

Brasil 2013/14: Retomada dos investimentos em cenário global ainda incerto



3 de dezembro de 2012

Nilson Teixeira
Iana Ferrão
Leonardo Fonseca
Daniel Lavarda
Tales Rabelo

(55 11) 3701 6288
(55 11) 3701 6345
(55 11) 3701 6348
(55 11) 3701 6352
(55 11) 3701 6353

nilson.teixeira@credit-suisse.com
iana.ferrao@credit-suisse.com
leonardo.fonseca@credit-suisse.com
daniel.lavarda@credit-suisse.com
tales.rabelo@credit-suisse.com

Índice

■ Sumário	5
■ Cenário Global	11
■ Cenário Brasil	27
⇒ Setor Externo	29
⇒ Atividade Econômica	57
⇒ Inflação	99
⇒ Política Monetária	129
⇒ Política Fiscal	167
⇒ Política	199
■ Balanço de riscos	215
■ Economia brasileira em números	219

Sumário



Incerteza sobre cenário global diminuiu, mas permanece alta

- O crescimento da economia global será ligeiramente maior em 2013. Embora a incerteza sobre essa expansão permaneça elevada, o risco de cenários extremos diminuiu.
- O crescimento da economia dos EUA no próximo ano será um pouco inferior ao de 2012, com redução muito gradual da taxa de desemprego. O maior risco para a atividade é de que o fim dos estímulos fiscais no início de 2013 tenha um impacto muito significativo na economia.
- A Área do Euro crescerá no próximo ano, frente à contração da atividade em 2012. O risco de crise financeira diminuiu substancialmente com os programas deste ano. Dada a provável recessão em alguns países periféricos em 2013 e a consequente manutenção de altas taxas de desemprego, é baixa a probabilidade de aprovação de reformas que contribuam para a retomada mais expressiva da atividade.
- O crescimento na maioria dos emergentes aumentará em 2013, em função de políticas expansionistas em vários mercados. A expansão do PIB da China também aumentará em 2013 e 2014, influenciada pela alta dos investimentos públicos. O crescimento dos emergentes permanecerá bem acima da média dos países desenvolvidos.
- A inflação global continuará baixa, apesar das medidas expansionistas em vários países. A relativa estabilidade dos preços de commodities será determinante para que as pressões inflacionárias sejam reduzidas.
- Os juros permanecerão estáveis na maioria dos países. Uma eventual forte retomada da atividade nos países desenvolvidos, com alta da inflação, elevaria a probabilidade de aumento dos juros nesses mercados em 2014.

Investimentos diretos cobrirão o déficit em transações correntes

- O déficit em transações correntes aumentará em 2013 e 2014, por conta da redução do saldo comercial e da elevação das despesas nas principais contas de serviços e rendas. A expectativa de baixo crescimento das exportações é função, em parte, do esperado recuo do preço médio das commodities exportadas. Dadas as restrições impostas nos últimos anos, a expansão das importações não será expressiva.
- Os investimentos estrangeiros diretos (IED) aumentarão em 2013, em linha com a elevação da participação do Brasil no fluxo desses investimentos. Mantendo a dinâmica desde 2008, quando o País passou a apresentar déficit em transações correntes, os influxos de IED continuarão mais do que suficientes para financiar esse déficit em 2013 e 2014.
- O cenário global, a trajetória da inflação doméstica e o comportamento da produção industrial influenciarão a política cambial nos próximos trimestres. O nosso cenário de estabilidade da taxa de câmbio em 2013 é compatível com o objetivo do governo de manter essa taxa em um patamar mais depreciado. Um forte influxo de divisas para o País elevaria a probabilidade de adoção de novas restrições para conter uma eventual apreciação do real.

Aceleração do crescimento exige retomada dos investimentos

- A expansão do PIB em 2013 e 2014 será superior à dos dois últimos anos. Os estímulos à economia doméstica em 2012 contribuirão para elevar o crescimento nos próximos anos.
- A expansão mais significativa da atividade requer uma expressiva recuperação dos investimentos, que diminuíram em 2012. Essa retomada exige que a incerteza sobre o cenário global não aumente e que não haja deterioração dos fundamentos das economias centrais e da China.
- O consumo das famílias em 2013 e 2014 crescerá mais do que em 2012, em resposta às condições favoráveis do mercado de trabalho e à maior expansão do crédito, estimulada pela redução significativa dos juros bancários.
- O governo adotou várias medidas desde 2011, entre as quais a redução de impostos, para estimular a competitividade da indústria doméstica. Essas medidas aumentarão a produção industrial, ao menos provisoriamente, e diminuirão o crescimento da importação de manufaturados.
- A massa salarial real continuará crescendo em 2013 e 2014, com redução adicional da taxa de desemprego e elevação significativa dos rendimentos reais. Os menores reajustes do salário mínimo nos próximos anos diminuirão a alta dos salários reais em relação a anos anteriores.

Inflação acima da meta e Selic estável por um período prolongado

- A inflação IPCA permanecerá acima do centro da meta em 2013 e 2014. A menos que haja um choque de commodities desfavorável, o risco de a inflação acelerar de forma significativa em 2013 não é alto.
- A inflação de serviços continuará diminuindo nos próximos anos, devido ao efeito favorável do menor reajuste do salário mínimo sobre a inflação de empregados domésticos. A inflação de preços monitorados será menor em 2013, em função do forte declínio das tarifas de energia elétrica. A inflação de bens industriais aumentará como consequência da depreciação cambial, do aumento dos impostos de importação e da possível reversão da desoneração tributária sobre automóveis. A inflação de alimentos recuará em 2013, assumindo ausência de choques de oferta no mercado de commodities e menor inflação de alimentos in natura.
- A Selic permanecerá estável em 2013 e 2014, em um cenário de: inflação relativamente contida; expansão gradual da atividade; e manutenção de uma política monetária expansionista na maioria dos mercados. Em um cenário alternativo de forte aceleração da atividade e desvio muito expressivo da inflação frente à sua meta por um período prolongado, a política monetária será apertada, com adoção de medidas macroprudenciais e aumento da Selic.
- A discricionariedade na gestão da política econômica aumentou nos últimos anos. Apesar de não ter impacto expressivo no curto prazo, essa flexibilidade impõe riscos de médio prazo relevantes, como a maior dificuldade de o País reduzir a inflação no futuro para patamares próximos daqueles observados em economias mais estáveis.

Meta integral de superávit primário não será cumprida em 2013

- A meta integral de superávit primário não será alcançada em 2012, 2013 e 2014. O governo fará uso das cláusulas de escape, que permitem descontar os investimentos do PAC para efeito de cumprimento da meta fiscal.
- As principais razões para o não cumprimento da meta integral em 2013 serão a ampliação e a extensão das desonerações tributárias e o aumento das despesas, inclusive as de investimentos.
- A dívida líquida do setor público como proporção do PIB diminuirá nos próximos anos. O superávit primário necessário para manter estável a dívida líquida do setor público é muito inferior à meta. A vulnerabilidade fiscal do Brasil é muito baixa, quando comparada com a de outros países, notadamente os desenvolvidos.
- A avaliação do governo continuará alta em 2013. Em um cenário de aumento da base de apoio do governo, a atividade parlamentar será maior no próximo ano, com a discussão de importantes projetos no Congresso.

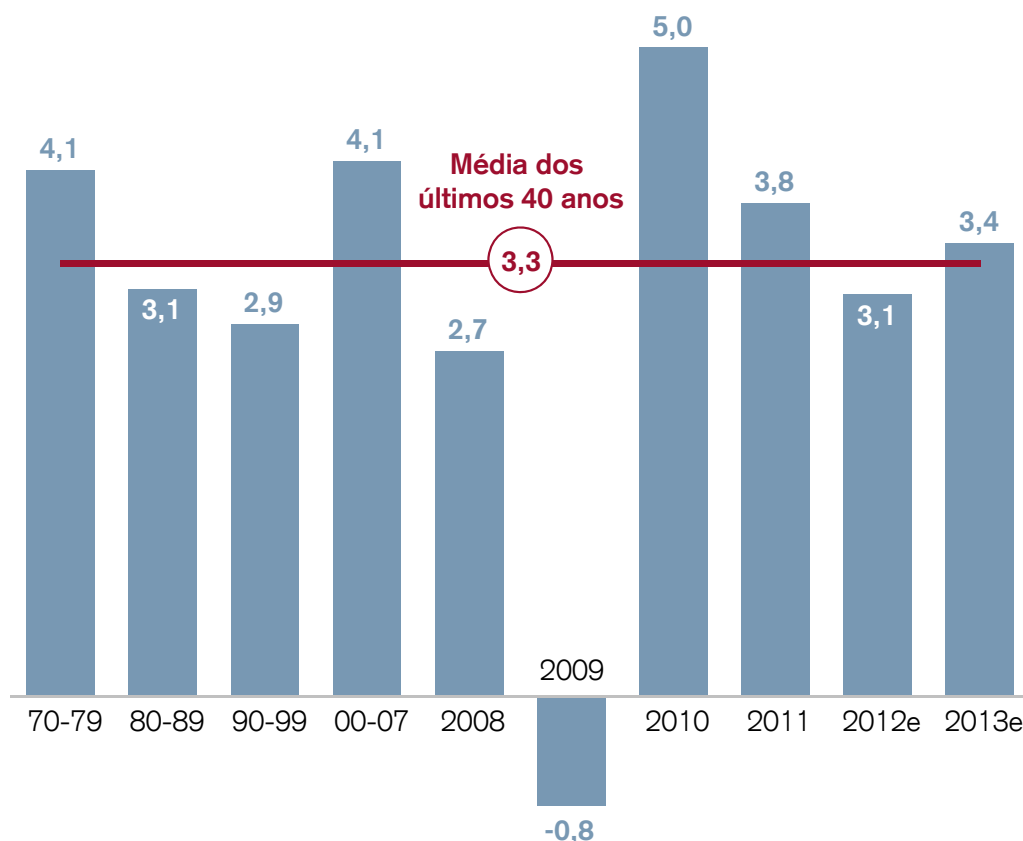
Cenário global



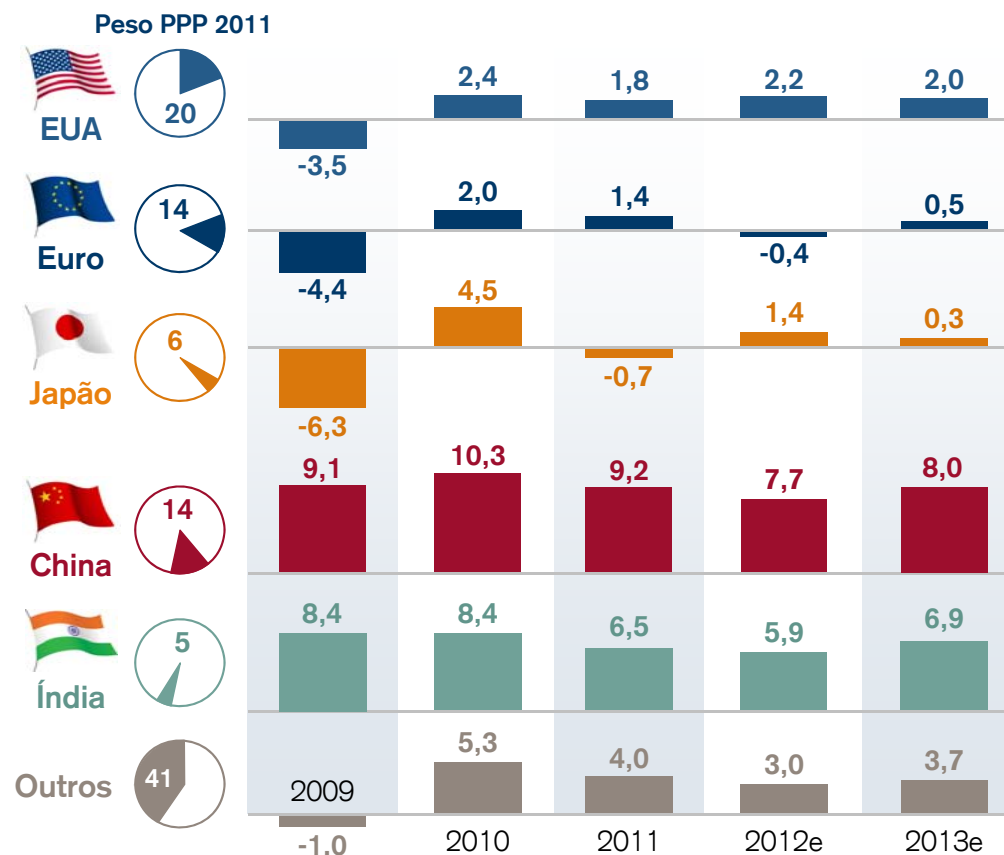
Crescimento global de 3,4% em 2013

- A expansão do PIB global aumentará de 3,1% em 2012 para 3,4% em 2013. O crescimento será próximo ao da média dos últimos 40 anos e inferior ao do período entre 2000 e 2007.
- A maior expansão será resultado do fim do período recessivo na Europa, com repercussões favoráveis sobre as demais economias, sobretudo os emergentes. A retirada de estímulos fiscais explicará a manutenção do baixo crescimento na economia dos EUA.

Crescimento do PIB global (%)



Crescimento das principais economias (%)

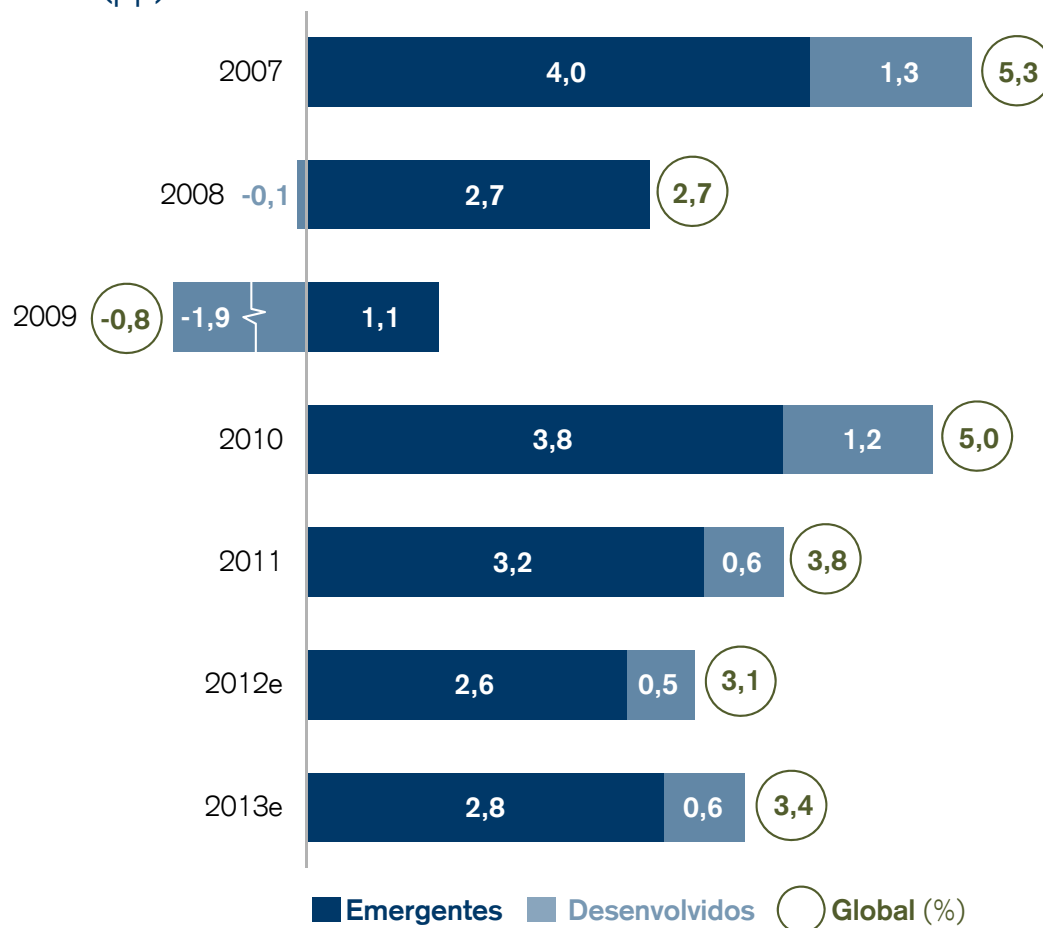
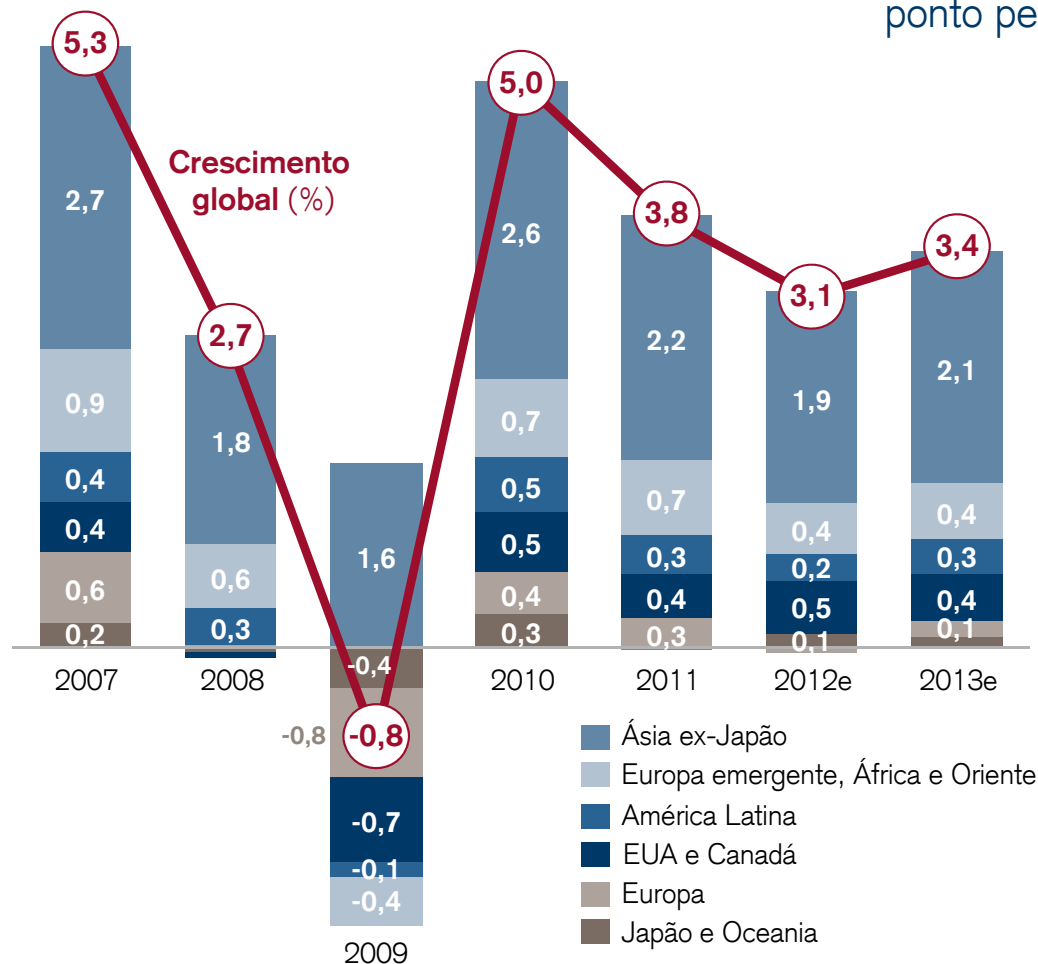


Fonte: © Datastream International Limited Todos os direitos reservados, FMI, Credit Suisse

Expansão global de 2013 será muito explicada por emergentes

- O crescimento mundial permanecerá muito concentrado nos emergentes. Cerca de 60% dessa expansão será explicada pelos emergentes da Ásia, 14% pela Europa emergente e 9% pela América Latina. Apenas 17% do crescimento global de 2013 será explicado pelos países desenvolvidos.

Composição do crescimento do PIB global
ponto percentual (pp)

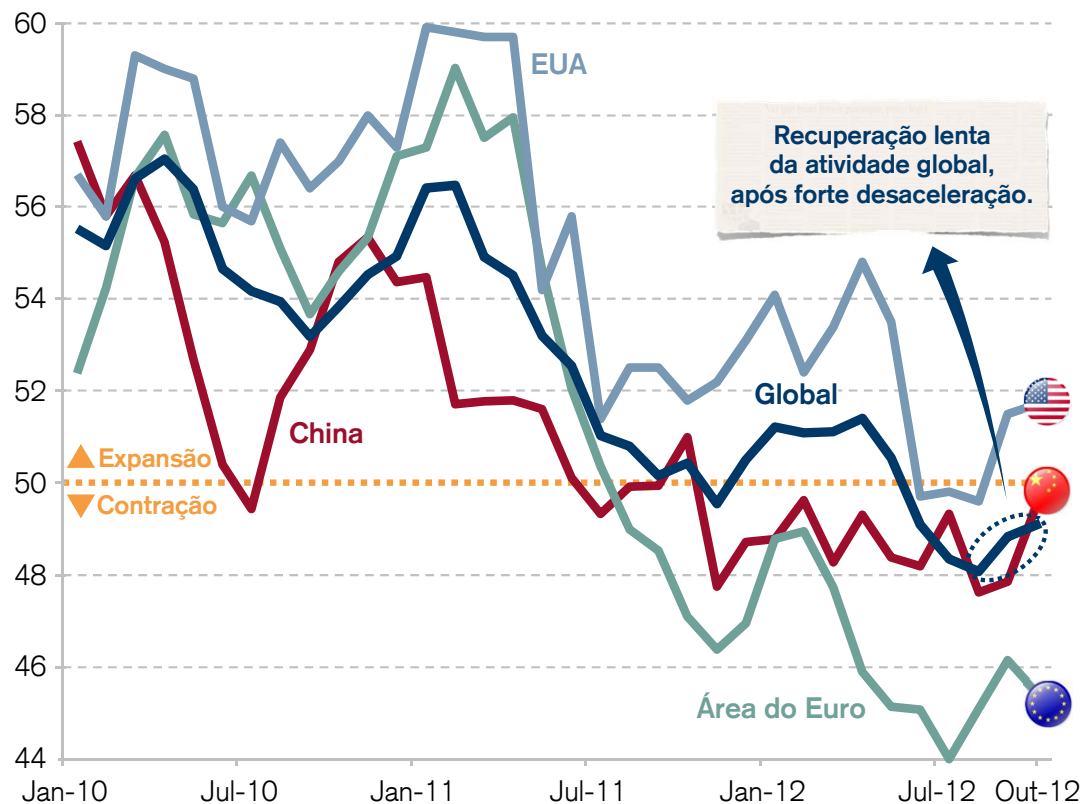


Fonte: © Datastream International Limited Todos os direitos reservados, FMI, Credit Suisse

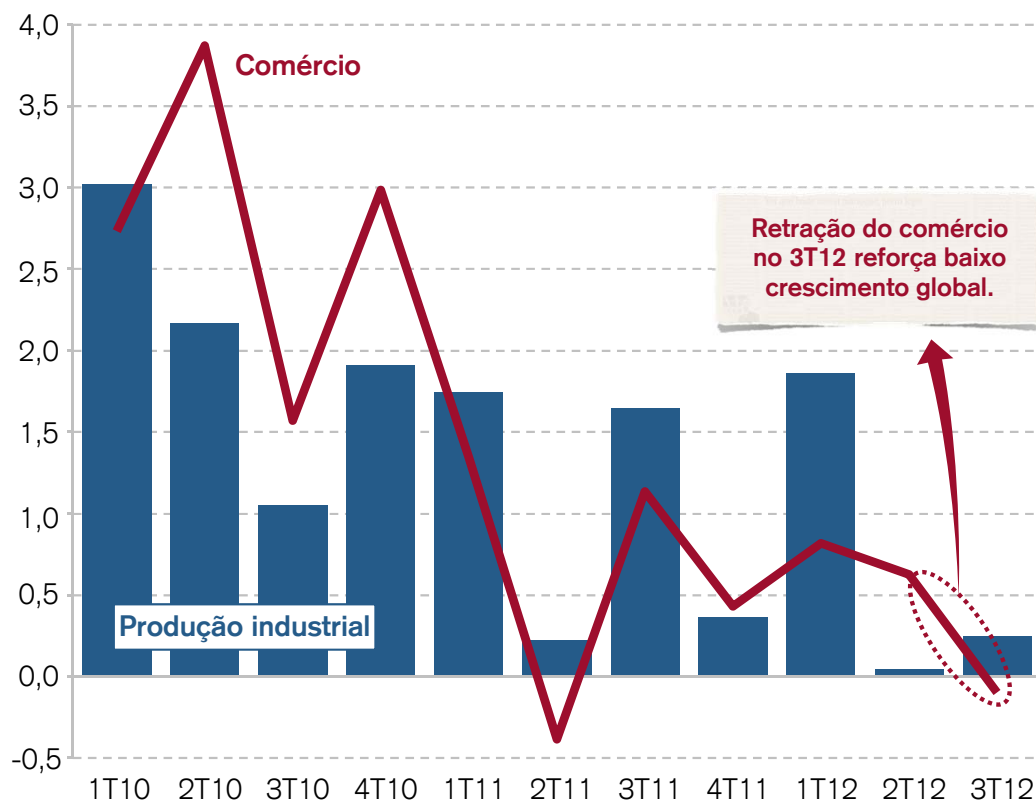
Retomada global será gradual em função dos riscos

- Conforme sugerido pelos recentes indicadores da indústria e pela corrente de comércio, a retomada do crescimento global será gradual em 2013, por conta das incertezas sobre eventos extremos na Área do Euro, do impacto da questão fiscal no início de 2013 nos EUA e da gradual aceleração da atividade na China. A aceleração da expansão global em 2013 está condicionada à redução desses riscos.

