primeiro trimestre. Descontada a redução de consumo após o fim da vigência do benefício, resta um impacto final de menos de 0,1 p.p. no crescimento de 2012.

Por outro lado, a desaceleração global ainda não foi inteiramente sentida no Brasil. Ela aparece na queda dos índices de confiança e no aumento dos estoques indesejados, mas ainda não nas exportações – de fato, o volume de exportações continua a subir. Estimamos crescimento de 0,8% para o PIB no primeiro trimestre de 2012.

Estímulos Principais: Juros e Gasto Público

Ao longo de todo o processo de recuperação do crescimento, juros mais baixos e gastos públicos mais altos terão papel fundamental. Ambos atuam com defasagens, cujo efeito sobre a economia acumula-se ao longo de alguns trimestres.

O Banco Central vem reduzindo a Selic desde outubro e provavelmente continuará a fazê-lo nos próximos meses. O gasto público deve se recuperar já a partir do primeiro trimestre. Sob o efeito

desses dois fatores, o crescimento deve acelerar ao longo do ano, atingindo um ritmo superior a 5% anuais no segundo semestre.

Uma política fiscal mais expansionista é parte relevante do nosso cenário 2012. É de se esperar que ocorra?

O governo tem indicado que pretende acelerar o investimento público, e o salário mínimo certamente vai ampliar o gasto com aposentadorias e transferências. Porém, o governo também tem sinalizado que busca o cumprimento da meta cheia de superávit primário em 2012, o que sugere aperto nos gastos em outras áreas.

O governo deve trabalhar nessa direção. Aumentos para o funcionalismo, por exemplo, serão provavelmente contidos. Mesmo assim, a alta expressiva do salário mínimo tornará muito difícil repetir o padrão cauteloso de gasto de 2011. Nosso cenário assume que o gasto federal crescerá a um ritmo próximo da média dos últimos anos – ou seja, 8,5% real, em vez dos 3,5% de 2011.

Em resumo, a economia estagnou na segunda metade de 2011, mas deve voltar a crescer, desde que não sobrevenha uma ruptura global. Nossa projeção para crescimento do PIB em 2012 continua em 3,5%.

Inflação

A inflação deve continuar a ceder enquanto a economia ganha mais ritmo. Parte da queda vai refletir a nova ponderação da cesta de produtos do IPCA. Nossa projeção para o IPCA segue em 5,2%.

Por conta de uma mudança na oferta de etanol, os preços de combustíveis podem contribuir para uma inflação menor, e com menos oscilação sazonal, em 2012.

Até o ano passado, os produtores de açúcar e álcool costumavam não manter estoques para a entressafra. As importações eram ínfimas. Por isso, o preço do etanol começava a subir em janeiro, fazia um pico em torno de abril, e devolvia a alta daí em diante. Esse padrão foi bem visível em 2011.

No ano passado, por conta de condições favoráveis de preço, o Brasil importou uma quantidade considerável de etanol: 1,4 bilhão de litros, segundo dados oficiais, o que representa 7% da produção doméstica. O governo também criou uma linha de subsídio para incentivar a formação de estoques para a entressafra.

Agora, o etanol estocado deve tornar a oferta mais estável ao longo do ano. Além disso, as importações vão melhorar as condições de oferta, com possível impacto sobre a inflação de combustíveis em 2012.

Política Monetária

Nosso cenário para a Selic em 2012 não mudou. Ainda esperamos que o Banco Central reduza os juros para 9% em 2012, em mais quatro quedas de 0,50 p.p.

A curva de juros, no entanto, precifica queda para cerca de 10%, refletindo a visão de que o BC será mais cauteloso.

De fato, o relatório de inflação de dezembro repetiu a última ata: “ao tempestivamente mitigar os efeitos vindos de um ambiente global mais restritivo, ajustes moderados no nível da taxa básica são consistentes com o cenário de convergência da inflação para a meta em 2012”. O relatório enfatizou ainda que o impacto do ciclo de corte é potente e defasado. No “cenário de mercado”, onde o BC toma por base o consenso dos analistas para a trajetória da Selic (que na publicação do relatório estava em 9,5% para 2012 e 10,5% para 2013.), o IPCA alcança 4,8% em 2012, e acelera para 5,3% em 2013. Qual será a reação do BC a esta inflação mais alta em 2013? Pode

cortar menos os juros em 2012, subir mais em 2013, ou aceitar uma inflação mais alta agora e buscar a convergência à meta somente em 2014.