**Índices de Compras dos Gerentes (PMI)
do setor manufatureiro**
(pontos, com ajuste sazonal)



**Comércio mundial
e produção industrial mundial**
(%, ante o trimestre anterior, com ajuste sazonal)



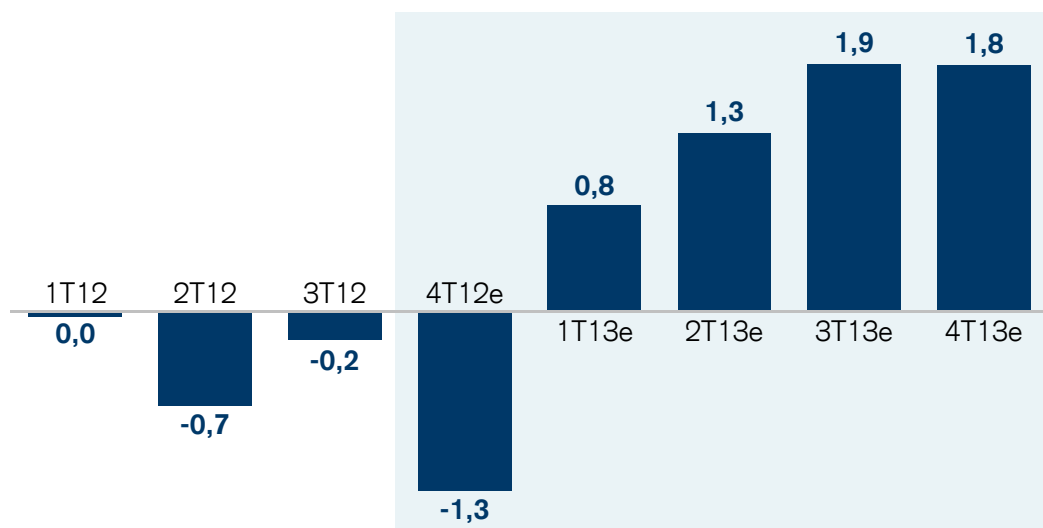
Fonte: Markit economics, CPB, Credit Suisse

Área do Euro sairá da recessão em 2013

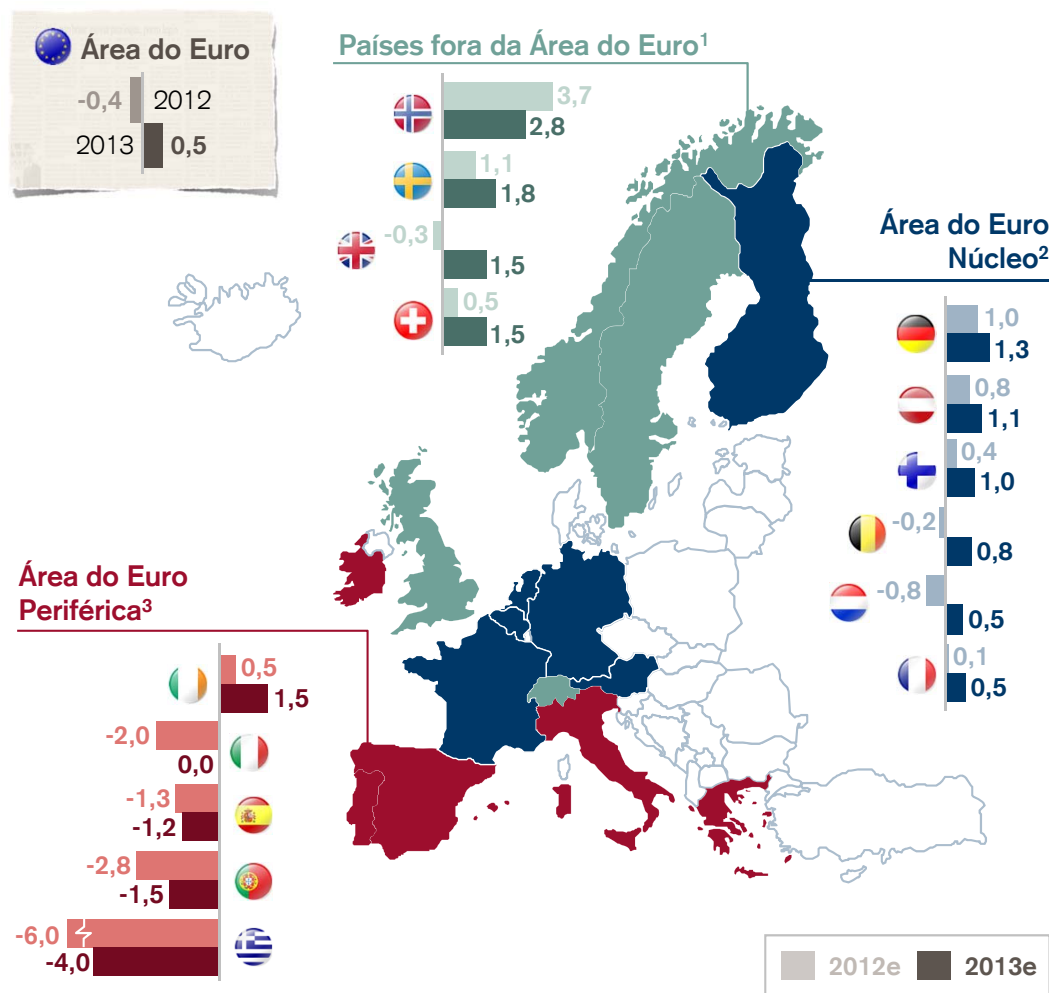


- Após a contração de -0,4% em 2012, o crescimento do PIB na Área do Euro será de 0,5% em 2013, com retomada mais forte no 2S13. Essa expansão será explicada por:
 - ⇒ Menor contração em Portugal, Itália, Espanha e Grécia.
 - ⇒ Aceleração gradual nos países do núcleo da região (e.g., Alemanha e França).
 - ⇒ Maior expansão do PIB fora da Área do Euro (e.g., Suíça, Suécia e Reino Unido).

Crescimento do PIB da Área do Euro (%, ante o trimestre anterior, anualizado)



Crescimento do PIB na Europa em 2012 e 2013 (%)



¹ Noruega, Suécia, Reino Unido e Suíça

² Alemanha, Áustria, Finlândia, Bélgica, Holanda e França

³ Irlanda, Itália, Espanha, Portugal e Grécia

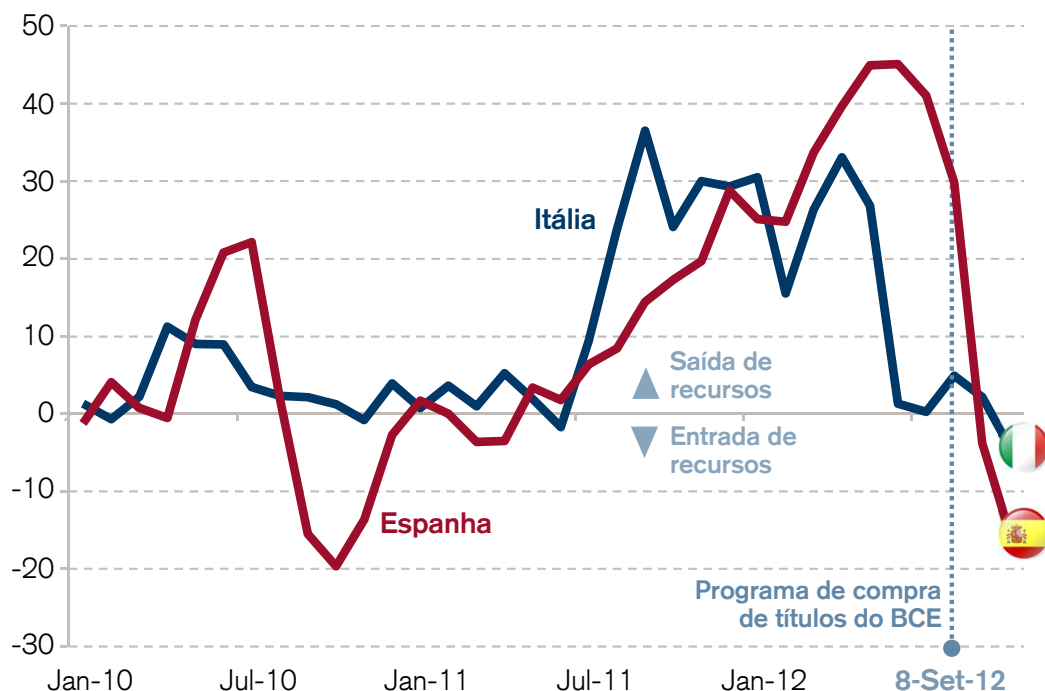
Fonte: © Datastream International Limited Todos os direitos reservados, Credit Suisse

Ação do BCE reduziu a aversão ao risco nos mercados

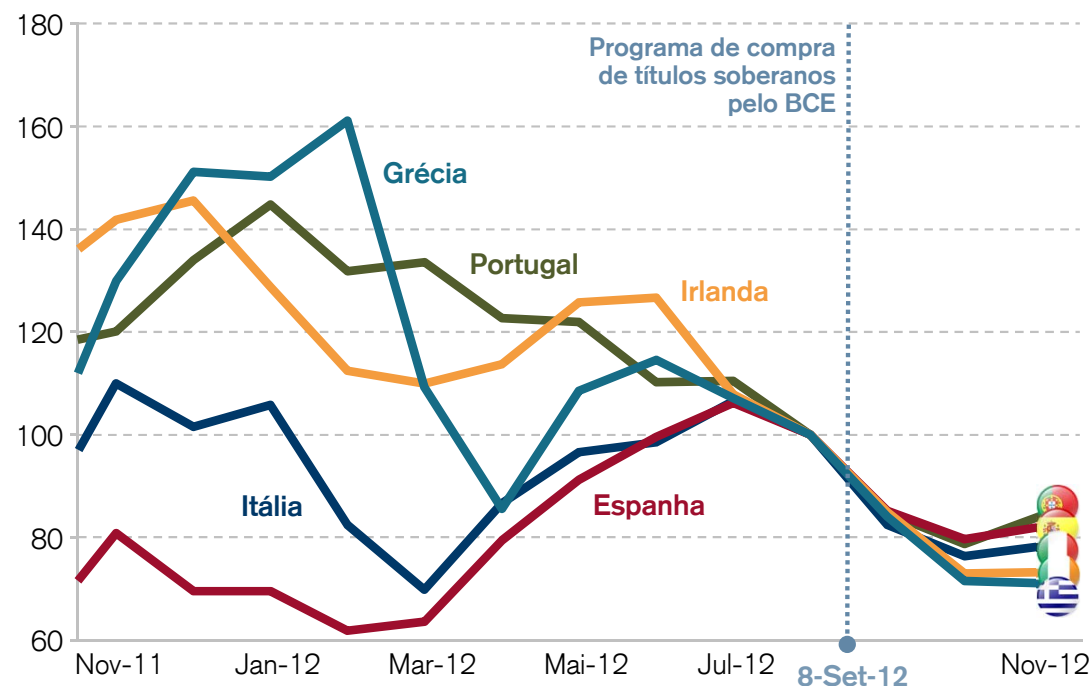


- O programa de compra de títulos soberanos (OMT) do Banco Central Europeu (BCE), anunciado em setembro, reduziu os riscos associados à maior volatilidade nos mercados financeiros e à fuga de capitais dos países periféricos.
- O programa reduziu os spreads dos títulos soberanos e conteve a fuga de capitais dos países periféricos, sobretudo da Espanha. A redução adicional dos prêmios de risco dependerá da execução dos ajustes fiscais e da atuação do BCE nos mercados secundários de títulos soberanos.

Fluxo de divisas no sistema TARGET2¹
(€ bilhões, média móvel de três meses)



Spread dos títulos soberanos em relação aos papéis alemães (número índice, ago-12 = 100)



¹ Sistema de pagamentos integrado entre os países da Área do Euro.

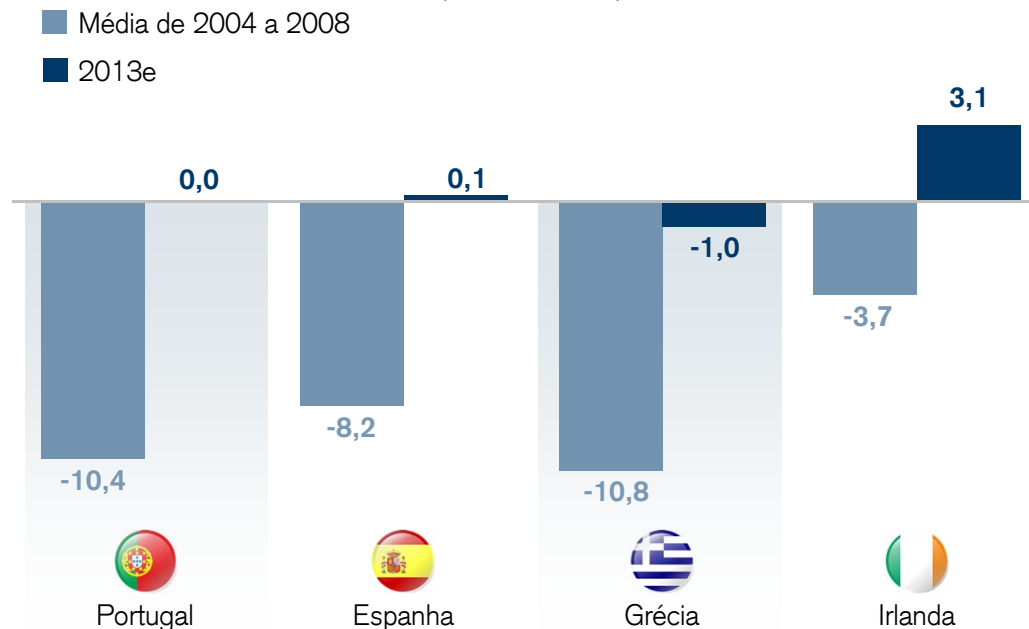
Fonte: © Datastream International Limited Todos os direitos reservados, Credit Suisse

Melhoria gradual dos fundamentos dos países periféricos

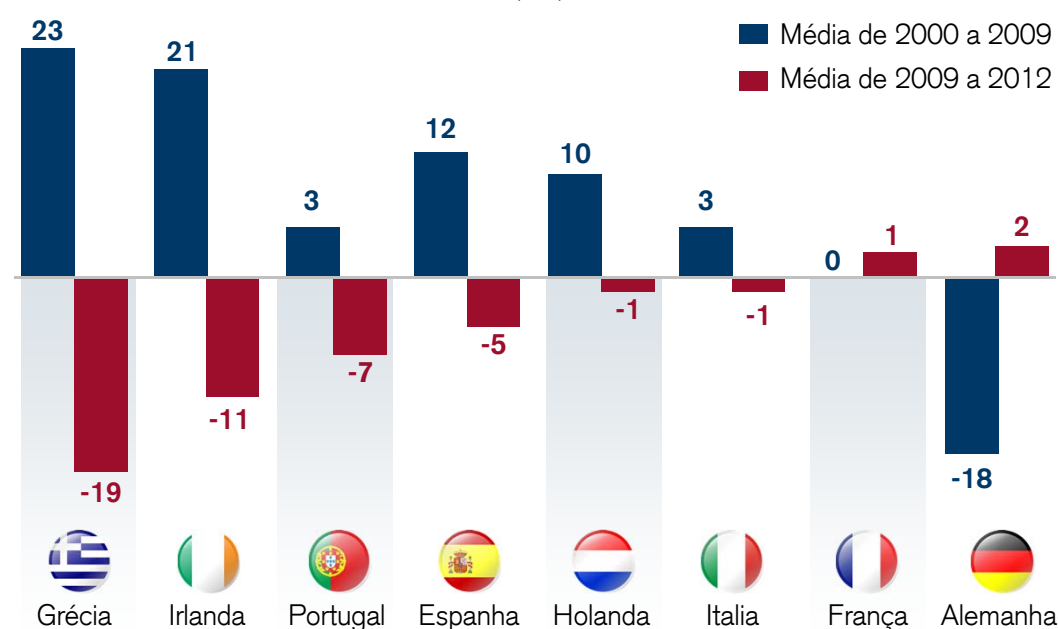


- A contração do produto nas economias periféricas será menos expressiva em 2013. Os resultados das contas externas têm sido mais favoráveis, devido à forte retração da demanda, que diminui as importações, e aos ganhos de competitividade com a redução de salários, que estimula as exportações. Esses fatores contribuirão para a retomada da atividade nesses países, mesmo que de forma muito gradual e contida pelos ajustes fiscais.
- O principal risco advém do não cumprimento dos ajustes programados em função, por exemplo, da reação desfavorável da sociedade. Eventos dessa natureza elevarão a incerteza sobre a permanência dos países no Euro, estimularão a fuga de capitais e dificultarão a retomada da atividade na região.

Déficit em transações correntes
(% do PIB)



Salário médio em relação à média da Área do Euro
(%)



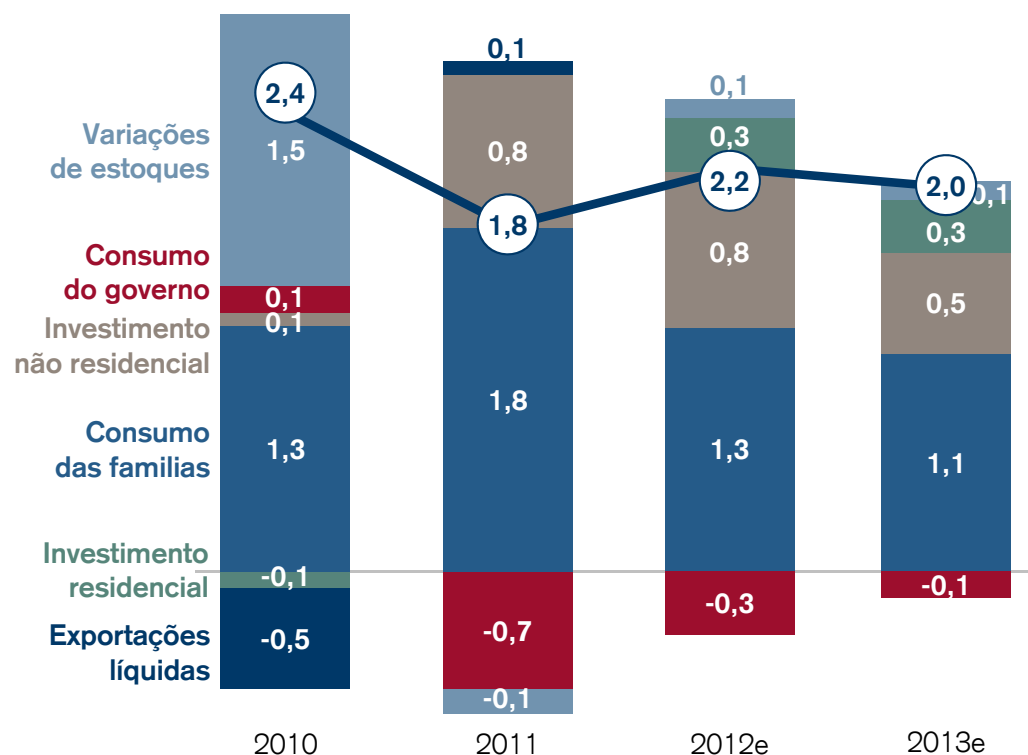
Fonte: © Datastream International Limited Todos os direitos reservados, Eurostat, Credit Suisse

Crescimento do PIB dos EUA permanecerá baixo em 2013

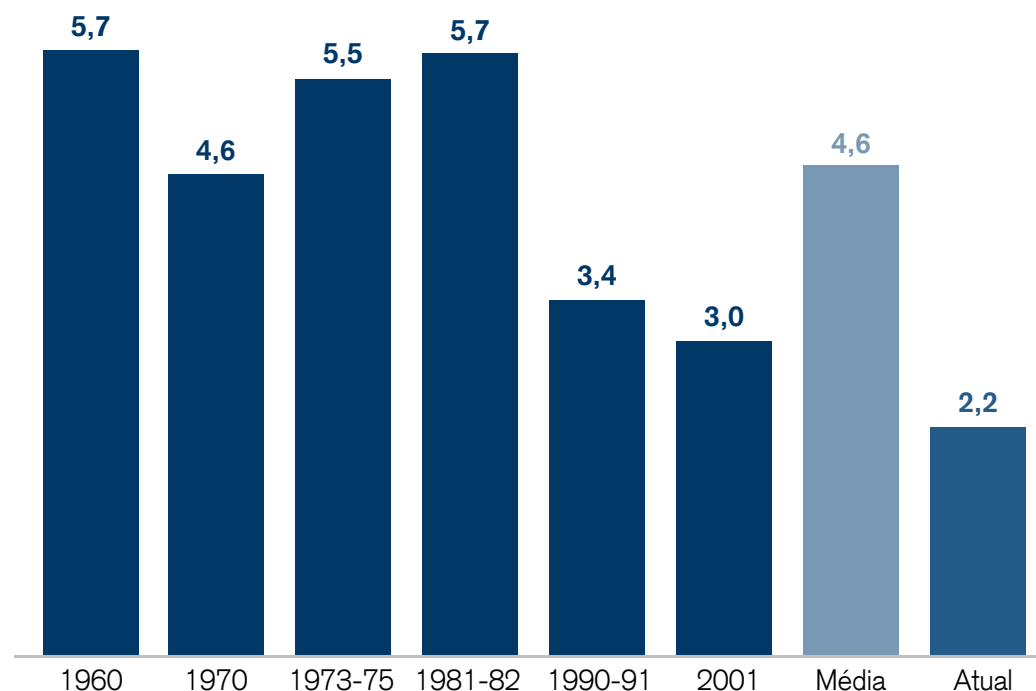


- O PIB dos EUA crescerá 2,0% em 2013, ligeiramente inferior aos 2,2% de 2012. A baixa expansão do consumo (cerca de 70% do PIB), a retração dos gastos do setor público e a lenta retomada do setor residencial explicarão esse baixo crescimento.
- A retomada da atividade nos EUA após a recessão de 2008/09 tem sido mais gradual quando comparada às últimas recessões no país.

Crescimento do PIB americano
(%, ante o ano anterior)



Crescimento médio do PIB americano
13 trimestres após a recessão
(%, ante o trimestre anterior, anualizado)



Fonte: NBER, Credit Suisse

“Abismo fiscal” atenuará a retomada da economia nos EUA



- “Abismo fiscal” seria a consequência para a atividade da redução de gastos públicos e do aumento de impostos programados para ocorrer a partir do início de 2013. A estimativa é de que esse “abismo fiscal” reduziria o PIB dos EUA em 1,4 ponto percentual em 2013. Essa contribuição negativa dificultaria a retomada da atividade no país.
- A incerteza sobre a capacidade de o Congresso alcançar um acordo para evitar o “abismo fiscal” explica a projeção de que o crescimento do PIB nos EUA, ante o trimestre anterior, será mais baixo no 1T13 (1,8%, anualizado) em relação ao 2T13 (2,0%) e ao 4T13 (2,5%).

Cenários para o “abismo fiscal” – retirada de programas de estímulos (Impacto em % do PIB)

Cenário favorável	0,8
Tributos na Lei de Saúde Acessível	0,1
Outras variações das receitas e despesas	0,7
Cenário mais provável	1,4
Término da redução dos encargos trabalhistas	0,6
Cenário alternativo	2,7
Término das desonerações tributárias para pessoas de alta renda	0,4
Cortes automáticos, Lei de Controle Orçamentário	0,4
Término do seguro-desemprego de emergência	0,2
Fim de outros benefícios	0,4
Cenário desfavorável	3,8
Fim das isenções para contribuintes com renda abaixo de US\$ 200 mil (US\$ 250 mil para declarações em conjunto)	1,0
Redução das taxas de reembolso no regime público (Medicare)	0,1

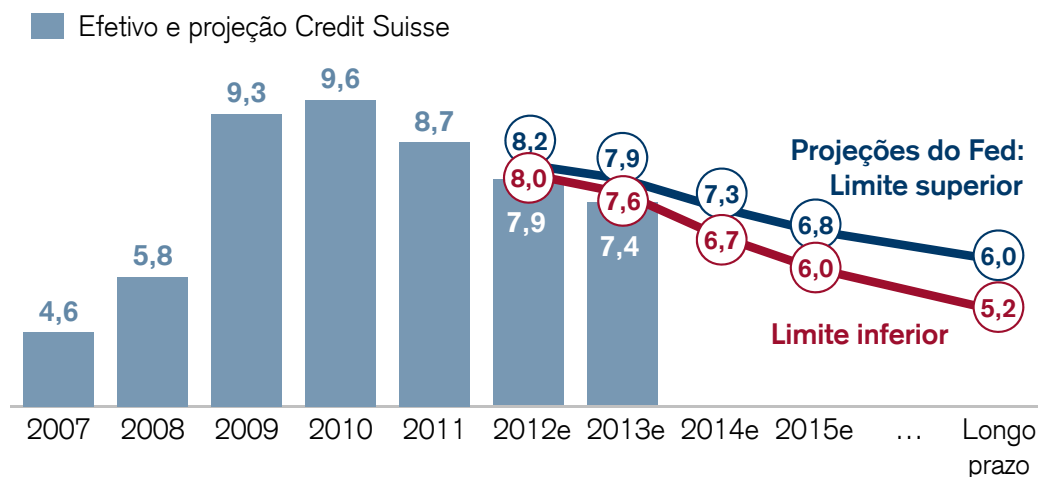
Fonte: Congressional Budget Office (CBO), Credit Suisse

Política monetária expansionista nos EUA até meados de 2014

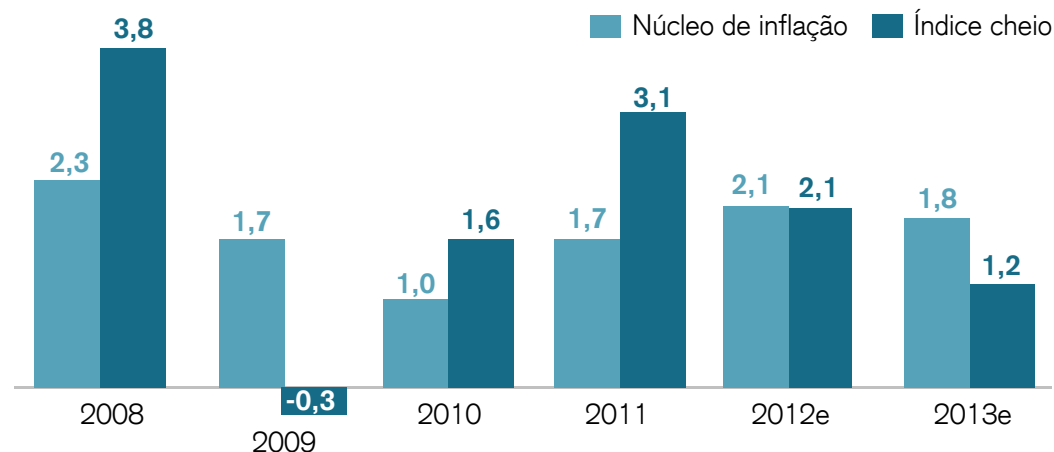


- Em um cenário de baixo crescimento nos EUA, a convergência da taxa de desemprego para os níveis desejados pelo Fed será lenta. A taxa de desemprego média do último trimestre recuará de 7,9% em 2012 para 7,4% em 2013, assumindo aumentos mensais de postos de trabalho de cerca de 150 mil.
- Os núcleos de inflação permanecerão abaixo da zona de conforto do Fed de 2%. Mesmo assumindo melhoria no mercado imobiliário e aceleração nos preços dos aluguéis, a deflação de bens manterá a inflação baixa em 2013.
- A política monetária nos EUA continuará expansionista, sem alta da taxa fed funds e com compras de ativos (QE3) em 2013 e, possivelmente, em 2014. A magnitude e a duração das compras de ativos serão influenciadas pela dinâmica do mercado de trabalho.

Taxa de desemprego
(%, média do último trimestre)



Inflação ao consumidor
(% ao ano)



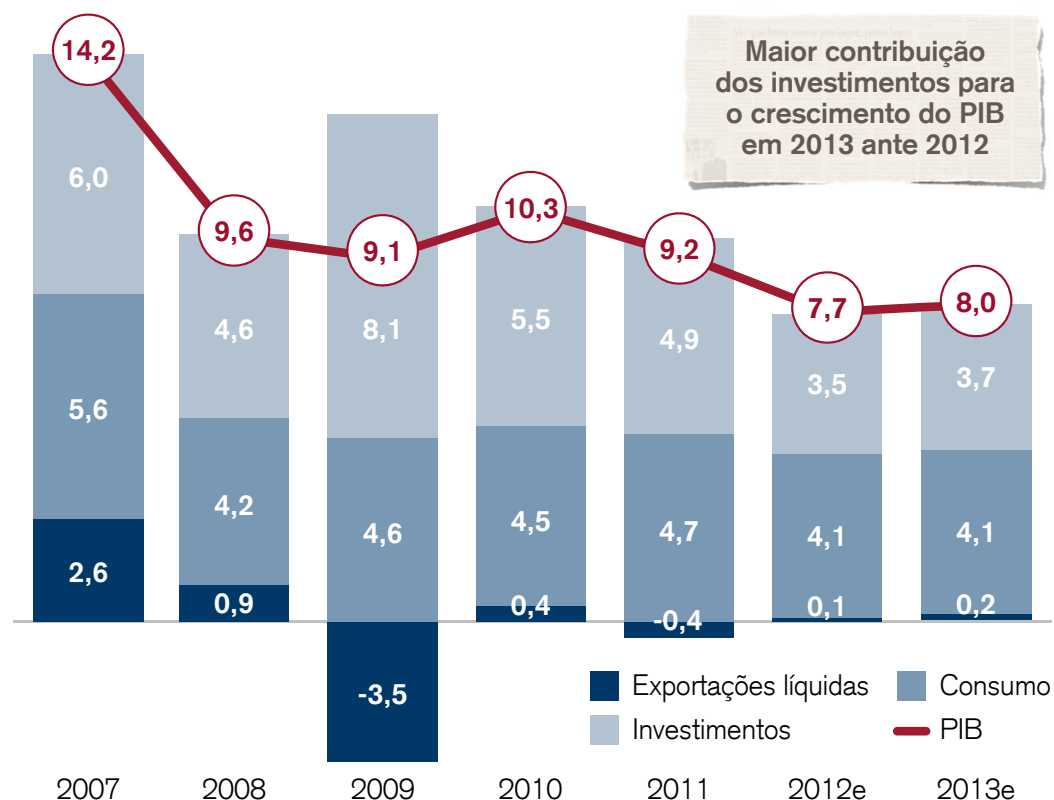
Fonte: BLS, Fed, Credit Suisse

Crescimento da China aumentará ligeiramente em 2013



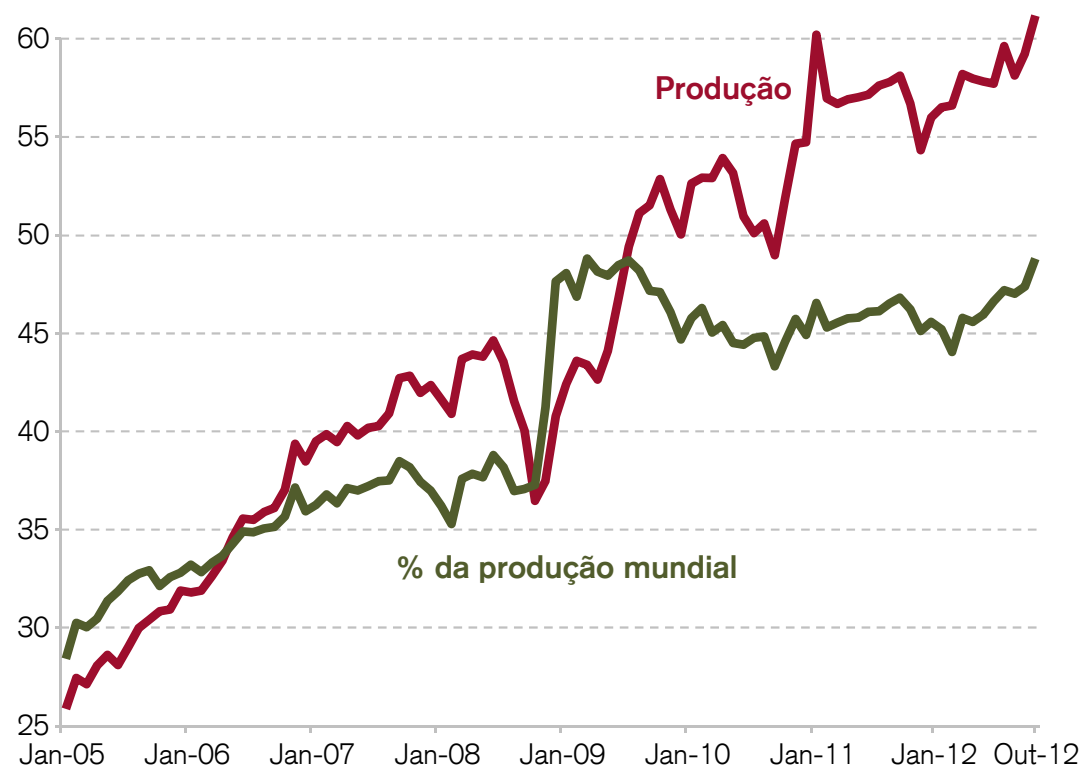
- O crescimento do PIB da China será de 8,0% em 2013, superior aos 7,7% de 2012 mas inferior à média de 10,5% de 2007 a 2011. A maior expansão deve-se à expectativa de aceleração dos gastos públicos em infraestrutura do novo governo. A desaceleração das exportações e dos investimentos privados sugerem uma menor expansão do que em anos anteriores.