Acreditamos na segunda opção: o BC optará por cortar mais os juros no curto prazo para garantir a retomada da atividade, e em 2013 elevará a SELIC até 11,50% para reequilibrar a economia.

Se há um viés no relatório, ele é no sentido da cautela. Reconhecemos que o BC pode ser mais cauteloso do que antecipamos, especialmente caso outros instrumentos sejam utilizados para estimular a economia. Porém, acreditamos que o cenário externo pode ser mais adverso do que o esperado, levando a um crescimento ainda fraco em 2012. Nossa expectativa de que a Selic atinja 9% até meados do ano é fundamental para que a economia cresça 3,5% no ano.

Balança Comercial e a Taxa de Câmbio

Os preços um pouco mais altos de commodities em 2012 não vão ajudar de forma substancial a balança comercial. Reduzimos nossa projeção da balança comercial para US\$ 11 bilhões (de US\$ 15 bilhões). Em 2011, o saldo foi de US\$ 29,7 bilhões. O investimento estrangeiro direto provavelmente atingiu o elevado nível de US\$ 65 bilhões em 2011; nossa expectativa é de um volume semelhante em 2012, permitindo financiar um déficit em conta corrente que esperamos em torno de 3,2% do PIB.

Mantivemos nossa projeção para o dólar em R\$ 1,75 para o final de 2012. A tendência do euro é enfraquecer-se contra o dólar e, portanto, também em relação ao real.

Brasil: projeções macroeconômicas

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Atividade Econômica							
Crescimento real do PIB - %	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	3,5	5,4
PIB nominal - BRL bi	2.661	3.032	3.239	3.770	4.155	4.541	5.043
PIB nominal - USD bi	1.367	1.651	1.626	2.142	2.480	2.558	2.882
PIB per capita - USD	7.427	8.871	8.629	11.228	12.891	13.186	14.739
Taxa de desemprego - média anual	9,3	7,9	8,1	6,6	6,1	6,5	6,2
Inflação							
IPCA - %	4,5	5,9	4,3	5,9	6,5	5,2	5,6
IGP-M - %	7,8	9,8	-1,7	11,3	5,1	4,5	5,0
Taxa de Juros							
Selic - final do ano - %	11,25	13,75	8,75	10,75	11,00	9,00	11,50
Balanço de Pagamentos							
BRL / USD - final de período	1,77	2,34	1,74	1,69	1,84	1,75	1,75
Balança comercial - USD bi	40	25	25	20	29,8	11,0	-3,2
Conta corrente - % PIB	0,1	-1,7	-1,5	-2,2	-2,0	-3,0	-3,8
Investimento estrangeiro direto - % PIB	2,5	2,7	1,6	2,3	2,4	2,5	2,5
Reservas internacionais - USD bi	180,3	193,8	238,5	287,9	352,0	414,0	441,0
Finanças Públicas							
Resultado primário - % do PIB	3,3	3,4	2,1	2,8	3,2	2,5	2,5
Resultado nominal - % do PIB	-2,7	-1,9	-3,3	-2,6	-2,7	-3,1	-3,0
Dívida pública líquida - % do PIB	45,1	38,4	42,8	40,4	37,8	36,9	35,1

Fonte: IBGE, BCB e Itaú

Pesquisa macroeconômica no Itaú

Ilan Goldfajn – Economista-Chefe

Artur Passos
Adriano Lopes
Aurelio Bicalho
Caio Megale
Darwin Dib
Felipe Salles

Giovanna Siniscalchi
Guilherme da Nóbrega
Guilherme Martins
Ítalo Franca
Luiz G. Cherman
Laura Haralyi

Luka Barbosa
João Pedro Bumachar
Juan Carlos Barboza
Maurício Oreng
Natasha Daher
Roberto Prado

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<http://www.itaubba-pt/pesquisa-economica/analises-economicas/>

Informação relevante

As informações contidas neste relatório foram produzidas pelo Itaú Unibanco Holding, dentro das condições atuais de mercado e conjuntura econômica, com base em informações e dados obtidos de fontes públicas. Tais informações não constituem, tampouco devem ser interpretadas como sendo uma oferta ou solicitação de compra ou venda de um instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição. Todas as recomendações e estimativas aqui apresentadas derivam de nosso julgamento e podem ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio. O Itaú Unibanco Holding não se responsabiliza por quaisquer decisões de investimento tomadas com base nos dados aqui divulgados.

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 a expressa autorização prévia do Itaú Unibanco Holding.