Composição do crescimento do PIB da China (%, pp)



Fonte: Instituto Nacional de Estatísticas – China, Credit Suisse

Produção de aço bruto da China (milhões de toneladas, com ajuste sazonal)



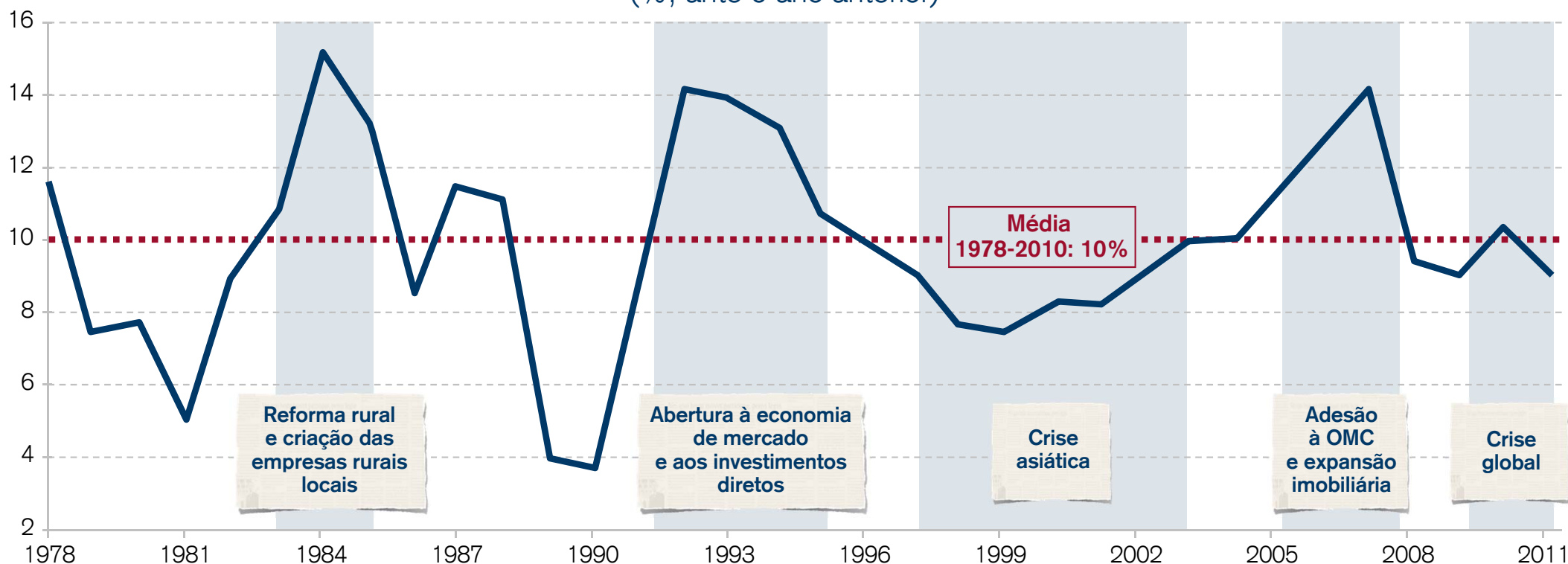
Fonte: World Steel Association, Credit Suisse

Estímulos fiscais não serão expressivos em 2013



- O governo da China não implementará estímulos fiscais significativos nos próximos trimestres, pois a política expansionista de 2009 teve efeitos negativos expressivos (e.g., elevação do endividamento público). Os juros básicos na China diminuirão de 6,00% em 2012 para 5,38% em 2013, com a inflação média anual diminuindo de 2,6% em 2012 para 2,3% em 2013.
- A probabilidade de a China crescer 10% ao ano nos próximos anos é muito baixa. Isso exigiria a implementação de reformas com custo político muito elevado.

Crescimento do PIB da China
(%, ante o ano anterior)



Fonte: Instituto Nacional de Estatísticas – China, Credit Suisse

Depreciação do Euro frente a outras moedas em 2013

- O euro continuará se depreciando frente ao dólar nos próximos trimestres, apesar do significativo afrouxamento quantitativo nos EUA. A apreciação do dólar decorre da perspectiva de maior expansão da economia dos EUA frente à Europa. O iene apreciará ante as moedas da maioria dos países desenvolvidos, em especial daqueles com políticas monetárias muito expansionistas.
- O dólar australiano reverterá parte da apreciação dos últimos anos, devido à perspectiva de afrouxamento monetário no país.
- O renmimbi continuará se apreciando gradualmente nos próximos anos. O peso mexicano e o won da Coreia do Sul tendem a apreciar, refletindo a maior expansão da economia desses países.

Cotação do dólar dos EUA (moeda local/US\$)

	Dez-06	Dez-07	Dez-08	Dez-09	Dez-10	Dez-11	Nov-12 ¹	Projeções	
								3 meses	12 meses
 Euro ²	1,32	1,46	1,40	1,43	1,34	1,30	1,29	1,23	1,19
 Iene	119,0	111,7	90,7	93,0	81,2	76,9	82,5	77,0	80,0
 Dólar australiano ²	0,79	0,88	0,70	0,90	1,02	1,02	1,04	1,04	1,04
 Dólar canadense	1,17	1,00	0,82	0,95	1,00	0,98	1,00	0,99	0,09
 Franco suíço ²	1,22	0,88	0,94	0,97	1,07	1,07	1,07	0,98	1,03
 Libra esterlina ²	1,96	1,99	1,46	1,62	1,56	1,55	1,59	1,58	1,55
 Renmimbi	7,81	7,30	6,82	6,83	6,60	6,30	6,23	6,20	5,98
 Won sul-coreano	930	936	1.259	1.164	1.123	1.160	1.086	1.090	1.070
 Peso mexicano	10,8	10,9	13,7	13,1	12,3	14,0	13,0	12,75	12,25
 Lira turca	1,41	1,17	1,53	1,50	1,54	1,89	1,80	1,79	1,83

¹ Valores de 22/11/2012. ² US\$/moeda local.

Fonte: © Datastream International Limited Todos os direitos reservados, Credit Suisse

Preços de commodities relativamente estáveis em 2013

- Os preços de commodities permanecerão relativamente estáveis em 2013, a menos que ocorra forte desaceleração da economia global, em especial da China.
- Os preços das commodities metálicas aumentarão gradualmente nos próximos trimestres, à medida que se consolide o cenário de aceleração da economia global. O maior crescimento da China em 2013 será determinante para impedir uma redução mais significativa do preço do minério de ferro.
- A cotação do petróleo aumentará em 2013, em função do ajuste da oferta pela OPEP¹ e da elevação do crescimento global. A maior oferta do produto por países fora da OPEP reduzirá o preço do produto no longo prazo.
- O preço médio das commodities agropecuárias e minerais exportadas pelo Brasil diminuirá ligeiramente em 2013, principalmente por conta dos menores preços do minério de ferro e da soja.

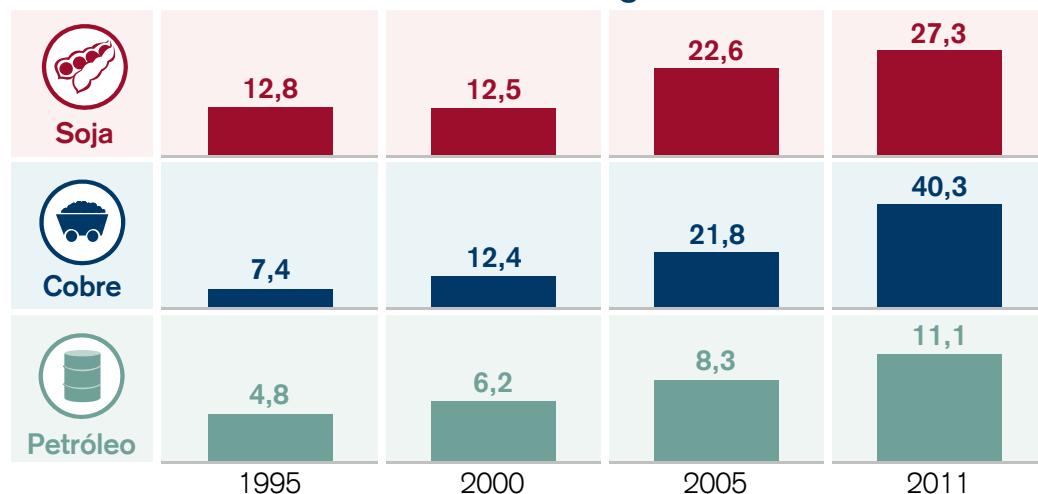
¹ Organização dos países exportadores de petróleo

Projeções do Credit Suisse para preços de commodities (preço médio anual)

	2011	2012e	2013e	2014e	Longo prazo ²
Petróleo WTI (US\$/barril)	91	94	106	102	84
Minério de Ferro - China CFR (US\$/ton)	168	126	111	95	90
Cobre (US\$/ton)	8.887	7.927	8.000	7.500	5.500
Alumínio (US\$/ton)	2.424	2.031	2.175	2.350	2.250
Níquel (US\$/ton)	23.015	17.791	18.875	20.000	20.000
Ouro (US\$/onça)	1.571	1.680	1.840	1.750	1.300
Trigo (centavos de US\$/bushel)	710	750	770	670	600
Milho (centavos de US\$/bushel)	680	690	610	520	500
Soja (centavos de US\$/bushel)	1.320	1.470	1.380	1.230	1.100

² Em termos reais, em dólares de 2011

Consumo de commodities da China (% do consumo global)

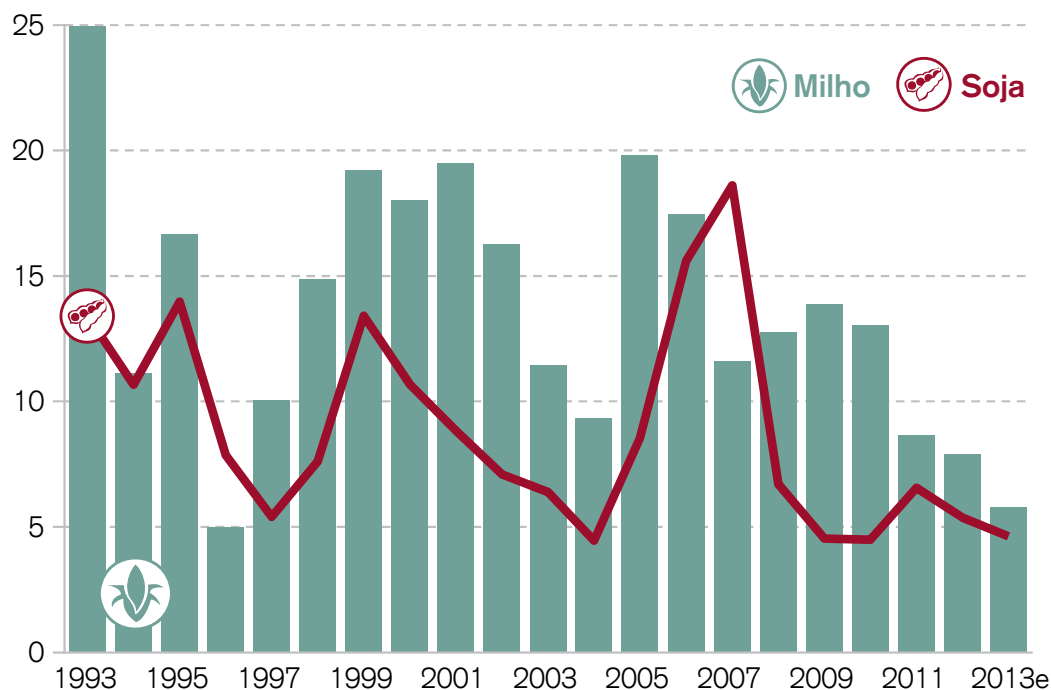


Fonte: © Datastream International Limited Todos os direitos reservados, USDA, Credit Suisse

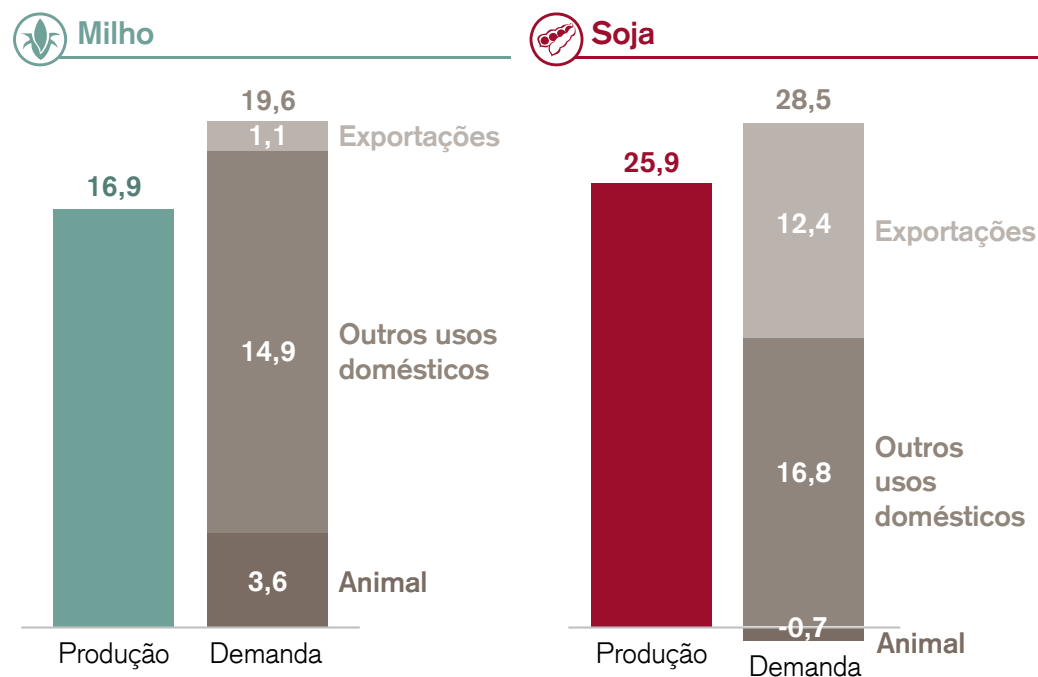
Preços dos grãos são um risco para a inflação nos próximos anos

- Após a quebra de safra agrícola nos EUA e na América do Sul em 2012, é provável que a produção global de grãos aumente bastante em 2013 frente a 2012. Mesmo com a maior produção, os baixos estoques sugerem que os preços de grãos podem não diminuir muito em 2013.
- A demanda global por milho e soja tem aumentado significativamente desde 2006, devido, por exemplo, à utilização do milho na produção de combustíveis e à maior demanda de soja pela China. Os preços dos grãos permanecerão um importante risco para a inflação global nos próximos anos.

Estoques de grãos nos EUA
(% do consumo)



Expansão da produção e da demanda global por grãos (% , acumulado de 2006 a 2012)



Fonte: Departamento de agricultura dos EUA, Credit Suisse

Cenário Brasil



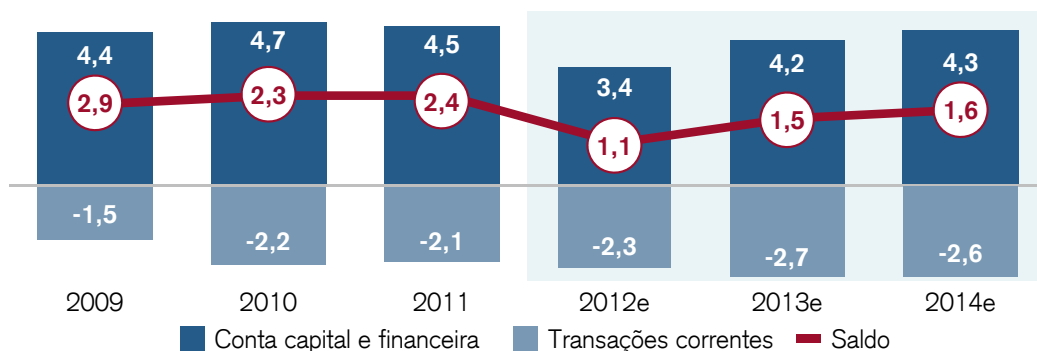
Setor Externo



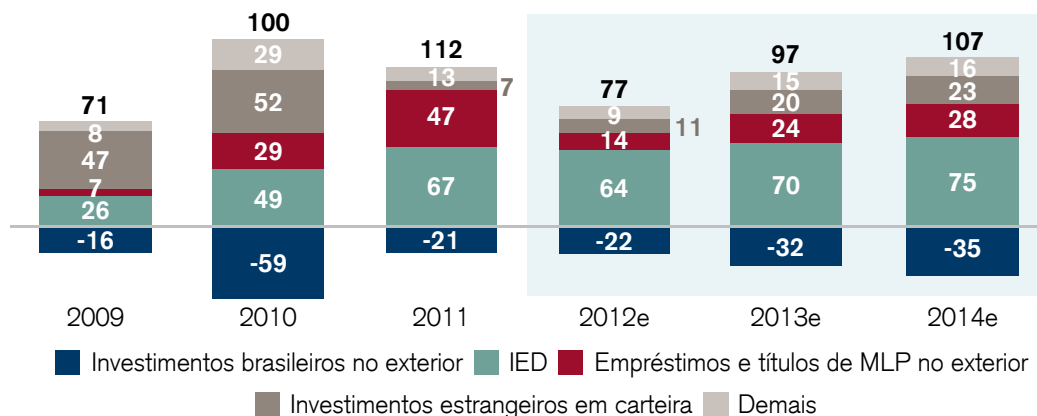
Ligeira alta do superávit do balanço de pagamentos em 2013

- O influxo líquido de divisas aumentará em 2013 e 2014. A alta dos desembolsos líquidos de médio e longo prazos e o aumento dos investimentos estrangeiros diretos mais do que compensarão a elevação do déficit em transações correntes.

Balanço de pagamentos (% do PIB)



Conta capital e financeira (US\$ bilhões)



Balanço de pagamentos (US\$ bilhões)

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Transações correntes	-24	-47	-52	-51	-62	-66
Balança comercial	25	20	30	21	18	20
Exportações	153	202	256	246	255	260
Importações	-128	-182	-226	-225	-237	-240
Serviços e rendas	-53	-70	-85	-75	-83	-89
Lucros e dividendos	-25	-30	-38	-25	-30	-33
Juros líquidos	-9	-10	-10	-11	-12	-13
Aluguel de equipamentos	-9	-14	-17	-19	-20	-21
Viagens internacionais	-6	-11	-15	-15	-16	-17
Transportes	-4	-6	-8	-9	-10	-11
Outros	0	1	2	3	5	6
Transferências unilaterais	3	3	3	3	3	3
Conta capital e financeira	71	100	112	77	97	107
Conta capital	1	1	2	-2	2	2
Conta financeira	70	99	111	79	95	105
Investimentos estrangeiros diretos	26	49	67	64	70	75
Investimentos estrangeiros em carteira	47	51	7	11	20	23
Ações	37	38	7	5	13	15
Renda fixa negociada no País	10	15	0	6	7	8
Investimentos brasileiros no exterior	-16	-59	-21	-22	-32	-35
Investimentos brasileiros diretos	10	-12	1	-1	-6	-10
Empréstimos e títulos de MLP ¹ no exterior	7	29	47	14	24	28
Desembolsos	33	61	82	53	68	75
Amortizações	-26	-31	-35	-39	-44	-47
Empréstimos e títulos de CP ² no exterior	-3	28	-4	-1	0	0
Outros investimentos	9	0	15	12	13	14
Erros e omissões	0	-4	-1	0	-1	-2
Balanço de pagamentos (BP)	47	49	59	26	34	39
Varição das reservas ex saldo do BP ³	-2	1	5	1	1	1
Reservas internacionais	239	289	352	380	415	455

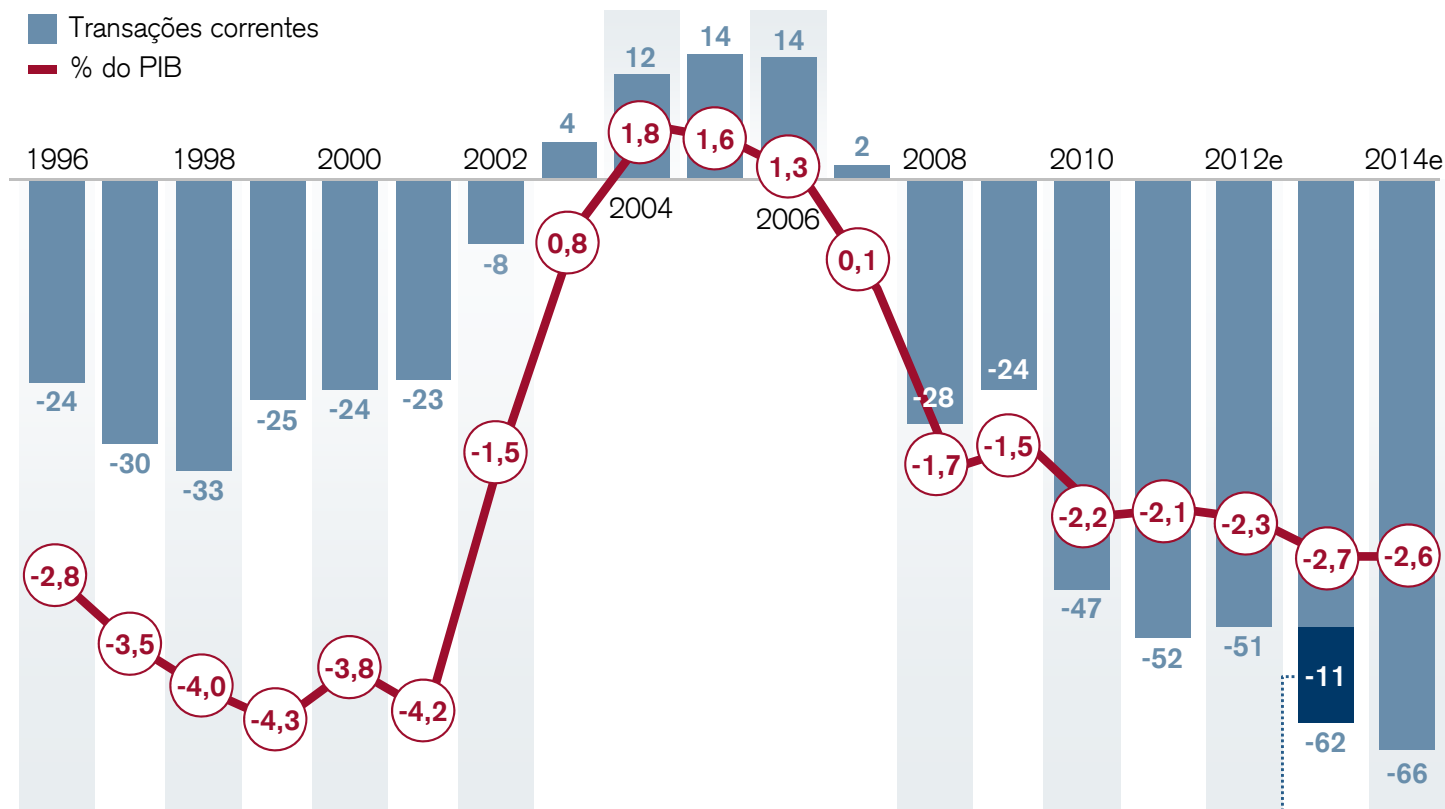
¹ Médio e longo prazos ² Curto prazo ³ Variações relativas a valorizações/desvalorizações das moedas estrangeiras e do ouro em relação ao dólar norte-americano e aos ganhos/perdas relativos a flutuações nos preços dos títulos e da cotação do ouro

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Déficit em transações correntes de 2,7% do PIB em 2013

- O déficit em transações correntes aumentará de US\$ 51 bilhões (2,3% do PIB) em 2012 para US\$ 62 bilhões (2,7% do PIB) em 2013 e US\$ 66 bilhões (2,6% do PIB) em 2014.
- O maior déficit em transações correntes em 2013 será explicado pelo aumento das remessas de lucros e dividendos, pela elevação das despesas líquidas com serviços e pelo recuo do saldo comercial.

Resultado em transações correntes (% do PIB, US\$ bilhões)



Fonte: Banco Central, Credit Suisse

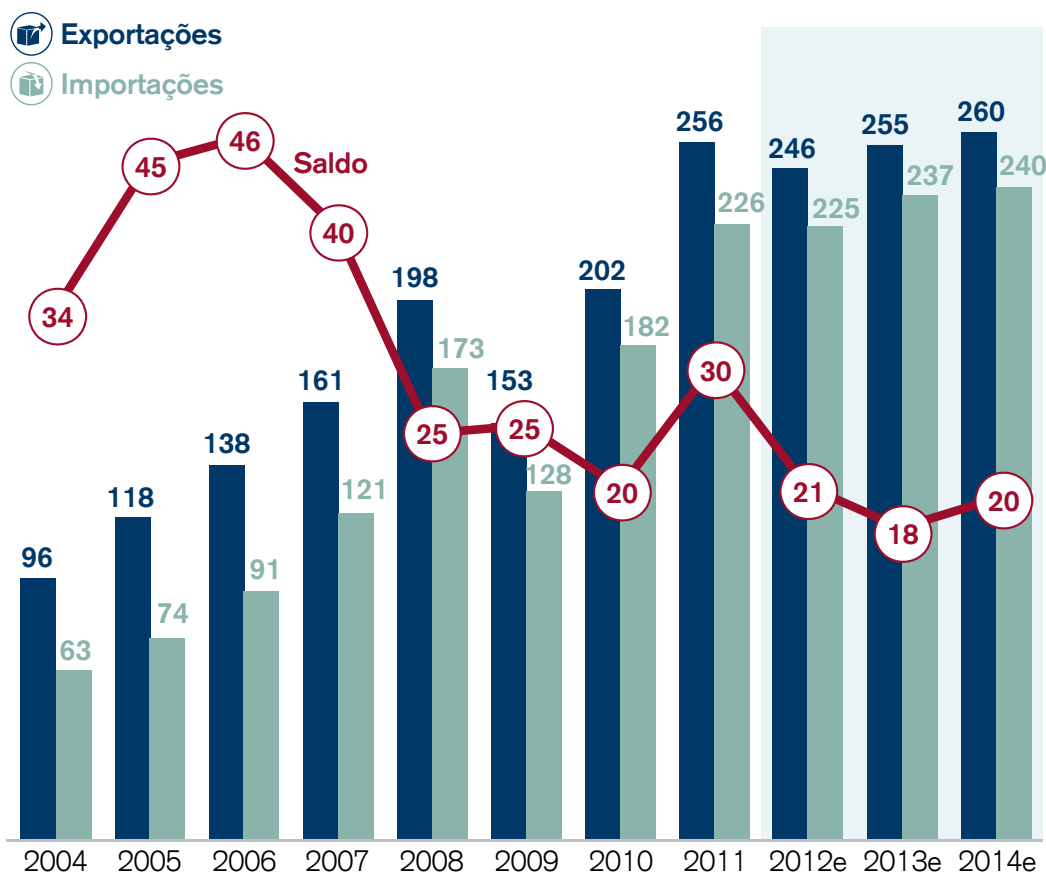
Variação do saldo em transações correntes em 2013 frente a 2012 (US\$ bilhões)



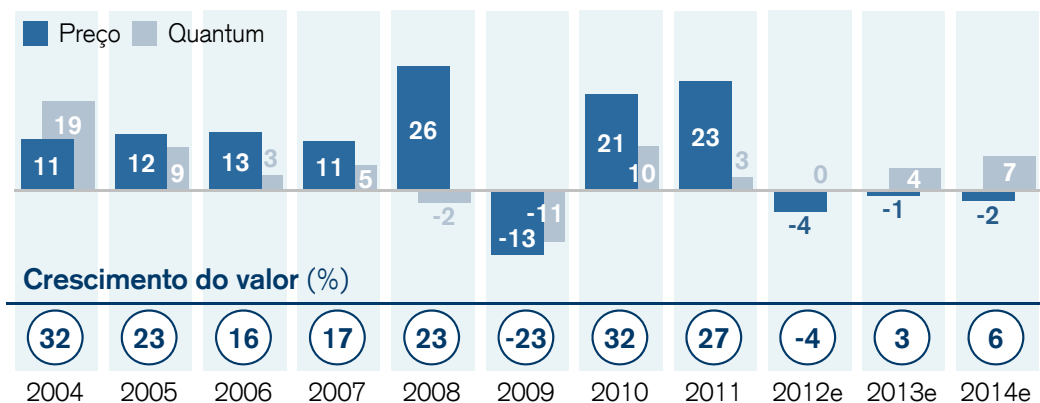
Superávit comercial diminuirá para US\$ 18 bilhões em 2013

- O saldo comercial recuará ligeiramente de US\$ 21 bilhões em 2012 para US\$ 18 bilhões em 2013 e aumentará para US\$ 20 bilhões em 2014.
- O crescimento das importações em 2013 será superior ao das exportações, devido, principalmente, ao recuo dos termos de troca.

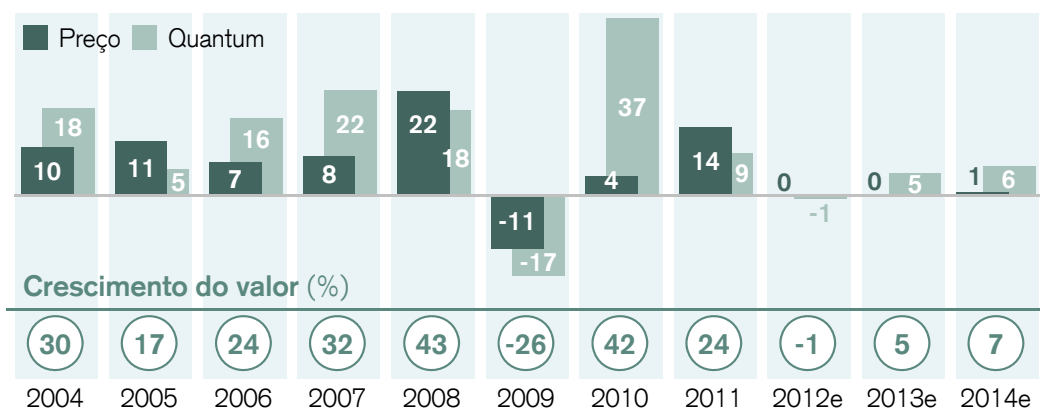
Saldo da balança comercial (US\$ bilhões)



Crescimento das exportações (%)



Crescimento das importações (%)

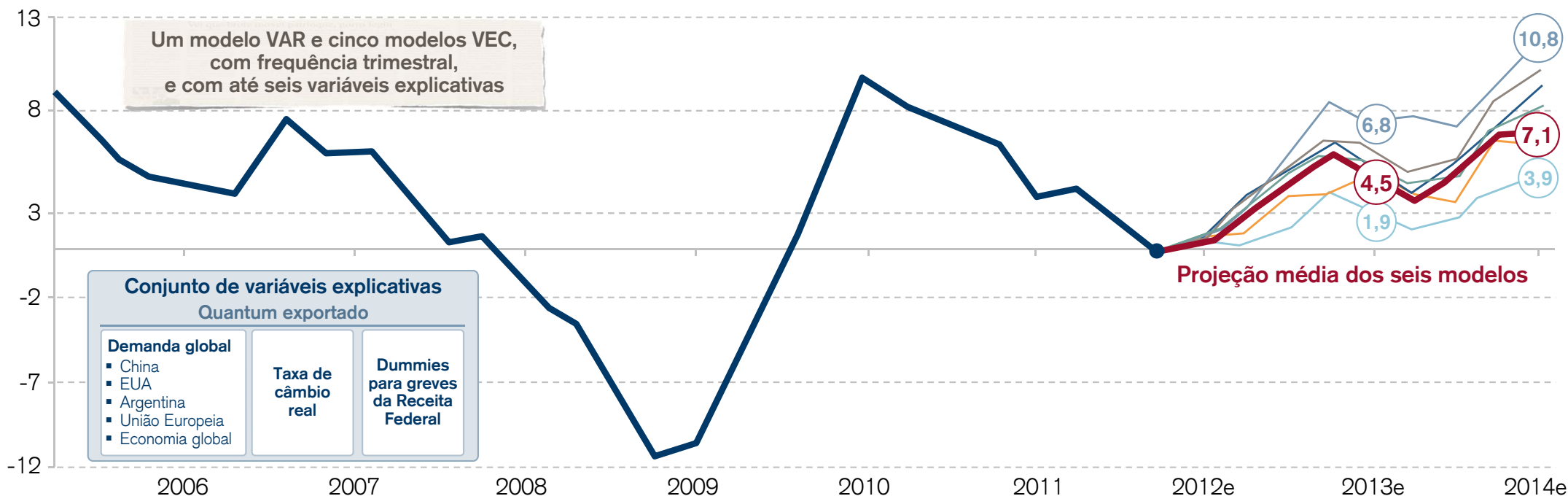


Fonte: MDIC, FUNCEX, Credit Suisse

Maior demanda global elevará o quantum exportado em 2013

- A quantidade exportada aumentará em 2013 e em 2014, em decorrência, principalmente, da maior expansão da atividade nos principais parceiros comerciais do País e da taxa de câmbio mais depreciada.
- Nossos modelos confirmam essa avaliação. As projeções de quantum exportado e importado representam a média das previsões de seis modelos, com até seis variáveis explicativas, dentre 22 modelos VARs e VECs. Os modelos selecionados foram aqueles com melhor desempenho fora da amostra, em um horizonte de dois anos, após excluídos aqueles com erros quadráticos médios muito altos¹.

Crescimento do quantum exportado (%, acumulado em 4 trimestres)



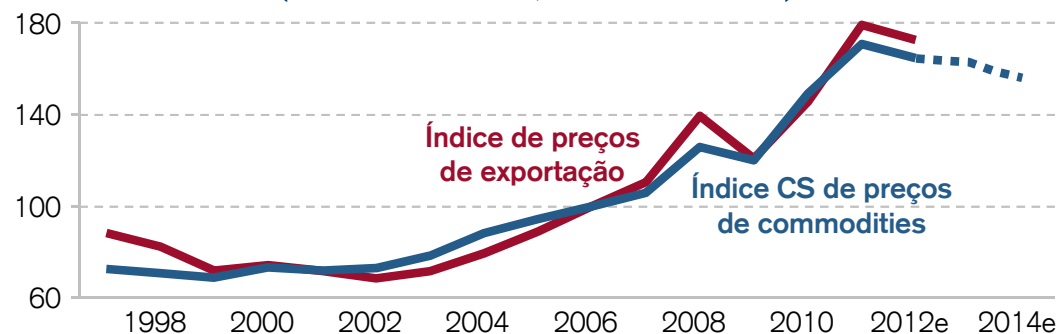
¹ Em todos os seis modelos considerados, o impacto do câmbio sobre as exportações é defasado, com o efeito máximo em quatro trimestres, e a elasticidade do quantum exportado ao câmbio é menor do que a dos indicadores de atividade global.

Fonte: FUNCEX, Credit Suisse

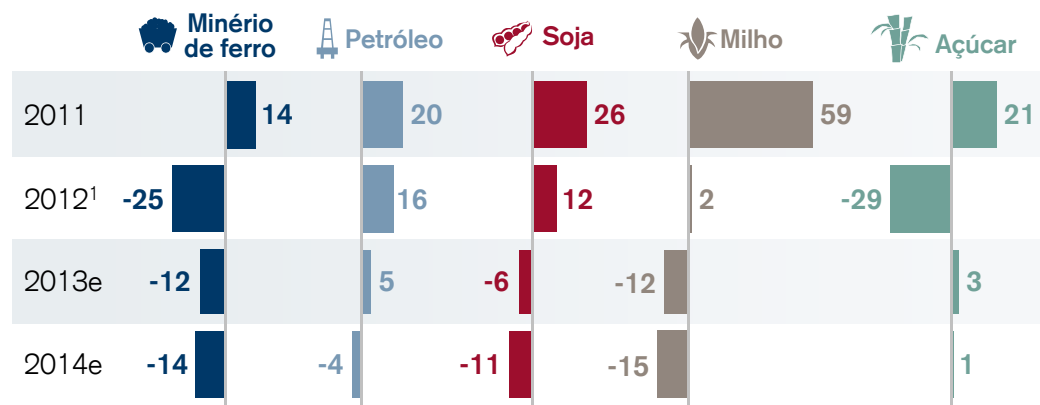
Recuo dos preços de exportação em 2013

- As cotações no fim de novembro das principais commodities exportadas pelo País (e.g., minério de ferro, soja e açúcar) são inferiores à média de 2012. O nosso cenário assume redução dos preços de algumas das principais commodities agropecuárias e do minério de ferro em 2013 e 2014. Nosso índice aponta recuo dos preços de exportação do País de 1,0% em 2013 e de 1,5% em 2014.

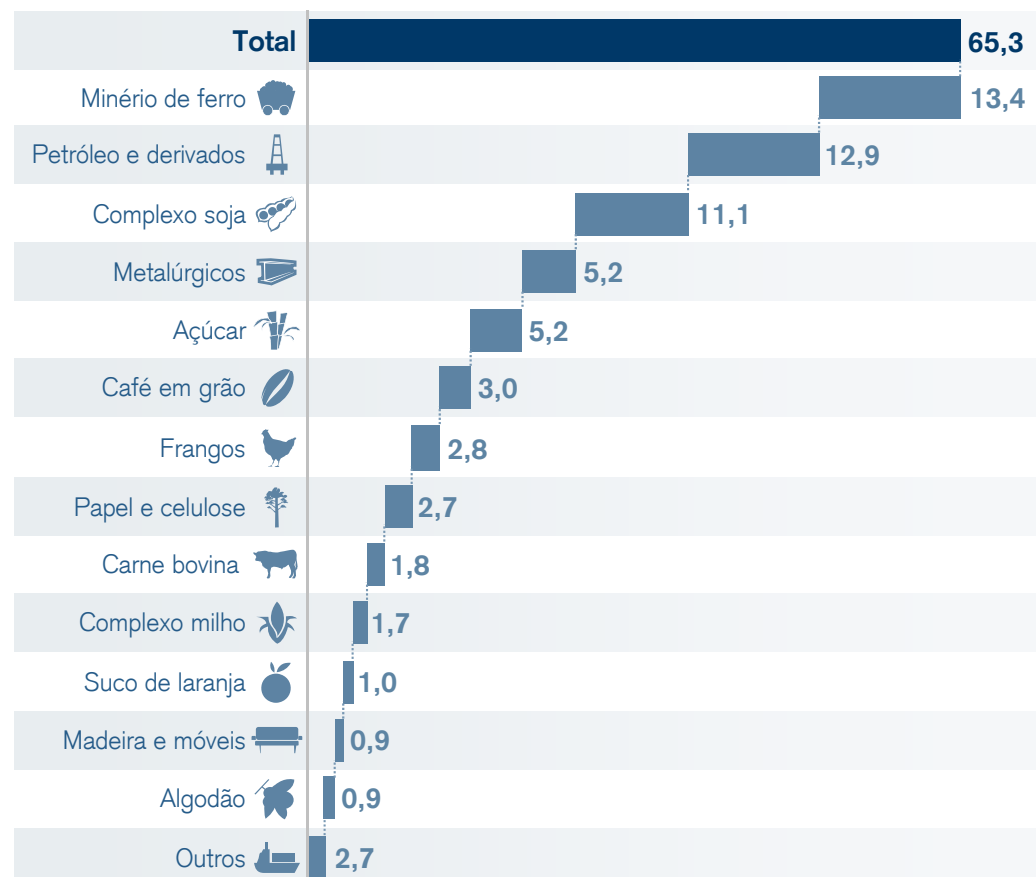
Preços de exportação
(número índice, base = 2006)



Preços dos principais produtos exportados²
(%, ante o mesmo período do ano anterior)



Composição do índice de commodities exportadas
(% do total exportado³)



¹ Acumulado no ano até outubro ² Projeções do Credit Suisse

Fonte: MDIC, FUNCEX, Credit Suisse

³ Acumulado em 12 meses até outubro

Câmbio mais depreciado atenuará alta do quantum importado

- A quantidade importada aumentará em 2013 e 2014 por conta, principalmente, da aceleração da demanda doméstica. A depreciação cambial, o aumento das tarifas de importação e eventuais barreiras quantitativas evitarão uma alta mais expressiva das importações.
- Nossos modelos estimam que uma depreciação cambial de 10%, tudo o mais constante, reduz as importações de 2,1% a 4,7% após três trimestres.

Crescimento do quantum importado (%, acumulado em 4 trimestres)



Fonte: MDIC, FUNCEX, Credit Suisse

Alta do imposto sobre importados afetou 3,8% da pauta

- A alta da alíquota do imposto de importação de 100 produtos em outubro de 2012 e de outros 100 itens, provavelmente até o 1T13, contribuirá para conter o aumento mais significativo das importações em 2013 e 2014.
- Os 100 produtos já afetados pela medida representam 3,8% da pauta de importações. O superávit comercial nesses produtos recuou muito nos últimos anos.

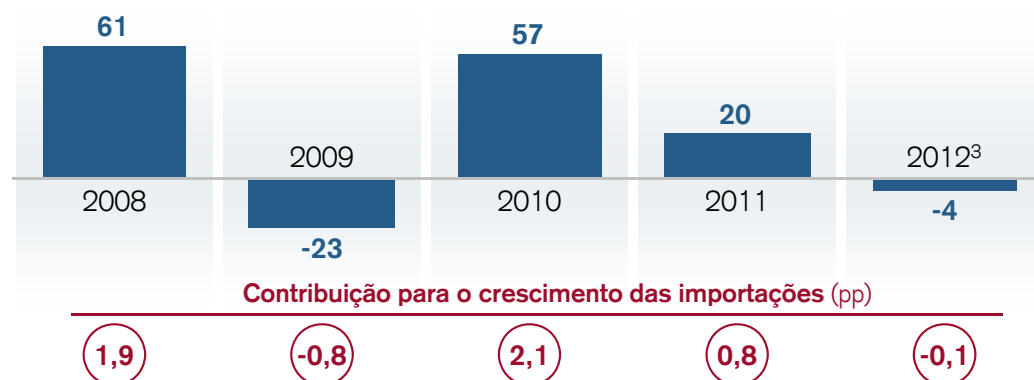
Setores que tiveram produtos afetados pela alta da alíquota do imposto de importações (%)

	Peso ¹	Alíquota média ²
Borracha e material plástico	40,4	18,4
Máquinas, aparelhos e equipamentos	23,3	20,4
Metalurgia	17,1	22,3
Produtos químicos	4,0	17,3
Produtos têxteis	4,0	25,0
Celulose, papel e produtos de papel	4,0	23,6
Produtos minerais não metálicos	2,6	20,7
Couros e suas obras	1,0	25,0
Coque de produtos derivados do petróleo	0,7	25,0
Outros equipamentos de transporte	0,1	14,0
Demais produtos	2,8	24,6
Total	100,0	20,3

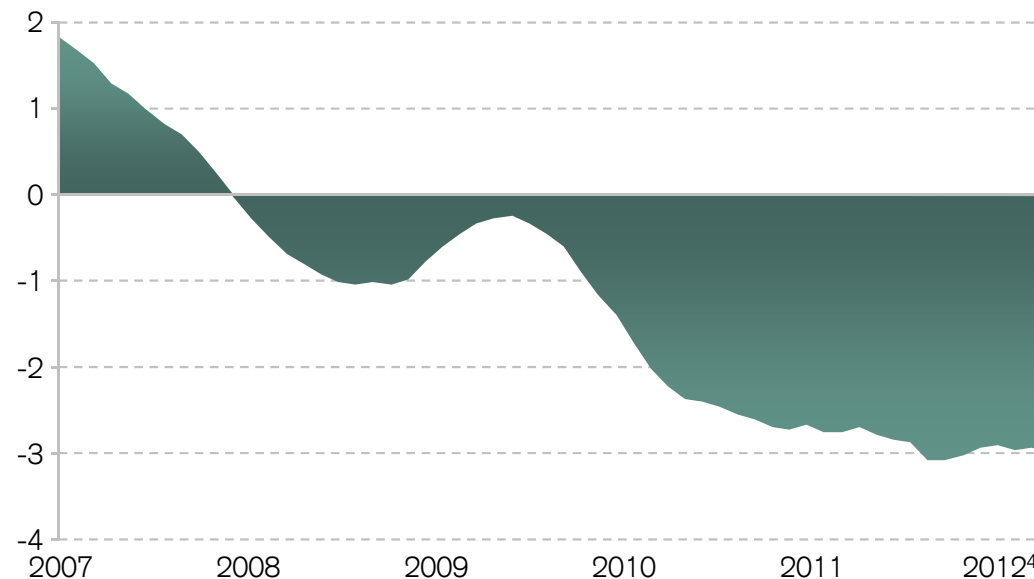
¹ No grupo dos 100 produtos afetados pela medida.

² Após a alta das alíquotas.

Importação dos 100 produtos afetados pela medida (% , ante o mesmo período do ano anterior)



Saldo comercial dos 100 produtos afetados pela medida (US\$ bilhões, acumulado em 12 meses)



³ Acumulado no ano até outubro

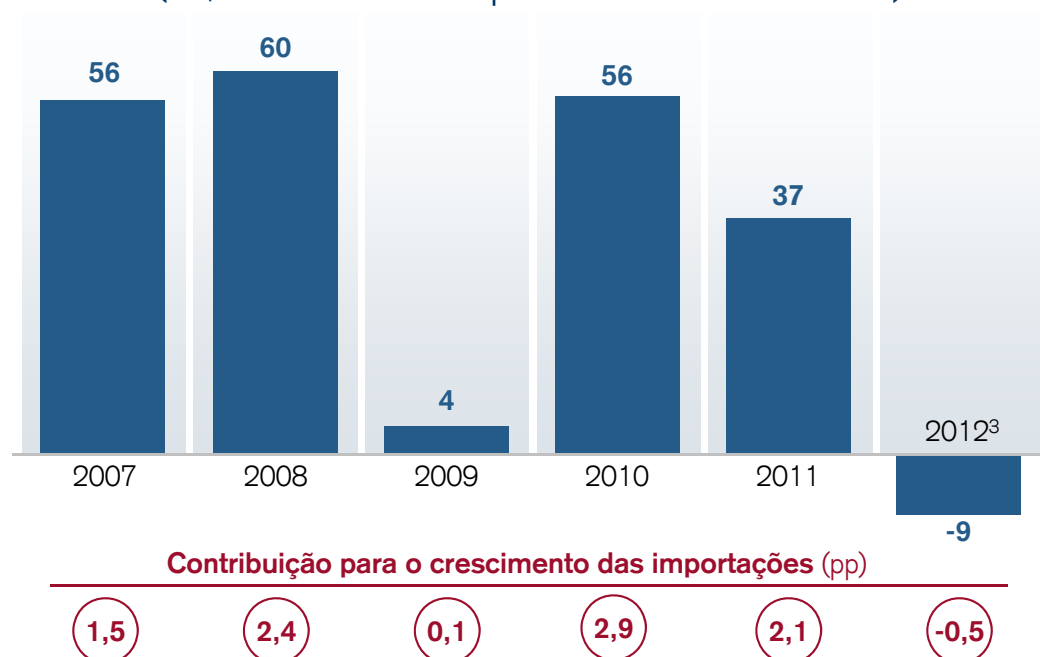
⁴ Até outubro

Fonte: MDIC, Credit Suisse

Peso de veículos importados nas vendas diminuirá em 2013

- O recuo das importações em 2012 deveu-se, em parte, à redução das importações de veículos por conta da alta das alíquotas de IPI¹ para veículos importados de 30 pp em dezembro de 2011. Os veículos explicaram 0,5 pp do recuo de 0,9% das importações no acumulado do ano até outubro.
- Dado o peso de 5,9% do setor nas importações, o novo regime automotivo, que vigorará de 2013 a 2017, contribuirá para conter a expansão mais significativa das importações nos próximos anos. As importações de veículos permanecerão relativamente estáveis, enquanto a participação de importados nas vendas continuará recuando em 2013.

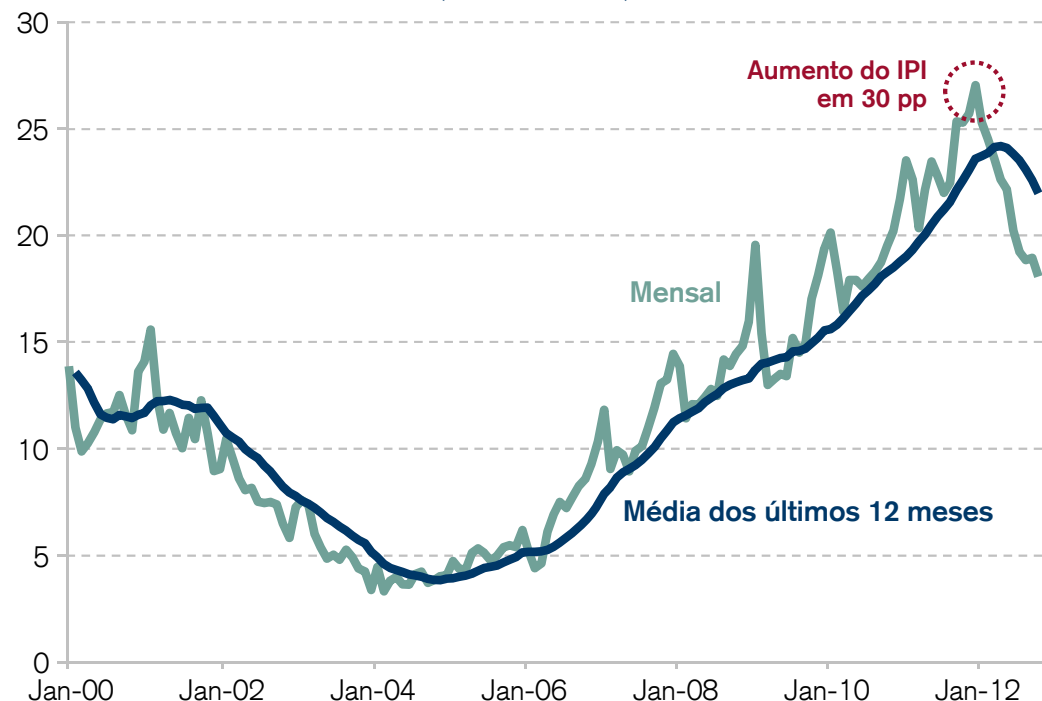
Crescimento das importações de veículos²
(%, ante o mesmo período do ano anterior)



¹ Imposto sobre produtos industrializados. ² Veículos afetados pelo aumento do IPI, de acordo com os códigos NCM divulgados no decreto presidencial 7567.

Fonte: MDIC, Anfavea, Credit Suisse

Vendas de veículos importados
(% no total)

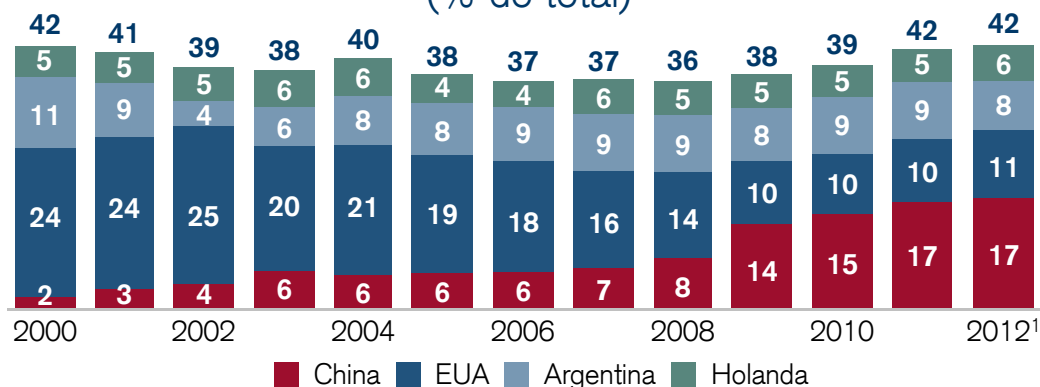


³ Acumulado no ano até outubro.

Exportações para a Argentina diminuíram 20% em 2012

- A redução das exportações de 4,6% em 2012 até outubro foi disseminada, com o declínio de 20% para a Argentina (terceiro maior destino das exportações) sendo o mais marcante. A participação da Argentina nas exportações recuou de 11% em 2000 para 9% em 2011 e 8% em 2012¹. O aumento das barreiras às importações pela Argentina e a desaceleração do seu PIB explicaram parte expressiva desse recuo.
- A possível adoção de novas barreiras de importação mantém o risco de a Argentina contribuir negativamente para as exportações do Brasil também em 2013.

Exportações – principais países
(% do total)



¹ Acumulado em 12 meses até outubro.

Exportações para os principais destinos (% da pauta exportada para cada país)

País	Produtos	2000	2012 ¹	Crescimento em 2012 ² (%)
China	Minério de ferro	25	37	-5,2
	Complexo soja	34	33	
	Petróleo	3	11	
	Papel e celulose	6	3	
	Produtos siderúrgicos e metalúrgicos	4	2	
	Demais	28	15	
EUA	Petróleo e derivados	4	24	10,6
	Produtos siderúrgicos e metalúrgicos	10	14	
	Produtos químicos	4	5	
	Papel e celulose	4	4	
	Aeronaves	15	3	
	Demais	63	51	
Argentina	Veículos e partes	20	39	-20,0
	Siderúrgicos e metalúrgicos	5	6	
	Minério de ferro	2	5	
	Petróleo e derivados	1	1	
	Terminais telefônicos e partes	0	1	
	Demais	72	50	
Holanda	Complexo soja	38	16	8,2
	Petróleo e derivados	0	16	
	Minério de ferro	1	10	
	Papel e celulose	0	6	
	Siderúrgicos e metalúrgicos	4	6	
	Demais	57	46	

Fonte: MDIC, Credit Suisse

² Acumulado no ano até outubro.

Menor expansão da China reduziria o superávit comercial do Brasil

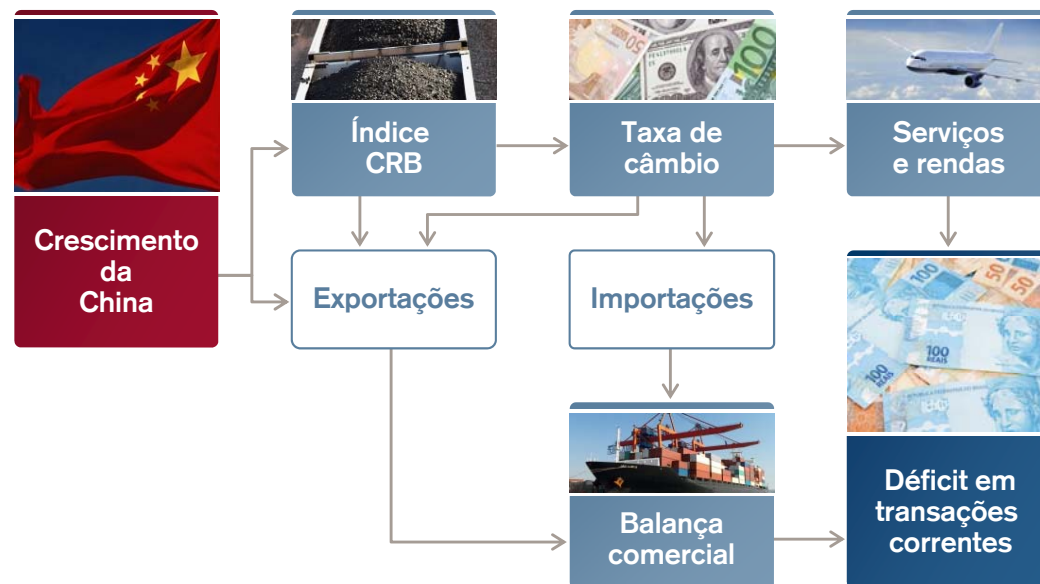
- Um eventual menor crescimento do PIB da China diminuiria o superávit comercial do Brasil, devido à menor demanda pelas exportações do País e à diminuição dos preços de commodities exportadas.
- Nossas simulações para 2013, que incluem efeitos de segunda ordem dos impactos sobre a taxa de câmbio e as demais despesas de transações correntes, sugerem que:
 - ⇒ Um crescimento da China de 6,0% reduziria o CRB em 9,7% e aumentaria o déficit em transações correntes para US\$ 66 bilhões, ante nosso cenário de déficit de US\$ 62 bilhões.
 - ⇒ Um crescimento da China de 9,0% aumentaria o CRB em 8,6% e reduziria o déficit em transações correntes para US\$ 57 bilhões.

Cenários para o crescimento da China e impacto sobre o déficit em transações correntes de 2013

	PIB da China	CRB	Taxa de câmbio	Balança comercial	Serviços e rendas	Transações correntes
	(%, ante o ano anterior)		(R\$/US\$)		(US\$ bilhões)	
 Cenário adverso	6,0	-9,7	2,25	12	-80	-66
 Cenário-base	7,5	-1,1	2,10	18	-83	-62
 Cenário positivo	9,0	8,6	1,97	26	-86	-57

Para a elaboração das nossas estimativas, usamos modelos VARs estruturais com dados trimestrais. O número de defasagens foi selecionado pelo critério de Schwarz e pelo teste de autocorrelação dos resíduos.

Canais de transmissão do crescimento da China para o déficit em transações correntes do Brasil

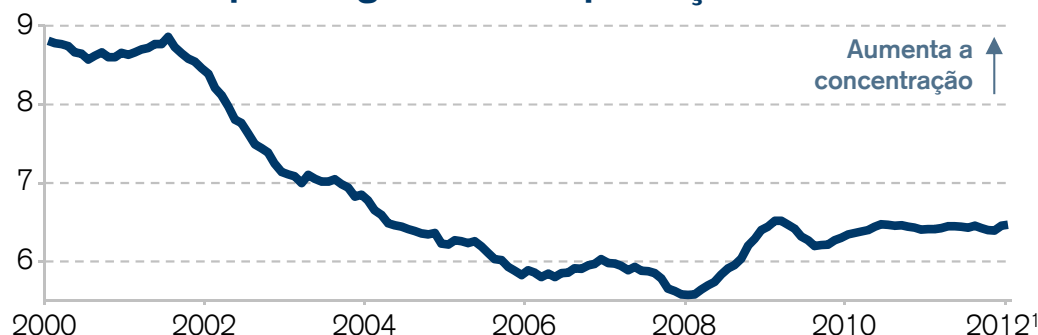


Fonte: Banco Central, The BLOOMBERG PROFESSIONAL™ Service, Credit Suisse

China superou os EUA como o maior exportador para o Brasil

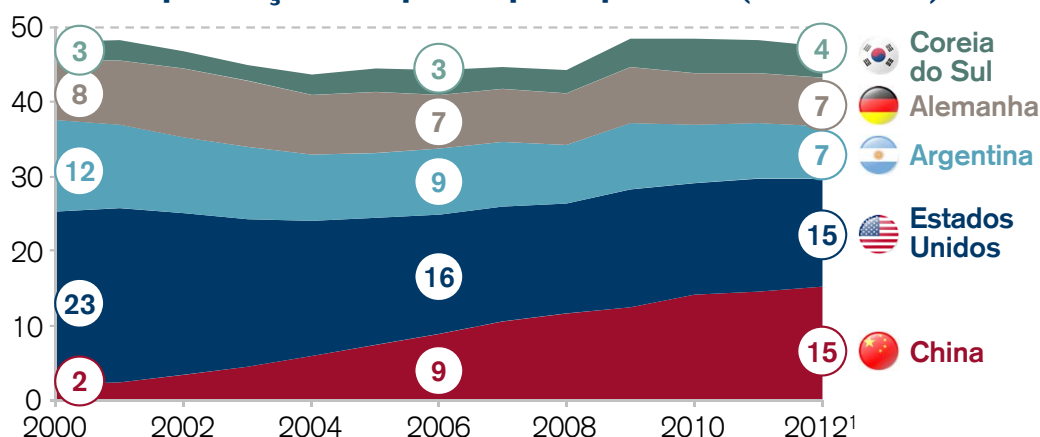
- A China respondeu por 15,2% das importações do Brasil em 2012¹, frente aos 2,2% em 2000. As importações vindas dos EUA diminuíram de 23,3% para 14,7% no período.
- A pauta de importações tornou-se menos concentrada em relação às origens, apesar do forte crescimento desde 2000 das importações vindas dos países da Ásia.

**Índice de concentração²
por origem das importações**



² O índice de Herfindahl-Hirschman (HH) é determinado pela soma dos quadrados da participação de cada país na pauta de exportações.

Importações – principais países (% do total)



**Principais produtos importados da China e dos EUA
(% do total)**

	2000	2005	2012 ¹
China			
Microprocessadores e aparelhos e partes de rádio e TV	22,4	37,2	17,3
Produtos químicos	14,0	9,4	6,6
Terminais telefônicos e partes	1,6	5,1	5,9
Siderúrgicos e metalúrgicos	2,1	2,5	5,3
Máquinas e aparelhos de processamento de dados	4,1	4,2	4,7
Circuitos integrados eletrônicos	3,6	8,0	4,6
Motores, geradores e transformadores elétricos	4,4	5,3	4,2
Combustíveis	6,1	3,5	0,4
Demais	41,6	25,0	50,8
Estados Unidos			
Combustíveis	2,8	7,7	18,5
Produtos químicos	12,0	15,0	11,7
Siderúrgicos e metalúrgicos	1,5	2,2	2,3
Motores, geradores e transformadores elétricos	2,7	1,6	1,9
Microprocessadores e aparelhos e partes de rádio e TV	13,7	4,5	1,8
Circuitos integrados eletrônicos	13,1	4,5	1,5
Máquinas e aparelhos de processamento de dados	5,0	2,7	1,5
Terminais telefônicos e partes	5,1	1,9	1,2
Demais	44,0	60,0	59,6

Fonte: MDIC, Credit Suisse

¹ Acumulado em 12 meses até outubro

Vários países adotaram mais medidas protecionistas do que o Brasil

- O Brasil não está entre os países que mais impuseram medidas protecionistas desde o fim de 2008, quando se adota o ranking baseado no número de medidas protecionistas menos o de medidas liberalizantes ao comércio exterior.
- Os setores de máquinas e equipamentos, alimentos e produtos químicos foram os que tiveram o maior número de medidas protecionistas no Brasil.

Medidas protecionistas por setor

(% do total, de novembro de 2008 a junho de 2012)

Brasil 		Mundo 	
Máquinas e equipamentos	15	Alimentos	18
Alimentos	12	Máquinas e equipamentos	18
Químicos	11	Têxteis e vestuário	12
Têxteis e vestuário	9	Produtos agrícolas	8
Equipamentos de transportes	5	Produtos químicos	7
Couro e seus derivados	5	Equipamentos de transportes	7
Metais e seus produtos	5	Serviços financeiros	7
Vidro e derivados	5	Metais	7
Demais	35	Demais	17

Número de medidas protecionistas (novembro de 2008 a novembro de 2012)

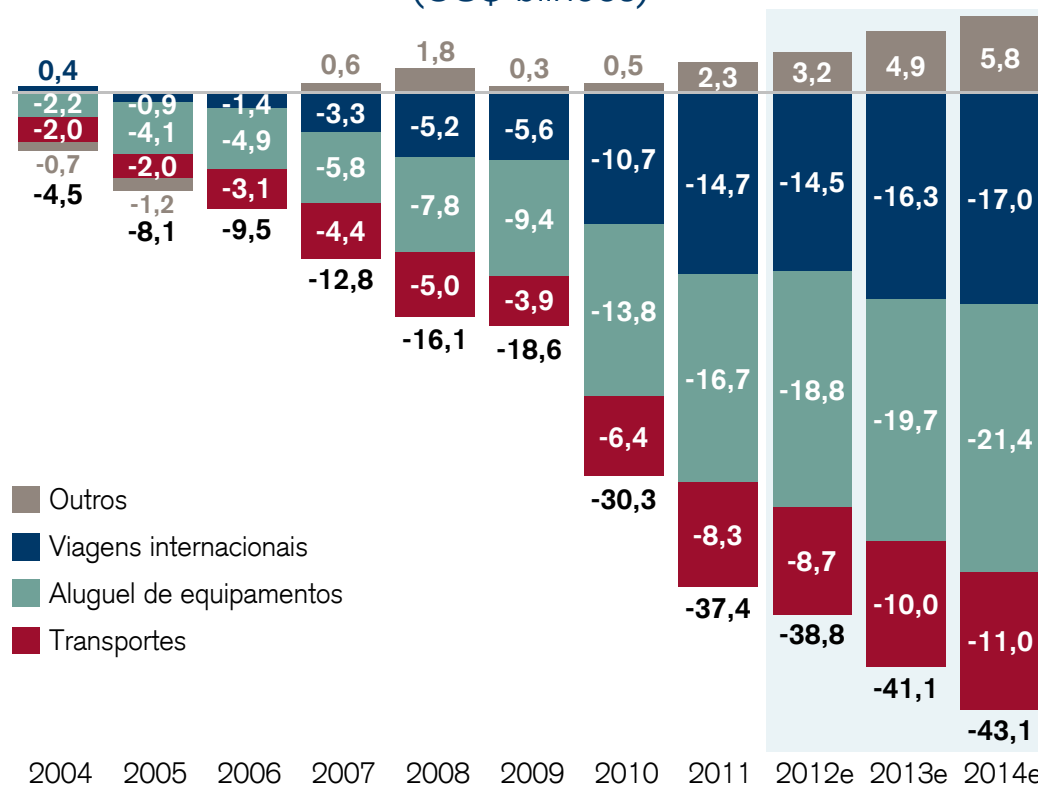
	Protecionistas	- liberalizantes	= saldo líquido
1  Argentina	184	15	169
2  Rússia	214	73	141
3  EUA	132	25	107
4  Reino Unido	110	29	81
5  China	114	39	75
6  Alemanha	105	31	74
7  França	101	27	74
8  Itália	93	27	66
9  Indonésia	77	13	64
10  Espanha	88	27	61
11  Índia	125	69	56
12  Holanda	82	27	55
13  Irlanda	81	27	54
14  Hungria	81	27	54
15  Polônia	83	30	53
16  Áustria	82	29	53
17  Bélgica	80	27	53
18  Letônia	79	27	52
19  Grécia	79	27	52
20  Dinamarca	76	27	49
21  Portugal	76	27	49
22  Suécia	76	28	48
23  Brasil	111	66	45
24  Turquia	47	4	43
25  Canadá	58	17	41
26  Cazaquistão	79	45	34
27  Japão	31	5	26
28  Bielorrússia	76	53	23
29  Coreia do Sul	36	16	20
30  África do Sul	43	24	19

Fonte: Global Trade Alert (OMC), Credit Suisse

Despesas com serviços aumentarão para US\$ 41 bilhões em 2013

- As despesas líquidas com serviços aumentarão de US\$ 39 bilhões em 2012 para US\$ 41 bilhões em 2013 e US\$ 43 bilhões em 2014. Apesar do maior crescimento do PIB, as despesas de serviços aumentarão pouco em 2013, por conta da menor alta das despesas com viagens internacionais, dada a depreciação cambial, e da reduzida elevação das despesas com aluguel de equipamentos. O setor de petróleo alugará um menor número adicional de sondas de perfuração, que respondem por 40% das despesas de aluguel de equipamentos.

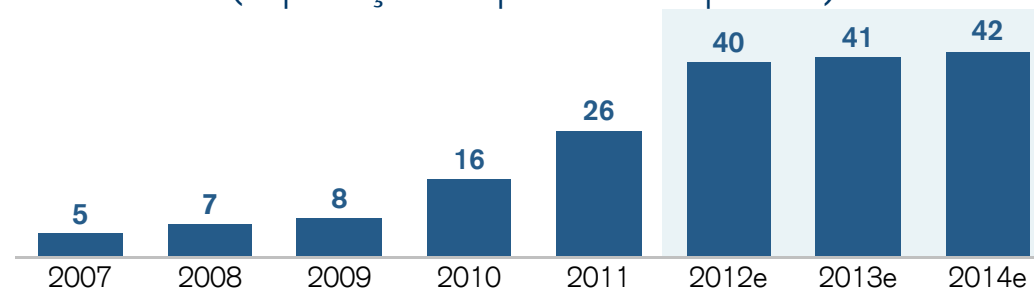
Conta de serviços
(US\$ bilhões)



Principais determinantes da balança de serviços



Número de sondas de perfuração alugadas¹
(exploração de petróleo no pré-sal)



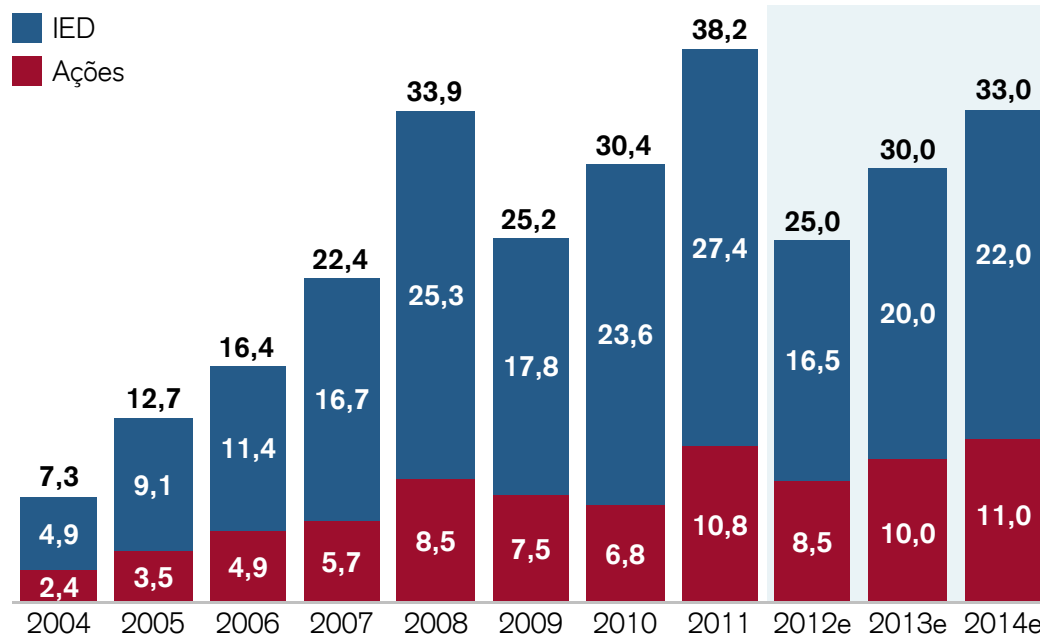
Fonte: Banco Central, Petrobras, Credit Suisse

¹ Pela Petrobras.

Remessas de lucros e dividendos de US\$ 30 bilhões em 2013

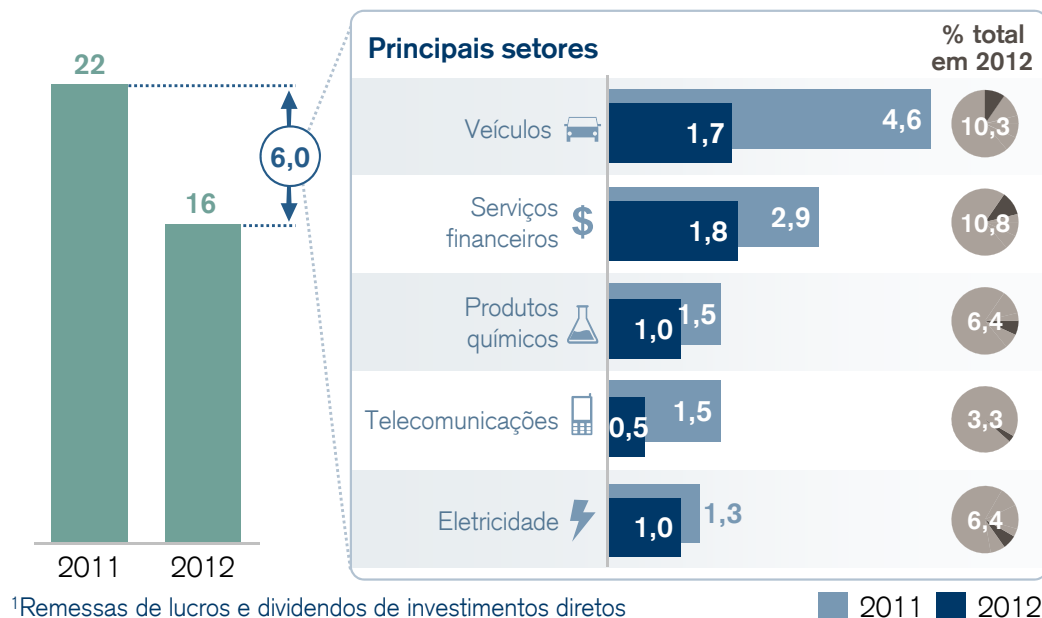
- A menor lucratividade das empresas e a depreciação cambial reduzirão as remessas de lucros e dividendos de US\$ 38 bilhões em 2011 para US\$ 25 bilhões em 2012.
- Essas remessas aumentarão em 2013 devido, principalmente, à maior expansão da atividade. A taxa de câmbio mais depreciada evitará que as remessas em 2013 e 2014 sejam ainda maiores.

Remessas líquidas de lucros e dividendos (US\$ bilhões)



Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Recuo das remessas de lucros e dividendos¹ por setor (US\$ bilhões, acumulado no ano até outubro)



Principais determinantes das remessas de lucros e dividendos

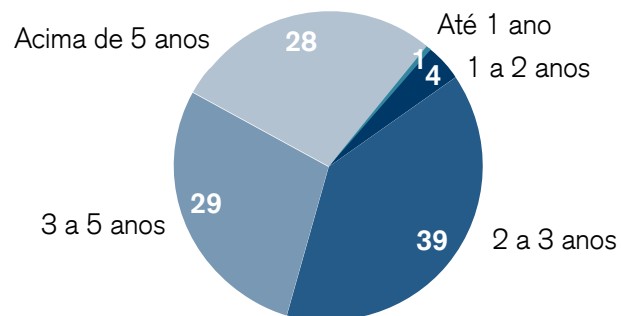


O sinal positivo indica que um aumento no valor da variável contribui para uma elevação das remessas de lucros e dividendos.

Captações externas líquidas aumentarão em 2013 e 2014

- O recuo das captações externas em 2012 deveu-se, sobretudo, à menor expansão da atividade, à extensão do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de 6% às operações com prazo inferior a cinco anos (voltou para inferior a dois anos em junho de 2012) e ao aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros.
- As captações aumentarão nos próximos anos, por conta dos baixos juros no mercado internacional e da elevação do crescimento no País. Porém, o cenário global ainda adverso e a possibilidade de retorno da cobrança de IOF para as operações com prazos de até cinco anos conterão a alta das captações líquidas em 2013 e 2014.

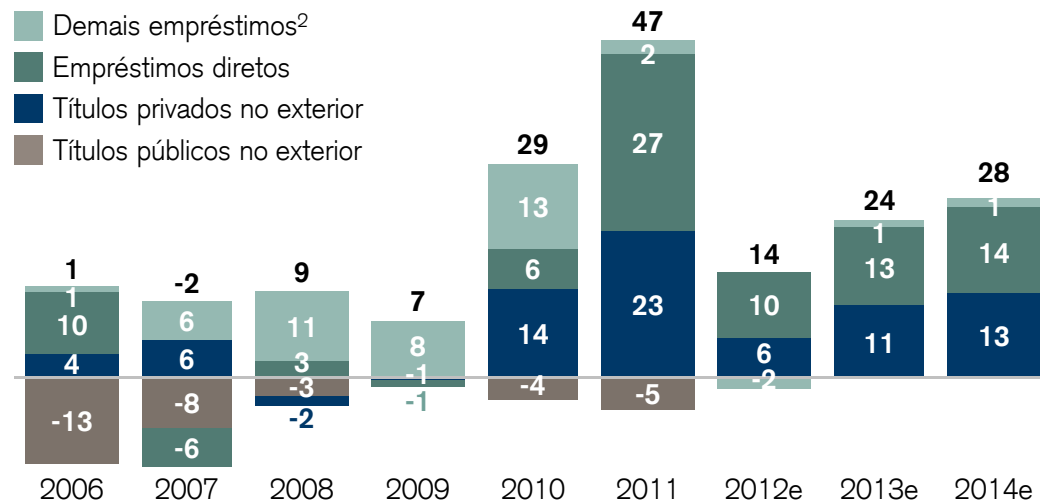
Prazo médio das captações externas¹ (%)



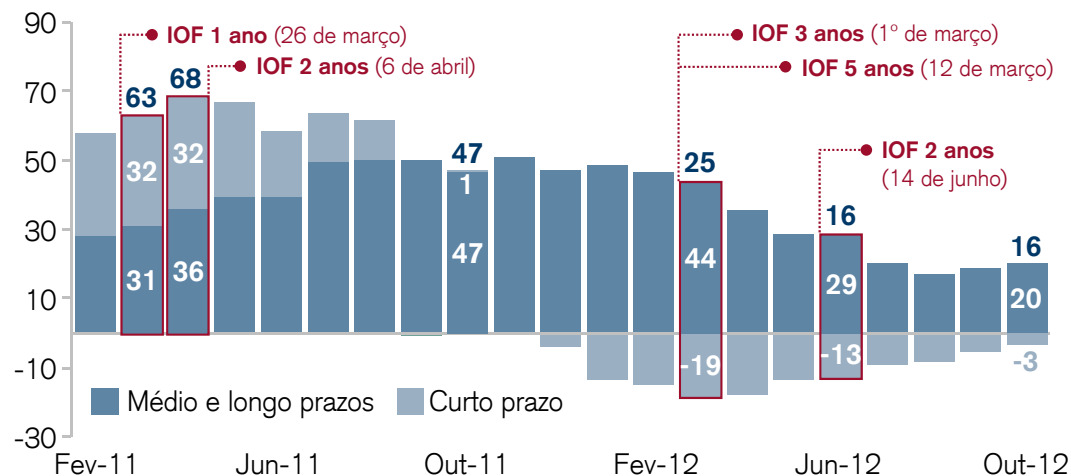
¹ No acumulado de abril de 2011 (após a imposição de IOF de 6% para as operações com prazo inferior a 1 ano em março) a fevereiro de 2012 (último dado divulgado).

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Desembolsos líquidos de médio e longo prazos (US\$ bilhões)



Desembolsos de empréstimos e títulos no exterior (US\$ bilhões, acumulado em 12 meses)

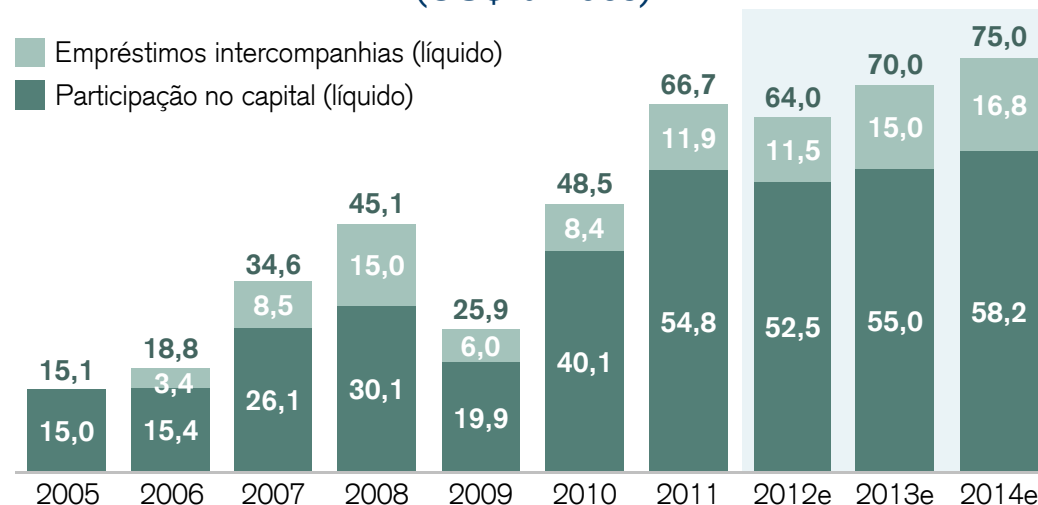


² Inclui créditos de agências, organismos e compradores.

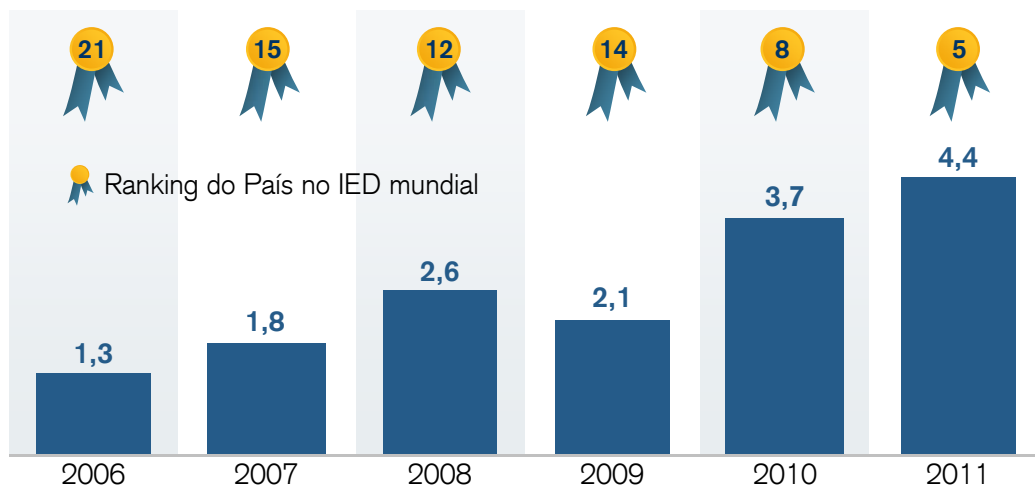
Investimentos estrangeiros diretos de US\$ 70 bilhões em 2013

- Os investimentos estrangeiros diretos (IED) aumentaram de US\$ 64 bilhões em 2012 para US\$ 70 bilhões em 2013 e US\$ 75 bilhões em 2014, em função, principalmente, da perspectiva de maior crescimento e redução do risco global.
- Os investimentos estrangeiros diretos em 2012 foram mais concentrados em operações inferiores a US\$ 1 bilhão, ante 2010 e 2011.
- A participação do País no IED mundial aumentou de 1,3% em 2006 (21ª posição na classificação de destinos) para 4,4% em 2011 (5ª posição).

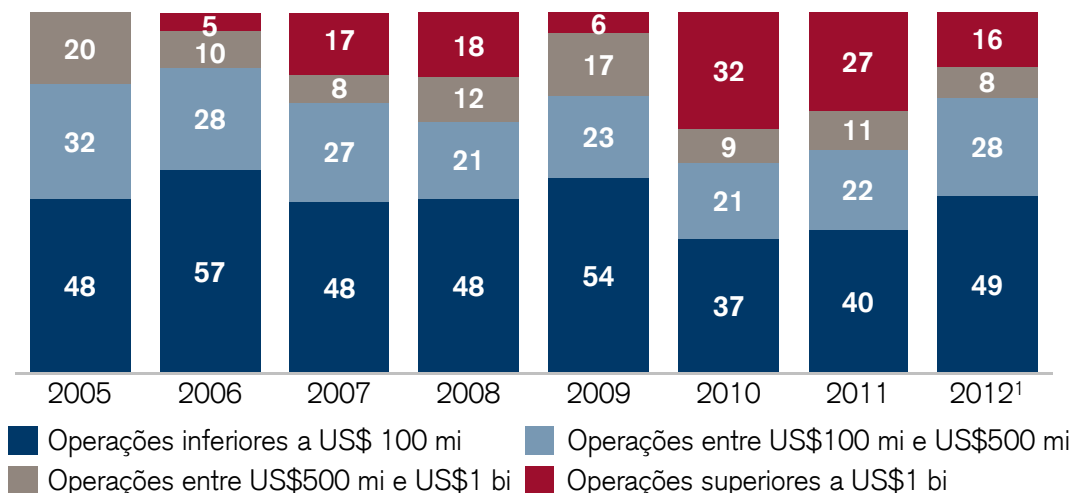
Investimento estrangeiro direto
(US\$ bilhões)



Participação do País no IED mundial (%)



Distribuição do IED por faixa de valor
(% do total)



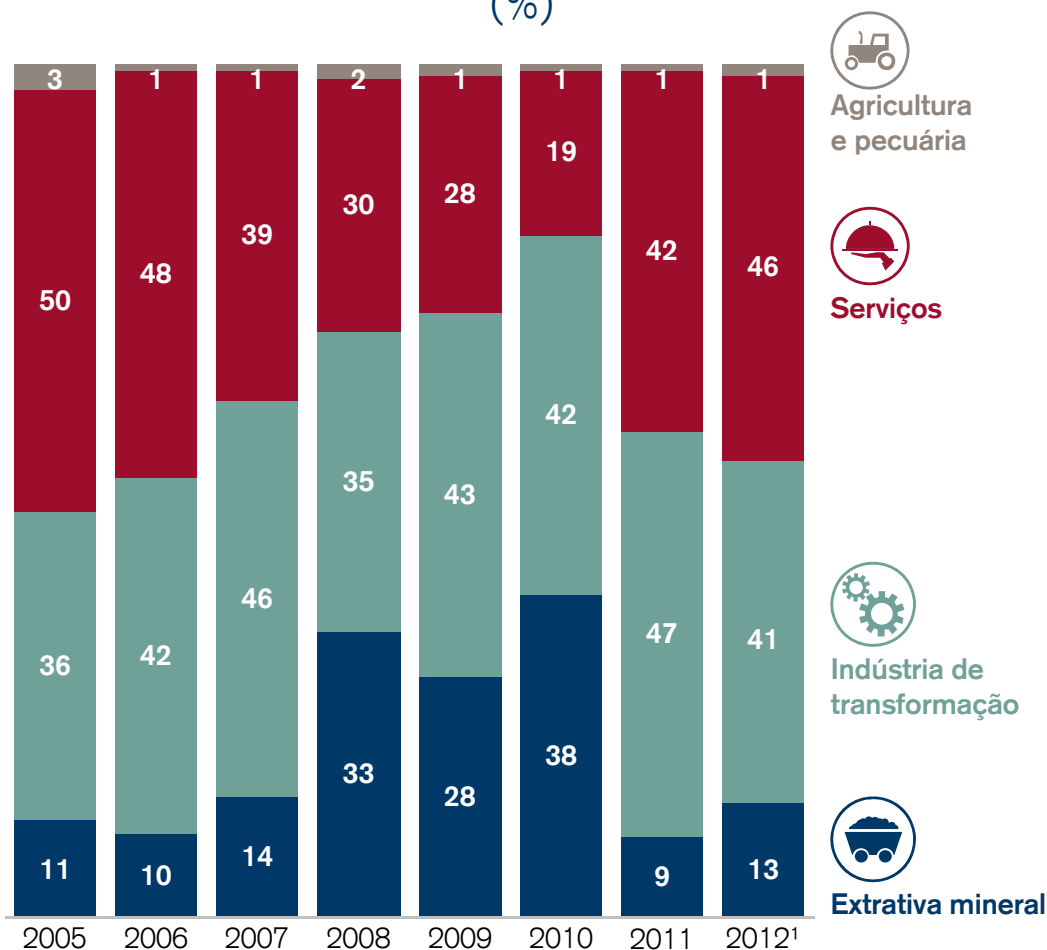
Fonte: Banco Central, Credit Suisse

¹ Acumulado em 12 meses até outubro

Setores voltados para o mercado doméstico concentraram o IED

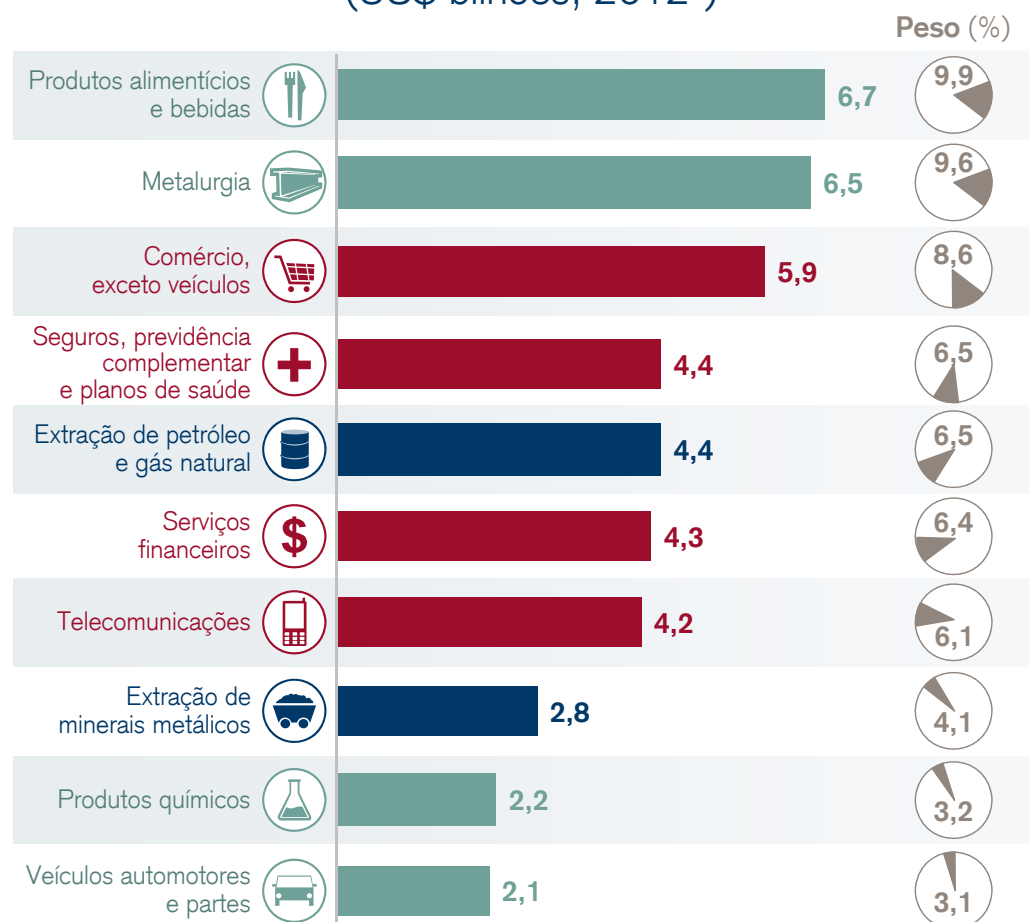
- Os setores com maior investimento estrangeiro direto (IED) têm sido aqueles associados ao mercado doméstico (e.g., produtos alimentícios e bebidas, comércio, seguros, previdência e planos de saúde e serviços financeiros) e às commodities (e.g., metalurgia e extração de petróleo e gás natural).

Investimento estrangeiro direto por setor (%)



¹ Acumulado em 12 meses até outubro

IED por principais segmentos (US\$ bilhões, 2012¹)

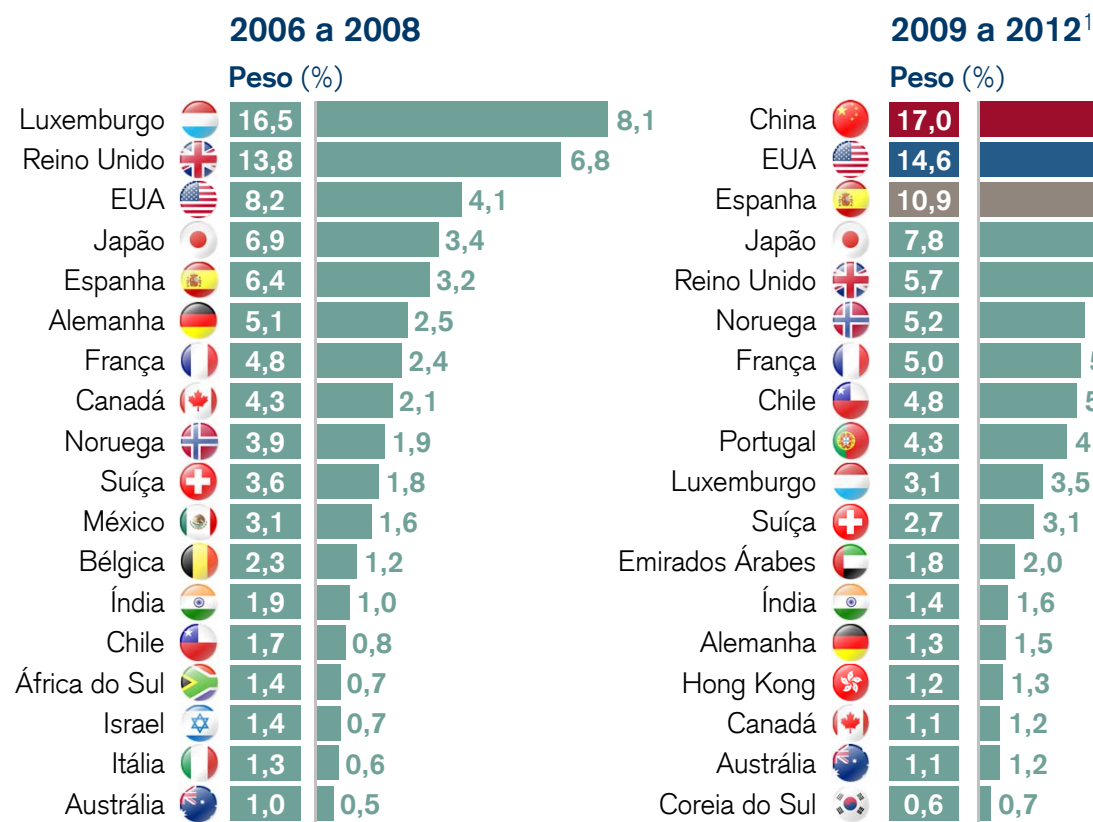


Fonte: Banco Central, Credit Suisse

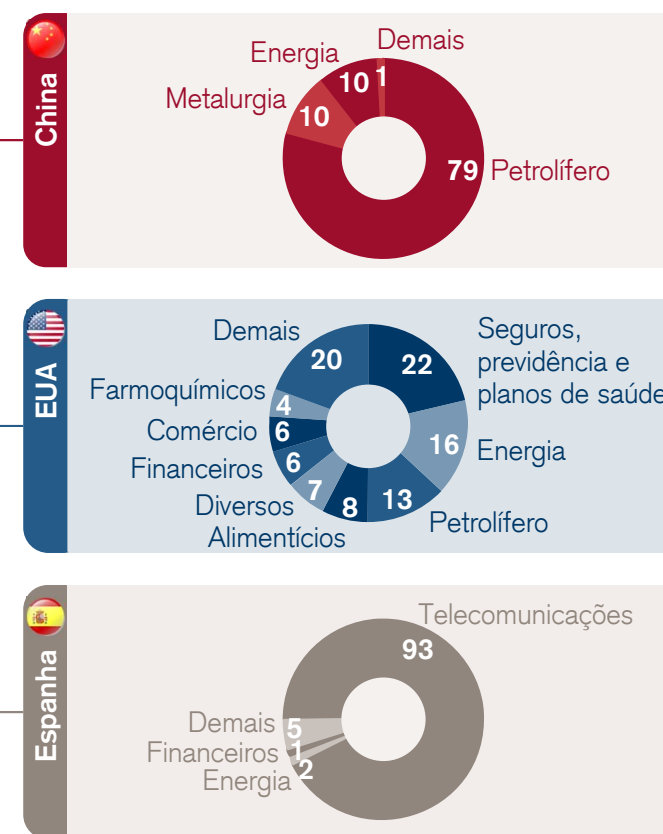
China e EUA lideram as operações de fusões e aquisições no País

- China, EUA e Espanha foram os que mais realizaram operações de fusões e aquisições no Brasil entre 2009 e 2012. As operações provenientes desses países totalizaram US\$ 48 bilhões, 42% do total. A participação da China nas operações era muito baixa até 2009. As fusões e aquisições responderam por 56% do influxo de IED como participação do capital, de US\$ 202 bilhões, de 2009 a 2012.

Fusões e aquisições por país de origem (US\$ bilhões)



Operações por setor (%, 2009 a 2012¹)



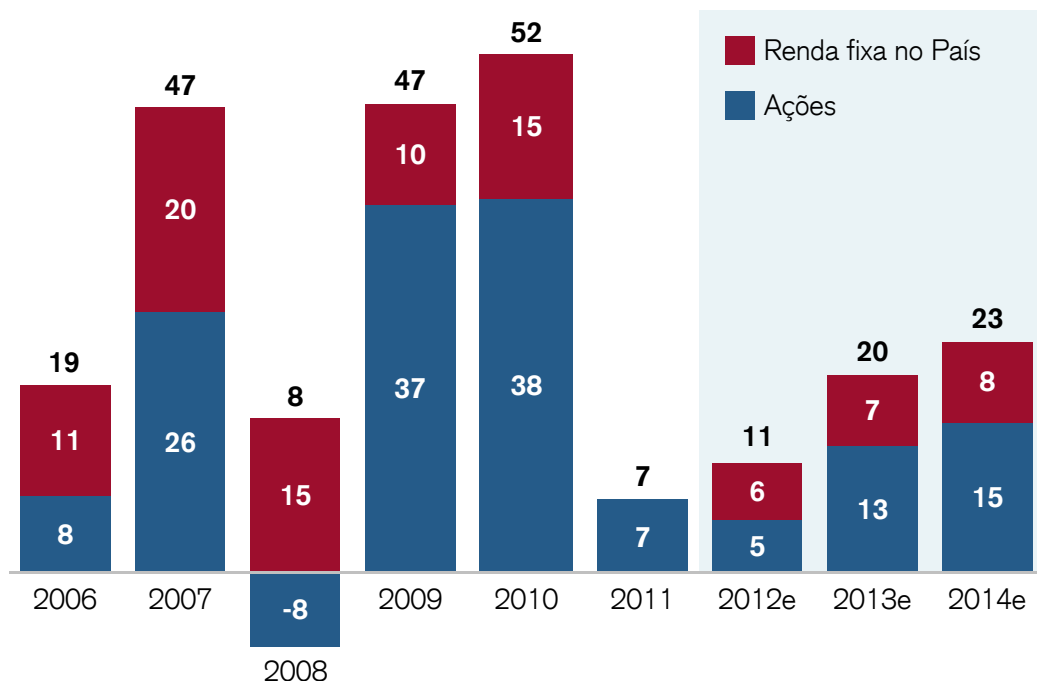
¹ No ano até outubro.

Fonte: Banco Central, The BLOOMBERG PROFESSIONAL™ Service, Credit Suisse

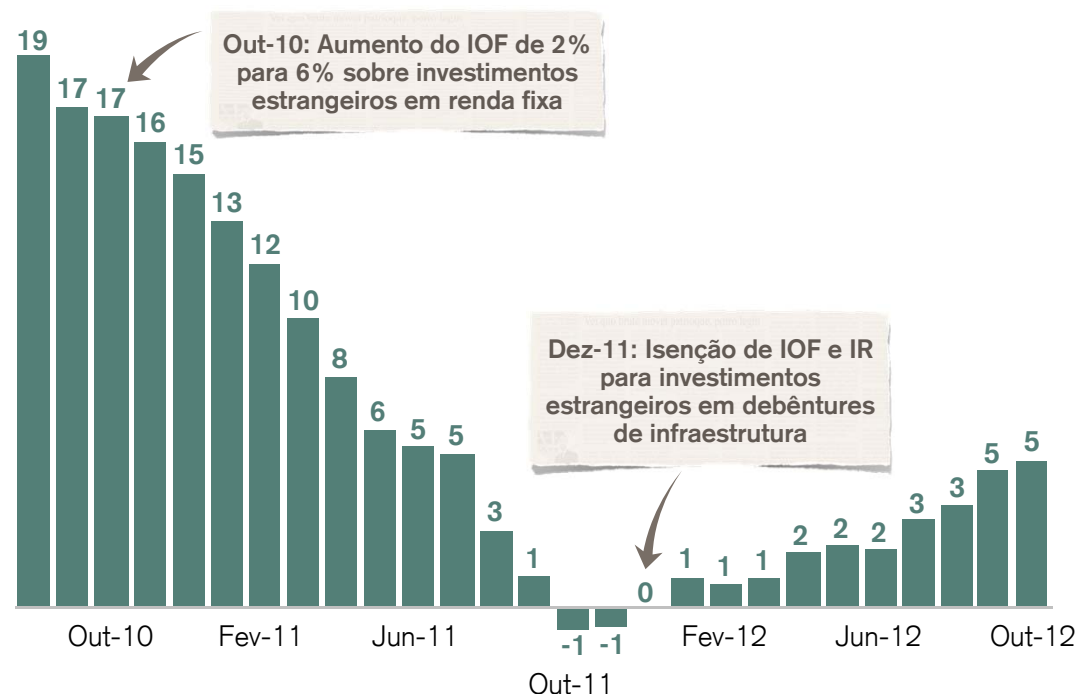
Aumento dos investimentos estrangeiros em carteira em 2013

- O maior crescimento doméstico e a redução dos riscos no cenário internacional contribuirão para elevar os investimentos estrangeiros em ações de US\$ 5 bilhões em 2012 para US\$ 13 bilhões em 2013 e US\$ 15 bilhões em 2014.
- A isenção de IOF e de Imposto de Renda das aplicações de estrangeiros em debêntures de infraestrutura aumentará os investimentos estrangeiros em renda fixa de US\$ 6 bilhões em 2012 para US\$ 7 bilhões em 2013 e US\$ 8 bilhões em 2014. O IOF de 6% sobre os investimentos estrangeiros em renda fixa e a manutenção dos juros baixos impedirão maior alta desses investimentos.

Investimentos estrangeiros em carteira
(US\$ bilhões)



Investimentos estrangeiros em renda fixa no País
(US\$ bilhões, acumulado em 12 meses)



Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Reservas internacionais aumentarão para US\$ 415 bilhões em 2013

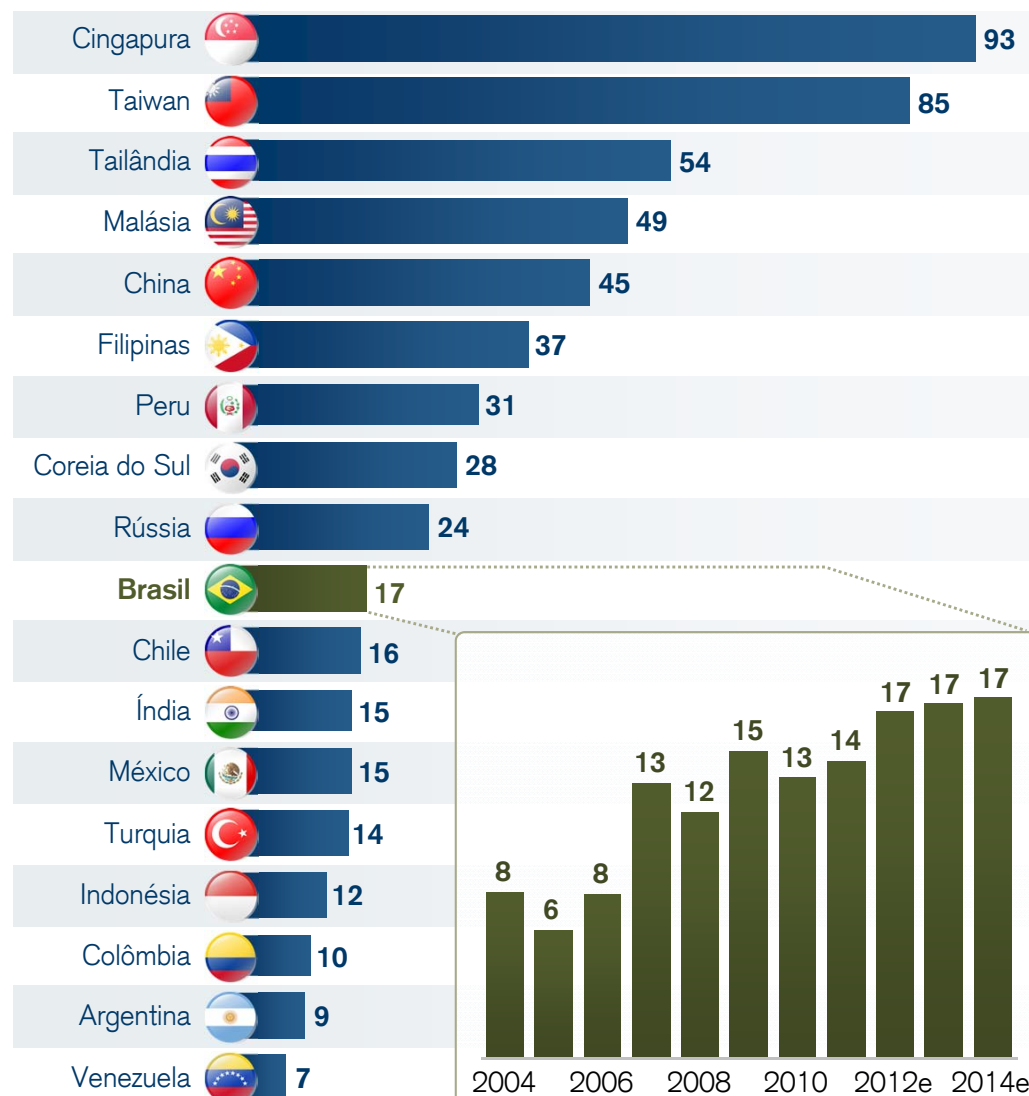
- O maior influxo líquido de divisas pelo balanço de pagamentos aumentará as reservas internacionais do País de US\$ 380 bilhões em 2012 para US\$ 415 bilhões em 2013 e US\$ 455 bilhões em 2014.
- Apesar do aumento nominal dos últimos anos, as reservas do Brasil permanecerão em torno de 17% do PIB até 2014, o que não é alto na comparação com outros emergentes.

Reservas internacionais
(US\$ bilhões)



Fonte: Banco Central, Credit Suisse

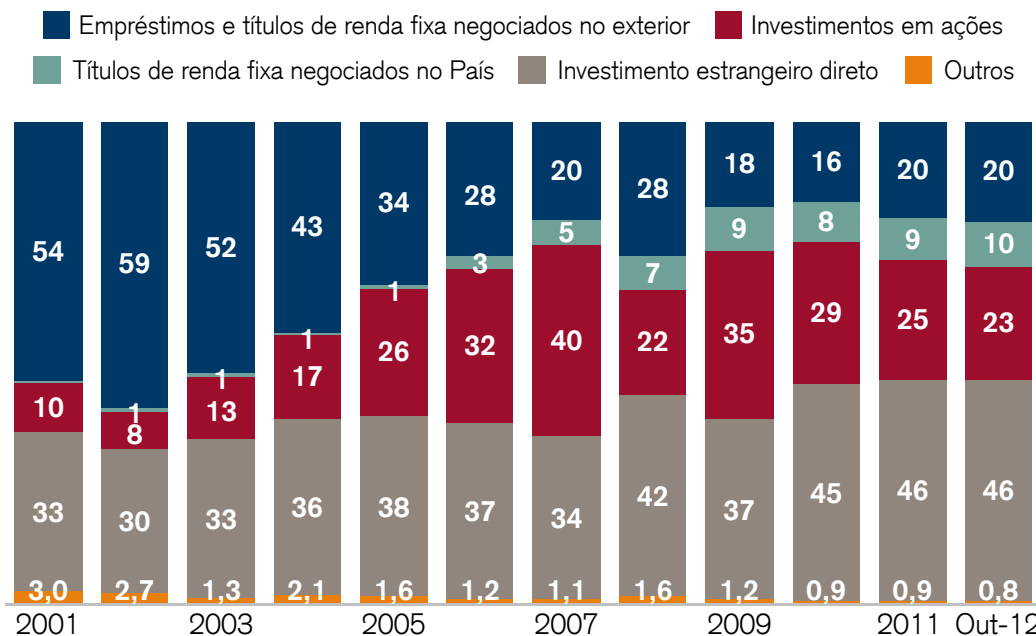
Projeções de reservas internacionais para 2012
(% do PIB)



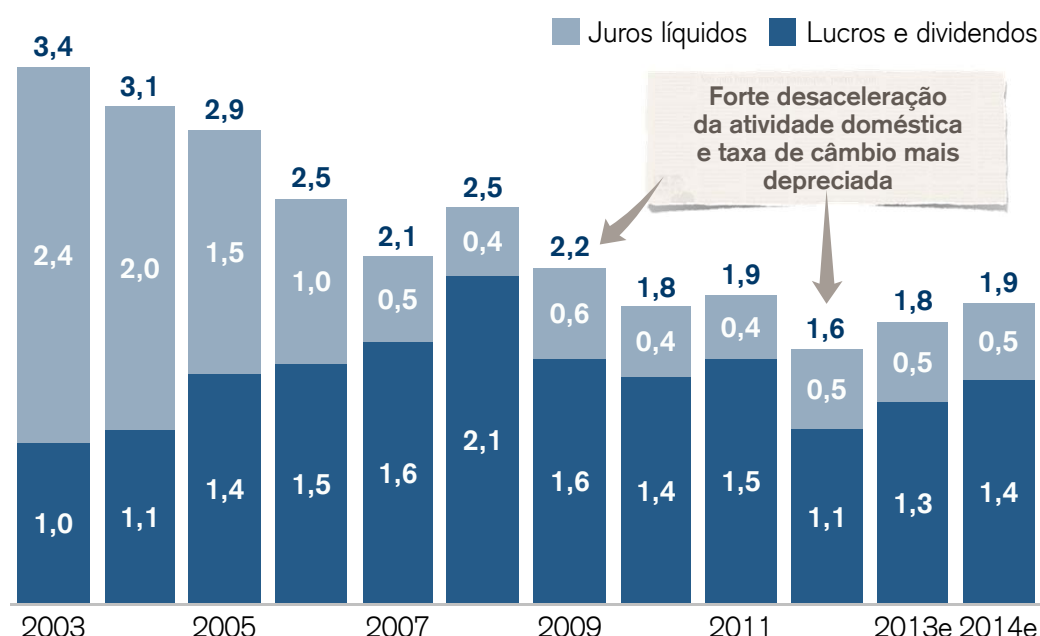
Composição do passivo externo continuará favorável

- A composição do passivo externo do País, com maior participação de IED e investimentos em ações e menor participação dos empréstimos e títulos de renda fixa, reforça o caráter pró-cíclico das transações correntes e diminui o risco associado ao financiamento do balanço de pagamentos. A remessa de lucros e dividendos diminui em um cenário global adverso, de desaceleração doméstica e depreciação cambial. Por outro lado, as despesas com juros não são afetadas pelo ciclo econômico.
- Apesar do aumento dos empréstimos e dos investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa nos últimos anos, o forte recuo das taxas de juros dessas transações contribuirá para manter as despesas líquidas de juros relativamente estáveis em 0,5% do PIB em 2013 e 2014.

Composição do passivo externo
(% do total)



Despesas líquidas com rendas
(% do PIB)



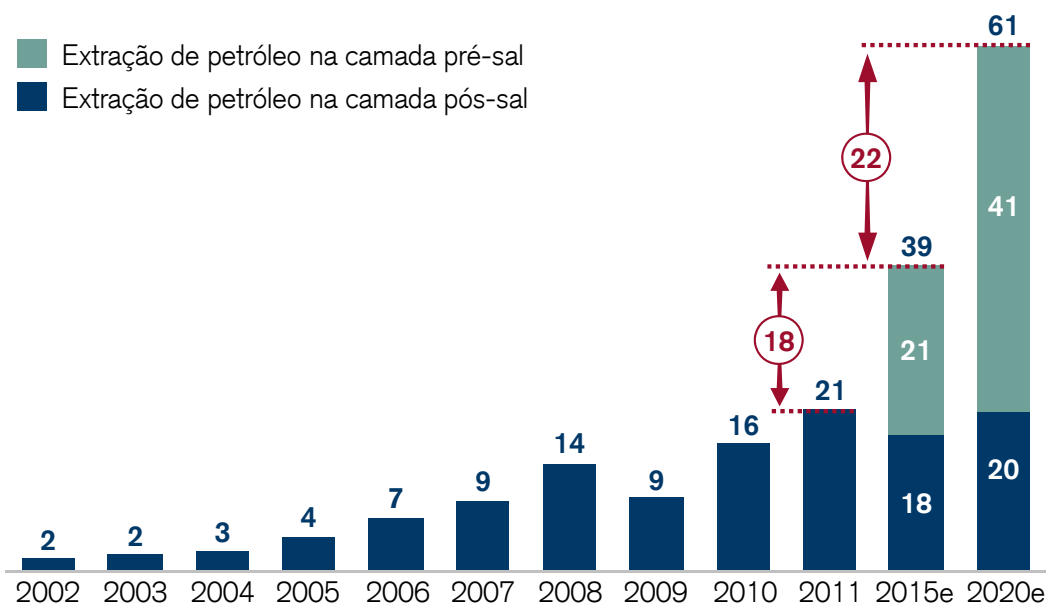
Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Saldo comercial de petróleo crescerá para US\$ 5,0 bilhões em 2015

- Os investimentos no setor de petróleo elevarão as exportações de óleo bruto do Brasil de US\$ 21 bilhões em 2012 para US\$ 39 bilhões em 2015 e US\$ 61 bilhões em 2020.
- O saldo comercial de petróleo e derivados aumentará de um déficit de US\$ 2,4 bilhões em 2012 para um superávit de US\$ 5,0 bilhões em 2015 e de US\$ 20,0 bilhões em 2020.

Exportações de petróleo WTI¹ (US\$ bilhões, US\$ 95/barril em 2013-15 e US\$ 85/barril em 2016-20)

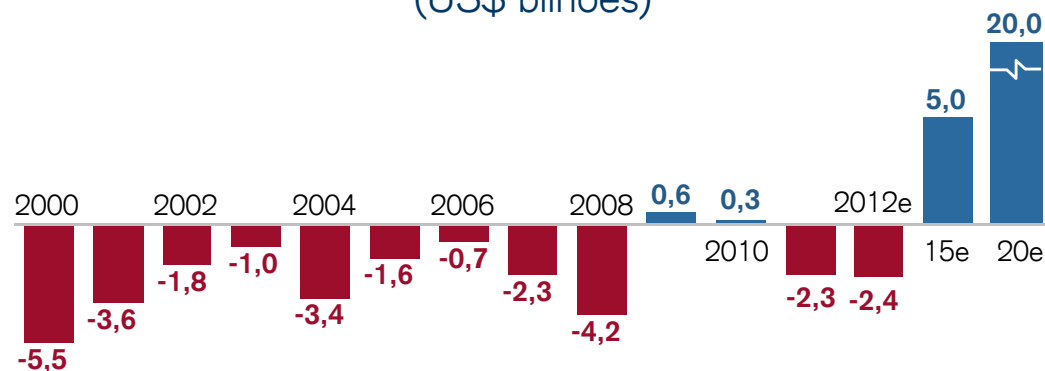
■ Extração de petróleo na camada pré-sal
■ Extração de petróleo na camada pós-sal



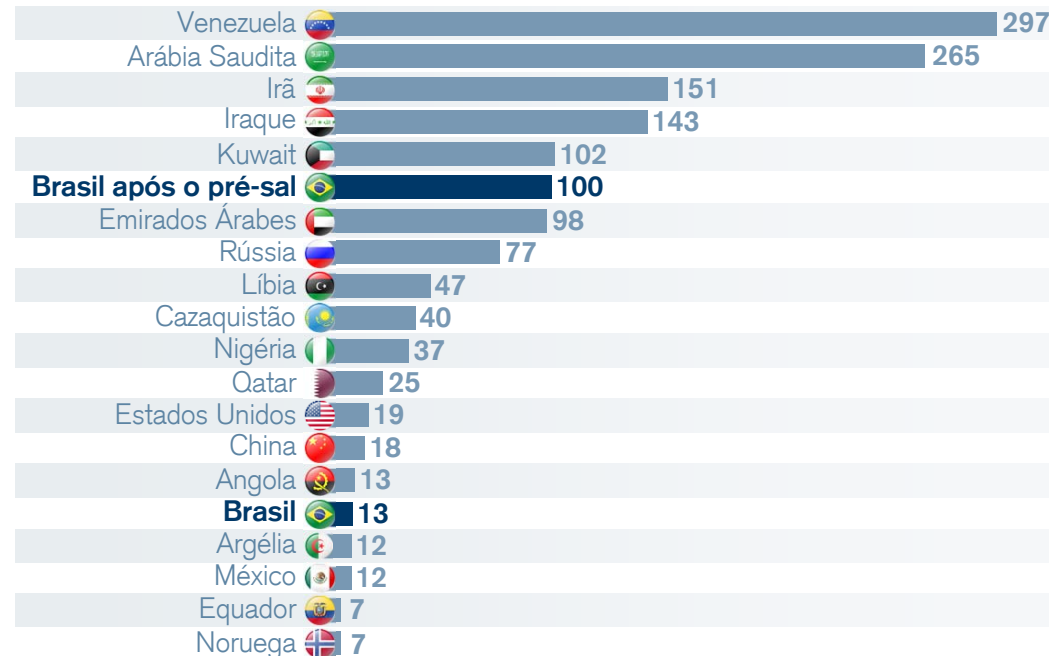
¹ O estudo tem como base a expectativa de produção divulgada pela Petrobras para 2015 e 2020.

Fonte: ANP, Petrobras, OPEC, Credit Suisse

Saldo comercial de petróleo e derivados (US\$ bilhões)



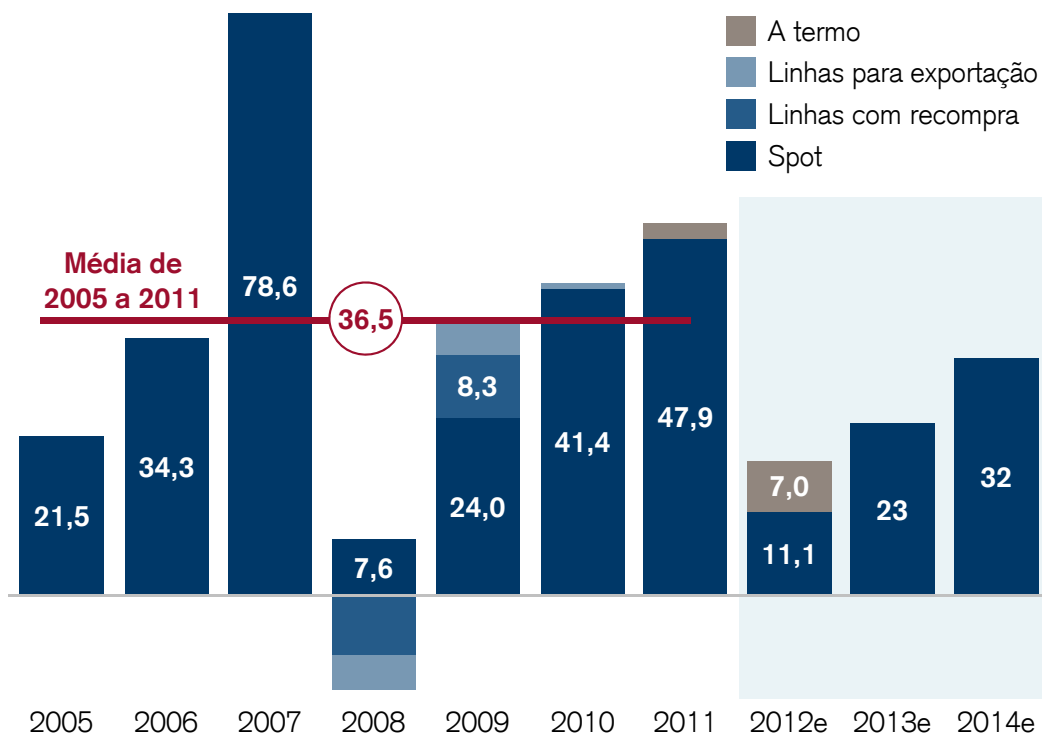
Reservas provadas de petróleo (bilhões de barris)



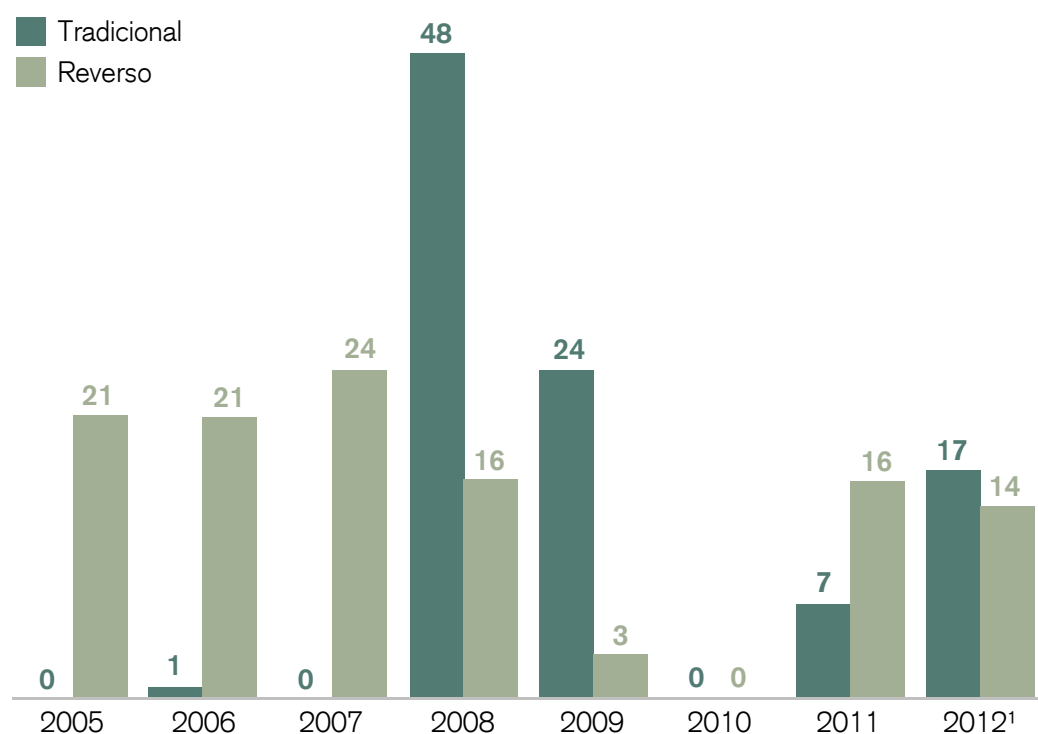
Banco Central aumentará as compras no mercado à vista em 2013

- A aquisição pelo Banco Central de divisas no mercado de câmbio à vista diminuiu de US\$ 48 bilhões em 2011 para US\$ 11 bilhões em 2012, ante a média de US\$ 37 bilhões entre 2005 e 2011, devido ao menor influxo líquido de divisas, em parte decorrente das medidas restritivas impostas. A compra de divisas no mercado à vista aumentará para US\$ 23 bilhões em 2013 e US\$ 32 bilhões em 2014.
- Os leilões de swap cambial reverso, que equivalem à compra de dólares no mercado futuro, recuaram de US\$ 16 bilhões em 2011 para US\$ 14 bilhões em 2012, ante média de US\$ 15 bilhões em 2005-11.

Intervenções do Banco Central no mercado de câmbio (US\$ bilhões)



Leilões de swap cambial pelo Banco Central (US\$ bilhões)



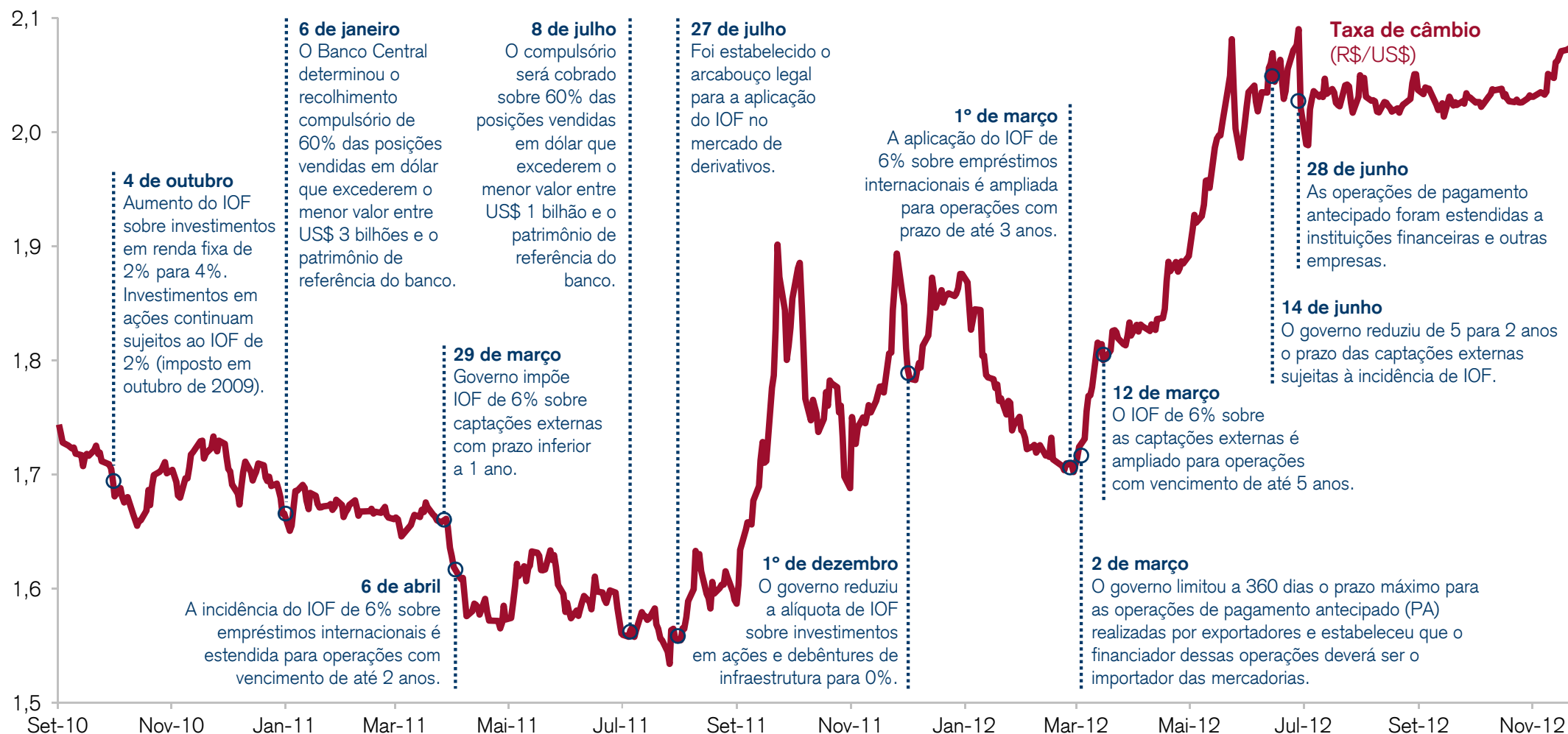
Fonte: Banco Central, Credit Suisse

¹ Acumulado no ano até outubro

Governo promoveu medidas para reduzir influxo de divisas no País

- O governo promoveu diversas medidas para reduzir o ingresso de capitais no País a partir de 2011. O menor influxo líquido de divisas em 2012 foi, em parte, explicado por essas medidas.

Decisões do Governo e do Banco Central com impacto direto sobre o mercado de câmbio



Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Taxa de câmbio de R\$ 2,10/US\$ no fim de 2013

- Os nossos modelos sugerem que o recuo do diferencial de juros doméstico e externo e a diminuição dos preços de commodities explicam parte da depreciação cambial de 2012. Os modelos sugerem que a taxa de câmbio estaria em torno de R\$ 1,90/US\$ no fim de novembro, caso o governo não tivesse adotado medidas restritivas ao ingresso de divisas.
- Esperamos taxa de câmbio de R\$ 2,10/US\$ em 2013 e de R\$ 2,20/US\$ em 2014, apesar do aumento do superávit no balanço de pagamentos. O menor influxo líquido de divisas para o País ante o período entre 2007 e 2011 e o possível aumento das compras no mercado à vista pelo Banco Central explicam a manutenção da taxa de câmbio no patamar atual em 2013 e a ligeira depreciação cambial em 2014.

Principais determinantes do câmbio de curto prazo



Risco país (+)



Diferencial entre as taxas de juros reais doméstica e externa (-)



Aversão ao risco (+)

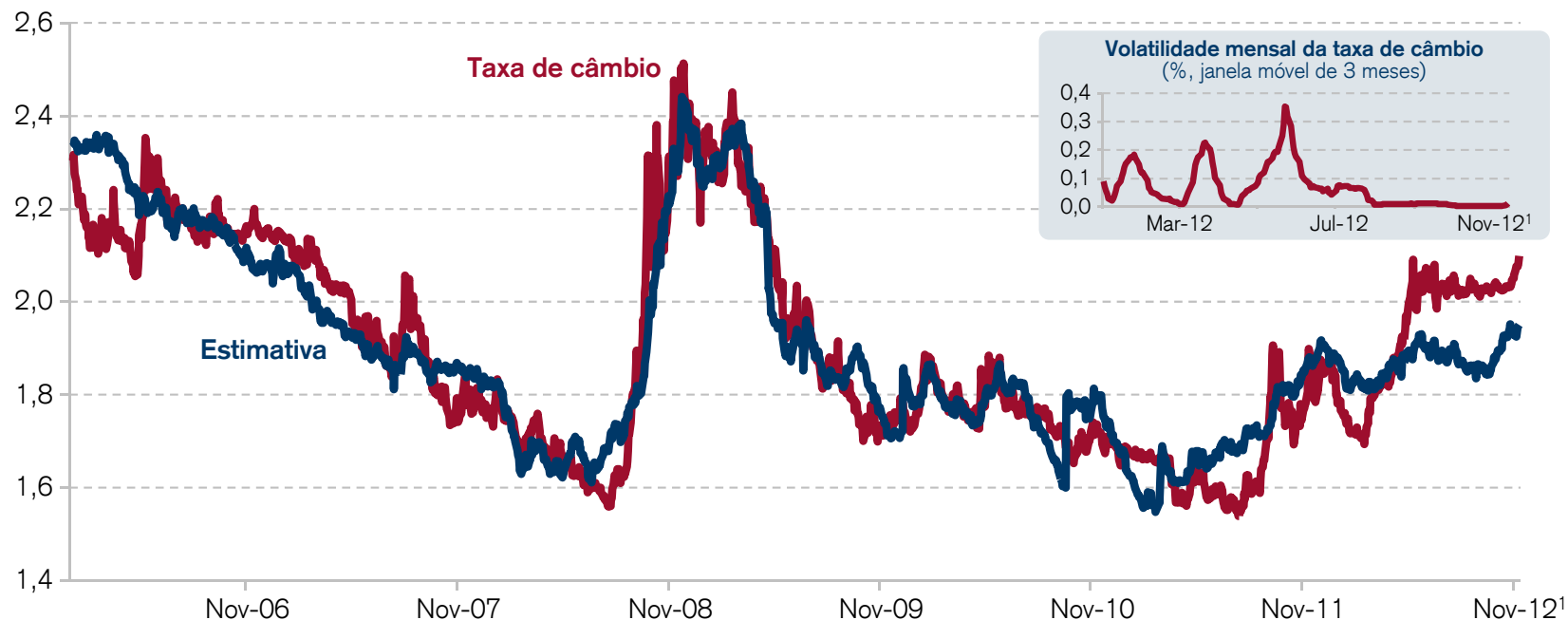


Índice de preços de commodities (-)



Índice de câmbio dos parceiros comerciais do País (+)

Taxa de câmbio (R\$/US\$)

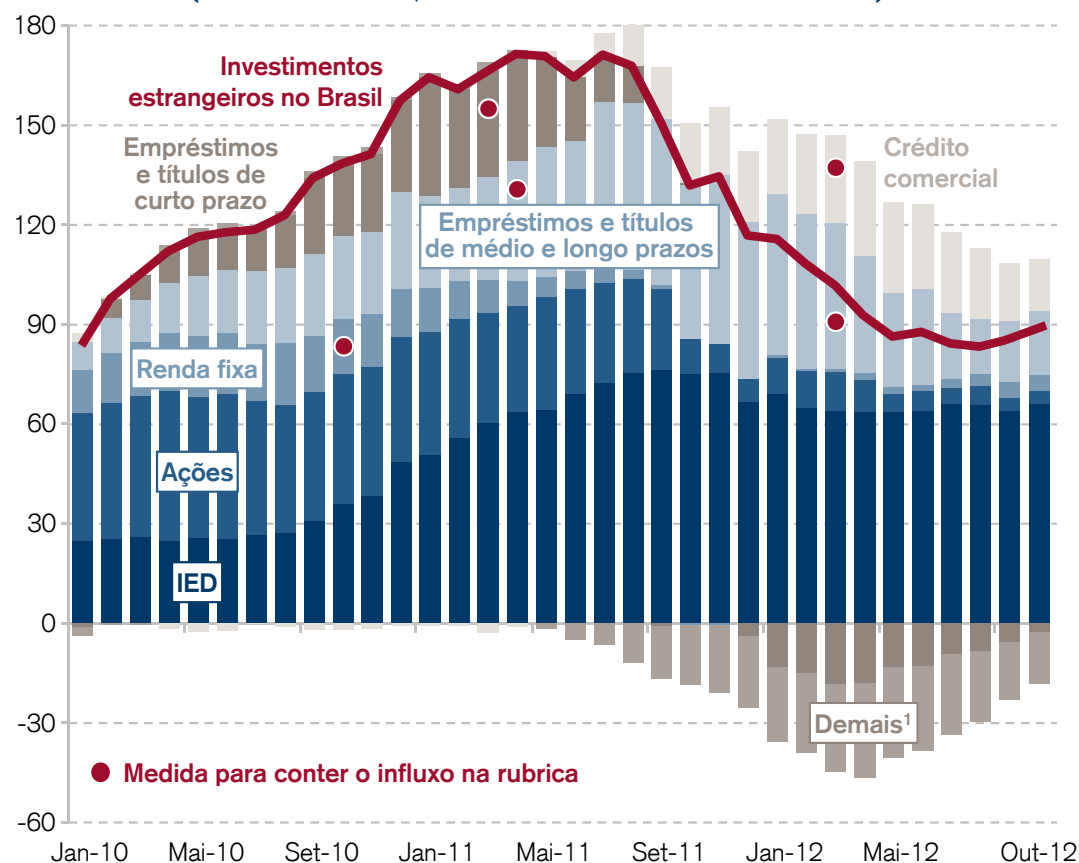


¹ Até 21 de novembro

Novas medidas restritivas são alternativa à compra de divisas

- Novas medidas de restrição ao influxo de divisas serão implementadas em 2013 e 2014, caso o governo opte por não elevar significativamente as compras de divisas pelo Banco Central.
- Uma alta expressiva do influxo de divisas no País exigiria uma intervenção maior, com maiores compras de divisas ou imposição de mais restrições à entrada de recursos no País.

Investimento estrangeiro no País
(US\$ bilhões, acumulado em 12 meses)



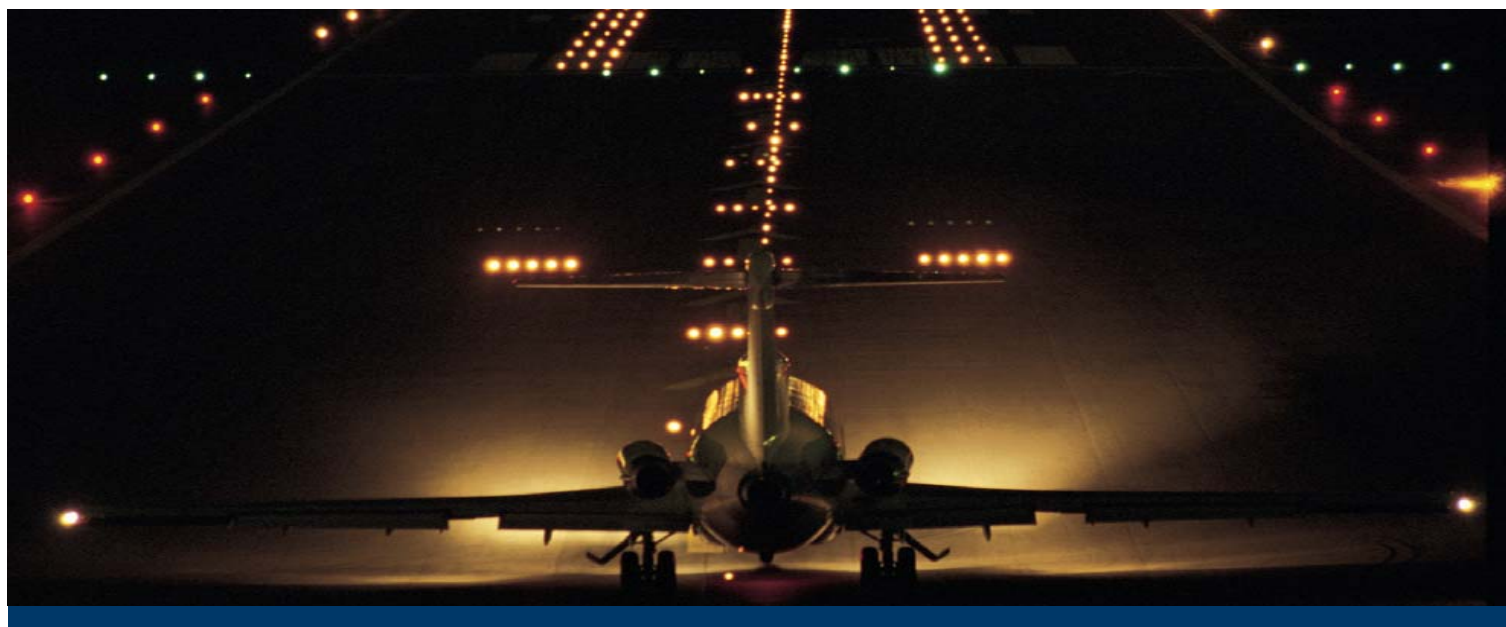
¹ Inclui derivativos, moedas e depósitos e outros passivos.

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Possíveis medidas do governo para conter o influxo de divisas para o País

Cenários de forte influxo	Possíveis medidas
Empréstimos e títulos no exterior de médio e longo prazos	Extensão da cobrança de IOF de 6% para operações com prazo médio de até cinco anos, que respondem por cerca de 70% do total. Caso o influxo continue muito elevado, haverá, provavelmente, extensão da cobrança para prazos ainda maiores.
Investimento estrangeiro direto	Haverá extensão do IOF para prazos maiores, digamos, cinco anos, se houver forte entrada de divisas por empréstimos intercompanhias. Por outro lado, o governo não cobrará IOF se a alta de IED for por participação no capital.
Investimento estrangeiro em renda fixa no País	Não haverá cobrança caso a entrada de recursos seja por investimento em debêntures de infraestrutura. É pouco provável que haja aumento expressivo de investimentos em outros títulos de renda fixa, por conta do IOF de 6% sobre esses papéis.
Investimento em ações	Aumento do IOF para os investimentos estrangeiros em ações de 0% para 2%. Se o influxo continuar expressivo, aumentará a cobrança para, digamos, 4%.
Crédito comercial	Uma forte entrada de divisas por pagamento antecipado pode restringir essas operações aos importadores dos produtos.

Atividade Econômica



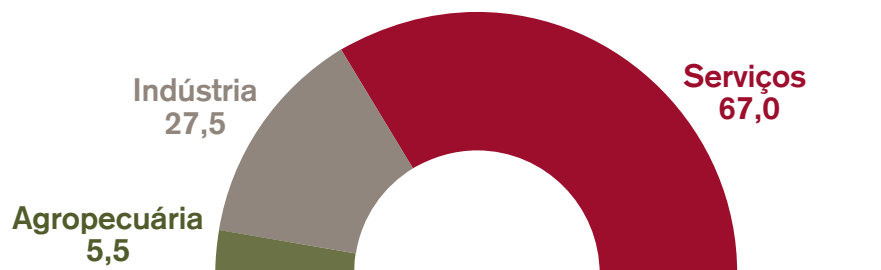
Crescimento do PIB de 4,0% em 2013 e de 4,5% em 2014

- Projetamos expansão do PIB de 1,0% em 2012, 4,0% em 2013 e 4,5% em 2014. A aceleração dos investimentos, em um contexto global menos incerto, será determinante para o desempenho de 2013.

Crescimento do PIB sob as óticas da oferta e da demanda (%)

		2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Crescimento do PIB		5,2	-0,3	7,5	2,7	1,0	4,0	4,5
Oferta	Agropecuária	6,3	-3,1	6,3	3,9	-1,6	4,1	3,0
	Indústria	4,1	-5,6	10,4	1,6	-0,4	3,6	4,4
	Serviços	4,9	2,1	5,5	2,7	1,7	3,6	4,1
Demanda	Consumo das famílias	5,7	4,4	6,9	4,1	2,9	4,3	4,8
	Consumo do governo	3,2	3,1	4,2	1,9	3,2	2,7	3,4
	Investimentos	13,6	-6,7	21,3	4,7	-3,6	6,5	7,5
	Exportações	0,5	-9,1	11,5	4,5	0,8	3,5	7,0
	Importações	15,4	-7,6	35,8	9,7	0,9	8,5	10,5

Composição do valor agregado do PIB – 2011 (%)



Composição do PIB – 2011 (%)

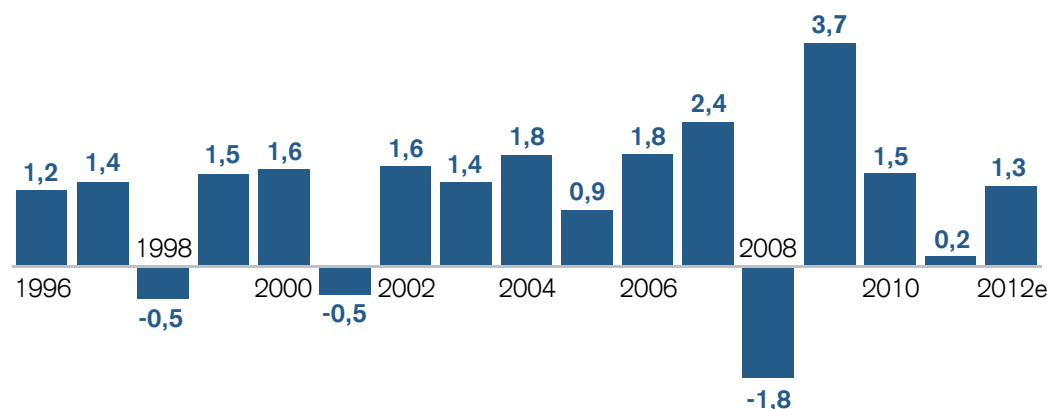


Fonte: IBGE, Credit Suisse

Carregamento estatístico para 2013 será maior do que o de 2012

- O carregamento estatístico¹ para 2013 será de 1,3%, assumindo crescimento do PIB de 1,0% em 2012. O carregamento estatístico para 2012 foi de apenas 0,2%.
- O maior carregamento aumenta a probabilidade de o crescimento do PIB em 2013 ser superior ao de 2012, sobretudo em um ambiente de aumento da confiança e redução da aversão ao risco no cenário global.
- Essa hipótese para o carregamento estatístico é muito sensível ao resultado do 4T12. Se o crescimento do PIB no período for de 1,5% ante o trimestre anterior, por exemplo, o carregamento aumentaria para 1,5% (similar ao de 2010 para 2011).

**Carregamento estatístico
no fim de cada ano para o ano seguinte (%)**



**Cenários para o crescimento do PIB no 4T12
e para o carregamento estatístico para 2013 (%)**

	Alternativo 1	Credit Suisse	Alternativo 2
4T12	T/T-4 1,7	2,1	2,4
	T/T-1 0,7	1,3	1,5
Crescimento em 2012	0,9	1,0	1,1
Carregamento estatístico para 2013	0,9	1,3	1,5

¹ O carregamento estatístico é definido como o crescimento do PIB acumulado no ano seguinte, caso o produto na série com ajuste sazonal permaneça estável em todos os trimestres do ano seguinte.

Crescimento da atividade tende a ser maior no início dos ciclos

- Nos últimos seis ciclos de crescimento, a expansão do PIB foi, na média, de 1,4% ao trimestre nos primeiros quatro trimestres após um período de recessão ou estagnação. No caso dos investimentos, o crescimento médio foi de 3,3% ao trimestre nos primeiros quatro trimestres.
- O crescimento do PIB tende a ser elevado no início da retomada, após períodos de recessão.

Crescimento do PIB médio por trimestre após recessão¹ ou estagnação (%, ante o trimestre anterior)

Início	1T92	4T95	2T99	4T01	3T03	2T09	Média
Fim	1T95	4T97	1T01	4T02	3T08	2T11	
Duração (em trimestres)	13	9	8	5	21	8	11
4 trimestres	1,0	1,5	1,0	0,9	1,5	2,2	1,4
6 trimestres	1,2	0,9	0,9	-	1,4	1,8	1,2
8 trimestres	1,1	0,9	0,9	-	1,3	1,5	1,1
Média no ciclo	1,4	0,9	0,9	1,0	1,3	1,5	1,2

Crescimento dos investimentos por trimestre após recessão¹ ou estagnação (%, ante o trimestre anterior)

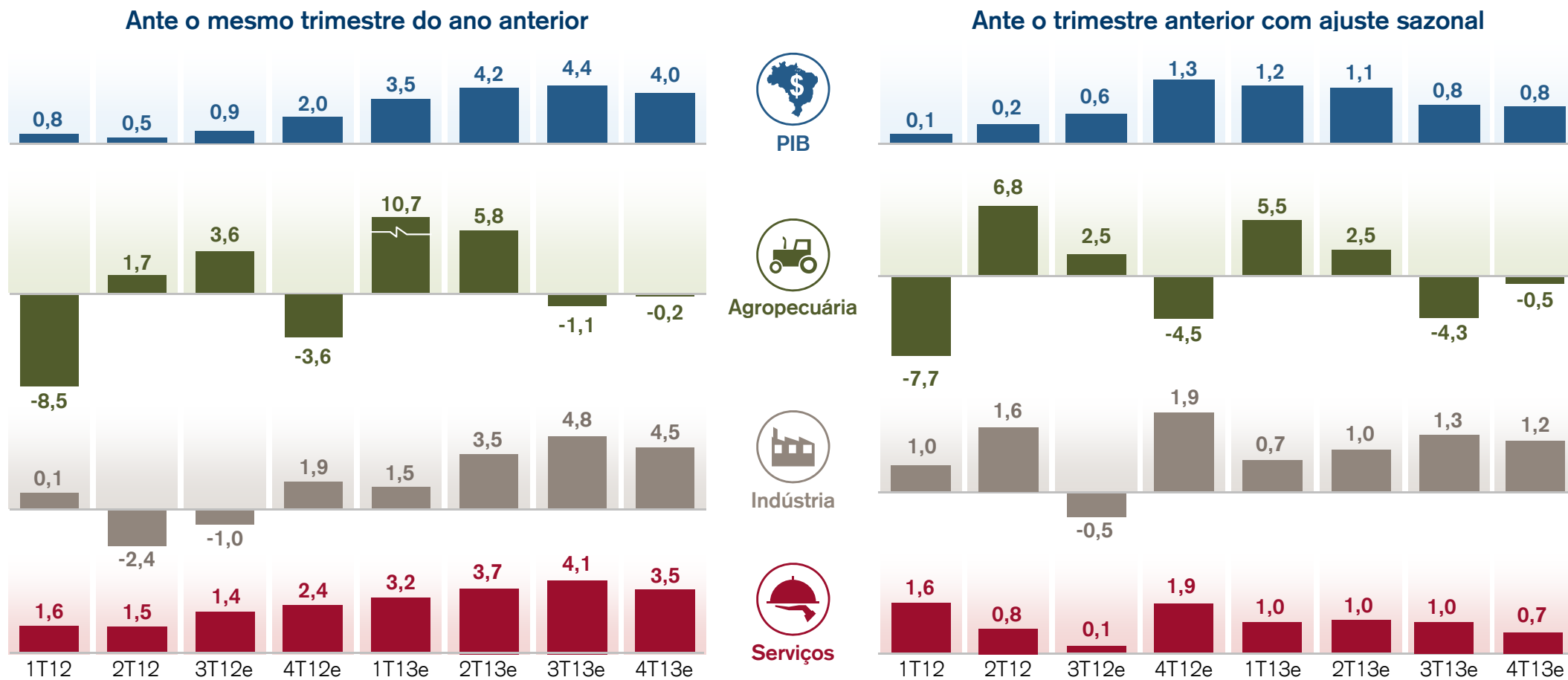
Início	3T92	4T95	4T99	2T02	3T03	2T09	Média
Fim	1T95	2T98	1T01	4T02	3T08	2T11	
Duração (em trimestres)	11	11	6	3	21	8	10
4 trimestres	2,3	2,4	1,8	-	3,0	6,8	3,3
6 trimestres	1,8	2,5	2,0	-	2,1	5,4	2,8
8 trimestres	1,6	2,2	-	-	2,1	3,9	2,5
Média no ciclo	3,6	1,6	2,0	1,4	2,7	3,9	2,5

¹ Recessão definida por redução do produto ou dos investimentos por 2 trimestres consecutivos

Manutenção de crescimento mais elevado a partir do 3T12

- A expansão do PIB ante o mesmo período do ano anterior aumentará, provavelmente, de 0,5% no 2T12 para 4,0% no 4T13. A aceleração da atividade será mais forte na indústria, na ótica da oferta.
- Um crescimento do PIB de 4,0% em 2013 embute expansão média de 1,0% por trimestre no próximo ano. O maior crescimento no 1S13 deve-se à maior expansão do produto da agropecuária.

Crescimento do PIB sob a ótica da oferta (%)

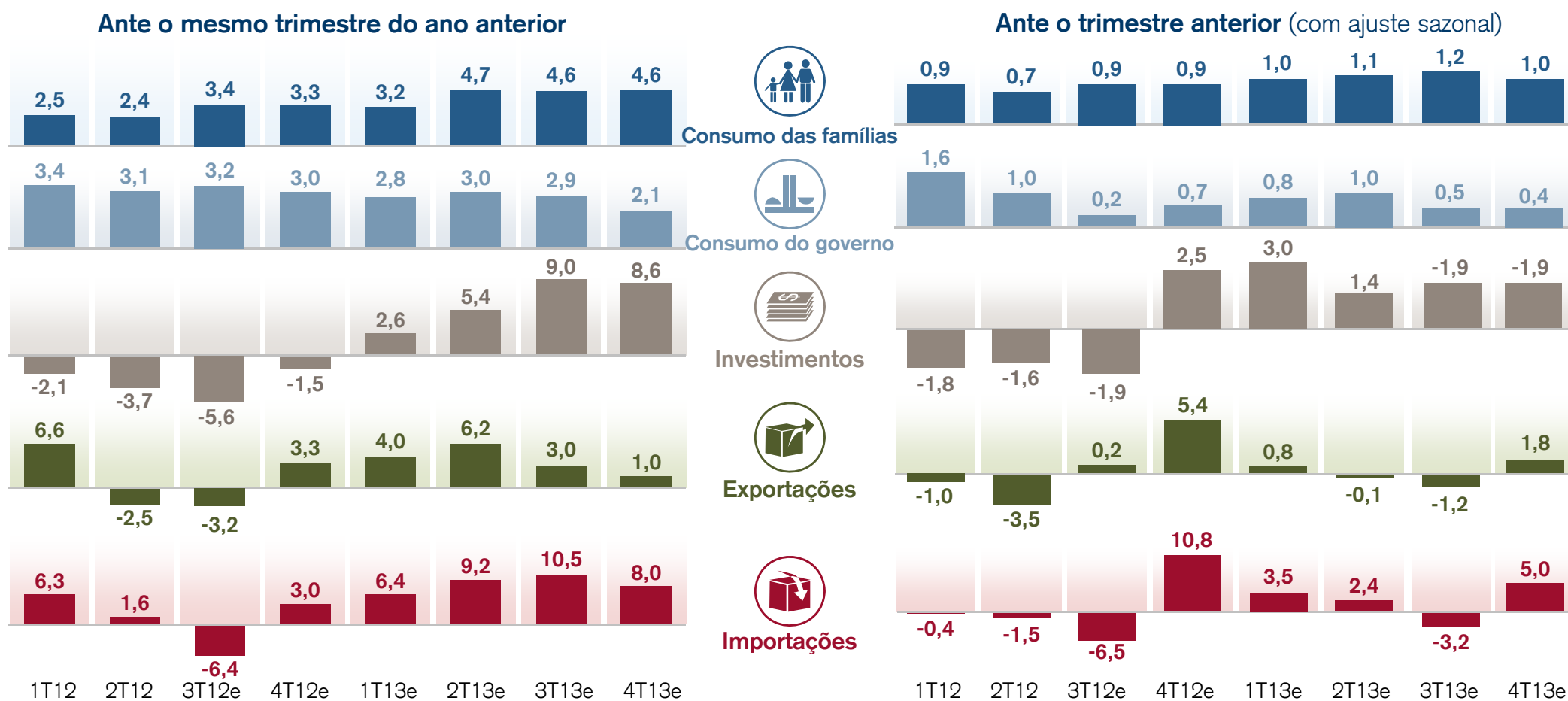


Fonte: IBGE, Credit Suisse

Expansão dos investimentos de 6,5% em 2013

- A gradual diminuição da incerteza global e a elevação da confiança dos empresários nos próximos trimestres contribuirão para a aceleração dos investimentos, ante o mesmo período do ano anterior, de -5,6% no 3T12 para 8,6% no 4T13. A expansão trimestral dos investimentos será expressiva em 2013.
- O crescimento do consumo das famílias será, na média, de 1,1% ao trimestre em 2013.

Crescimento do PIB sob a ótica da demanda (%)

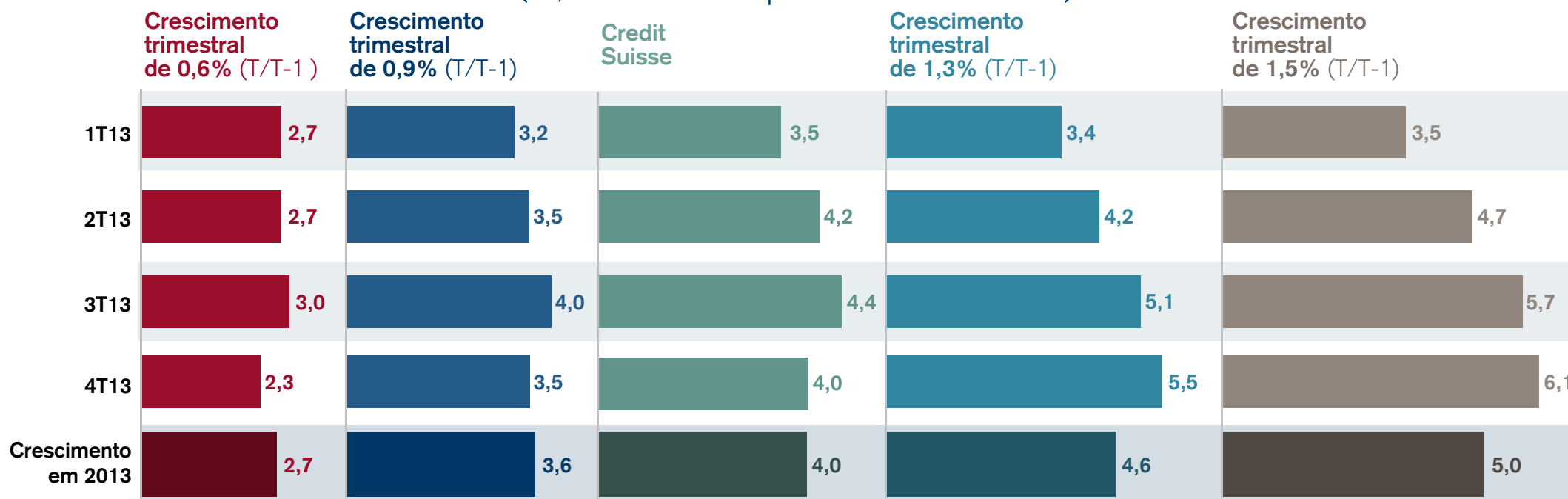


Simulações indicam alta do PIB em 2013 maior do que em 2012

- O cenário mais provável é de o crescimento do PIB em 2013 ser bem superior ao de 2012, assumindo que não haja forte deterioração global.
- O crescimento do PIB em 2013 seria de 2,7%, assumindo expansão média de 0,6% ao trimestre do 1T13 ao 4T13, pouco acima da média de 0,5% do 2T10 ao 2T12.
- Um crescimento do PIB de 5% em 2013 requer expansão média similar à do período entre o 3T06 e o 3T08, o que exigiria melhoria bastante expressiva do cenário global.

Simulações para o crescimento do PIB em 2013

(%, ante o mesmo período do ano anterior)

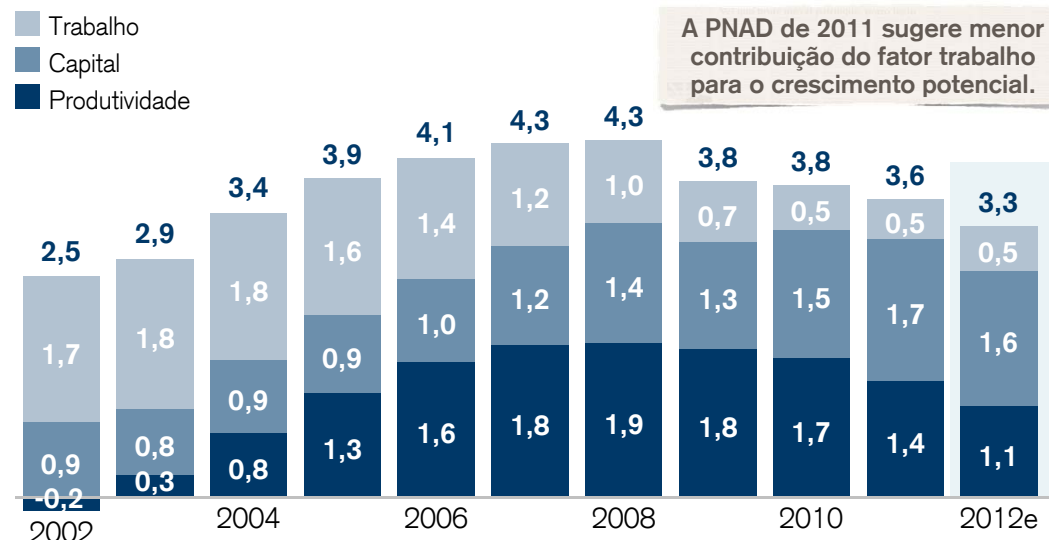


Fonte: IBGE, Credit Suisse

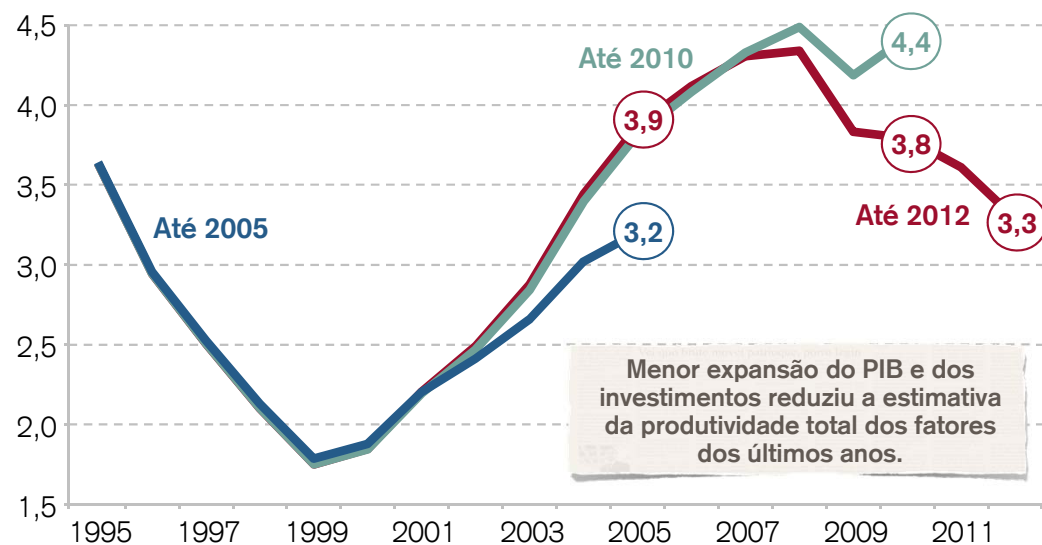
Estimativas de PIB potencial são influenciadas por dados correntes

- As estimativas de PIB potencial são muito dependentes da expansão da atividade na margem. O menor crescimento do PIB em 2011 e 2012 reduziu nossa estimativa de crescimento potencial não apenas para os próximos anos, como para os anos passados. As estimativas obtidas por meio de diversos métodos (e.g., função de produção) sugerem um recuo do crescimento potencial nos últimos anos.
- A estimativa de crescimento do PIB potencial de 2010, que era de 4,4% com dados até 2010, diminuiu para 3,8% quando foram utilizados dados até 2012.
- A mudança substancial das estimativas de crescimento potencial e, conseqüentemente, de hiato do produto sugere que a utilização dessas variáveis para orientar a gestão de política monetária precisa ser feita com cautela.

Estimativas para o PIB potencial (%)



Estimativa para PIB potencial em diferentes períodos (%)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

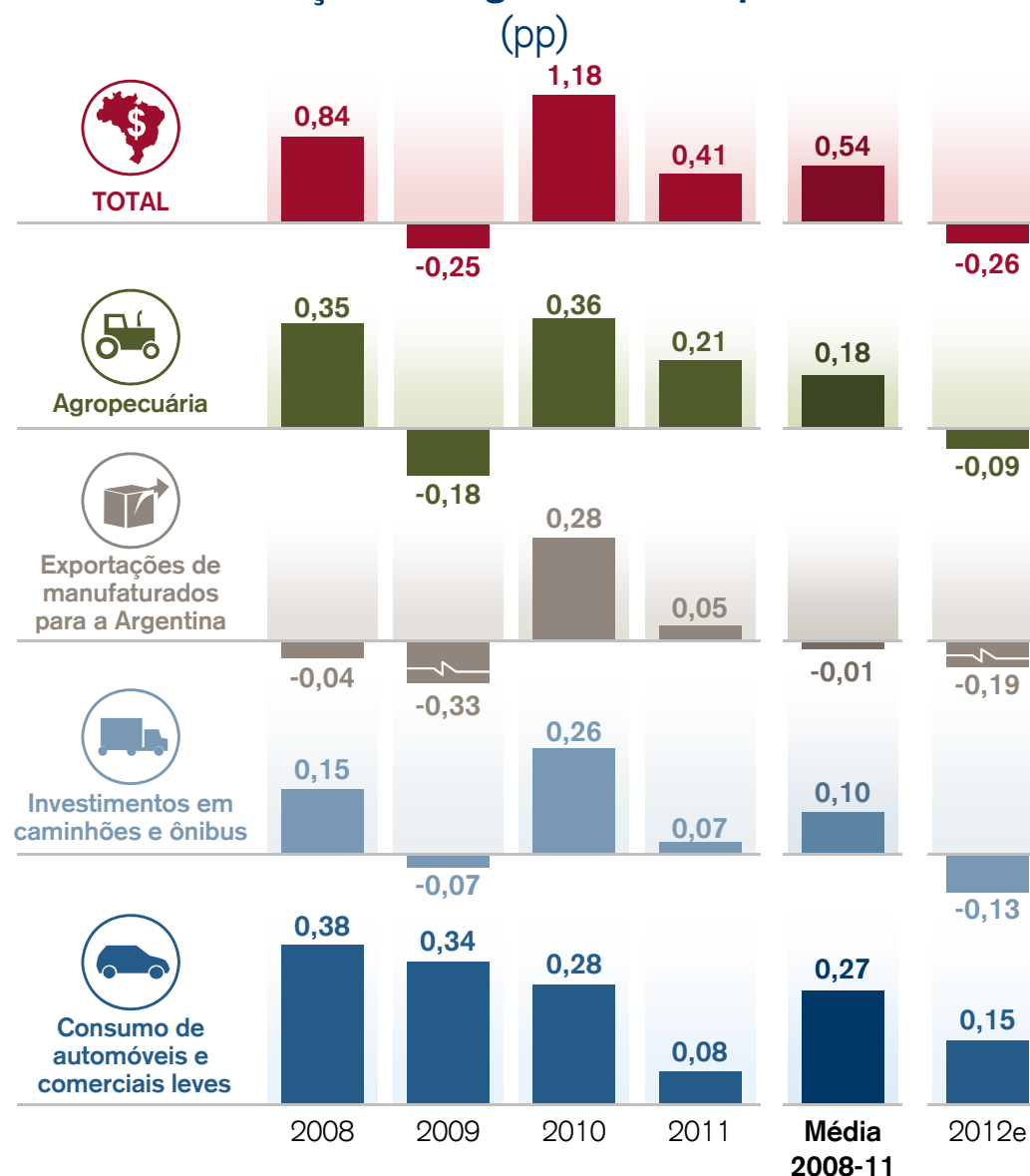
Fatores pontuais contribuíram para reduzir a expansão em 2012

- O crescimento do PIB em 2012 foi influenciado negativamente por questões não necessariamente relacionadas aos fundamentos domésticos:

- ⇒ Menor expansão da safra agrícola: o crescimento da safra agrícola em 2012 foi de 1,8%, muito inferior aos 10,4% de 2010 e aos 9,1% de 2011. A seca na região Sul diminuiu as safras de soja, arroz e fumo.
- ⇒ Redução das exportações para a Argentina: a Argentina importa o equivalente a 7% do PIB da indústria de transformação do País. Devido à desaceleração da economia e as barreiras comerciais, as exportações de manufaturados para a Argentina diminuíram 19,2% no acumulado de 2012 até outubro.
- ⇒ Declínio da produção de caminhões: a alteração na motorização (Euro 5) elevou os preços dos caminhões e ônibus e diminuiu as vendas em 2012.
- ⇒ Automóveis e comerciais leves: a menor oferta de crédito para veículos em 2012 diminuiu a expansão das vendas do setor.

- Esses fatores tendem a não ocorrer em 2013 e 2014, contribuindo para uma maior expansão da economia.

Contribuição de alguns fatores para o PIB



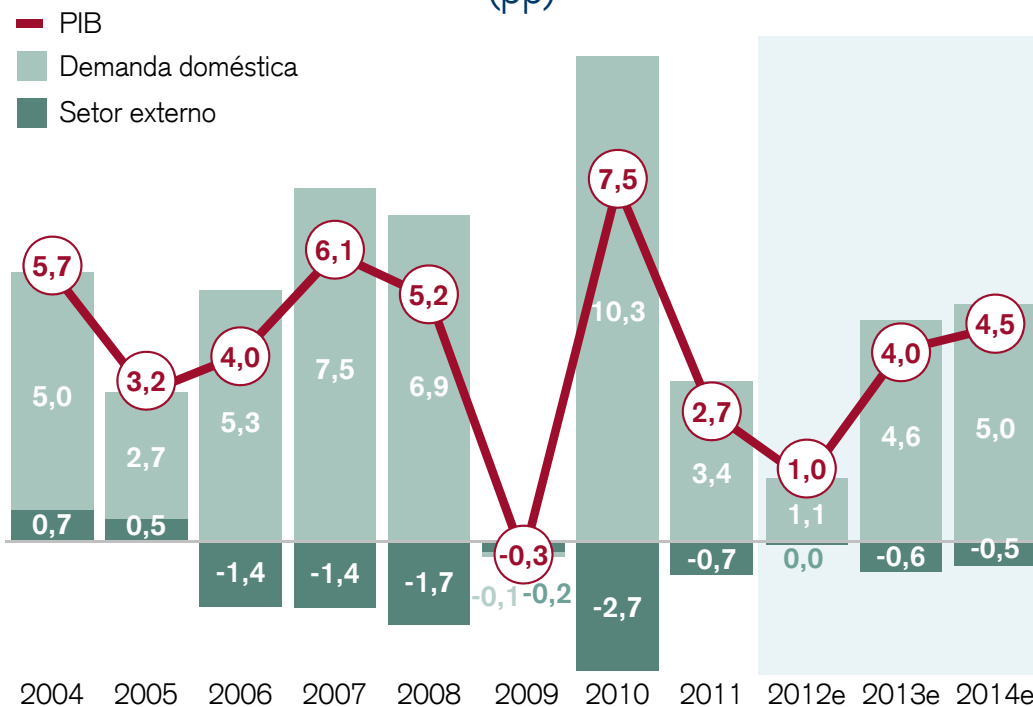
Fonte: IBGE, MDIC, Credit Suisse

Aceleração da demanda exige retomada dos investimentos em 2013

- A expansão da demanda doméstica de 4,6% em 2013 e 5,0% em 2014 corresponde a um crescimento médio inferior ao do período de 2006 a 2008 e ao de 2010. Em relação a esses anos, a contribuição negativa do setor externo para o PIB também será menor, em função da taxa de câmbio mais depreciada e de restrições às importações em setores importantes.
- A expansão da demanda doméstica em 2012 foi concentrada no consumo, cuja desaceleração foi pouco expressiva. A aceleração da atividade em 2013 e 2014 será explicada, principalmente, pela retomada dos investimentos, favorecida por um ambiente global menos incerto e pela alta da produção industrial.

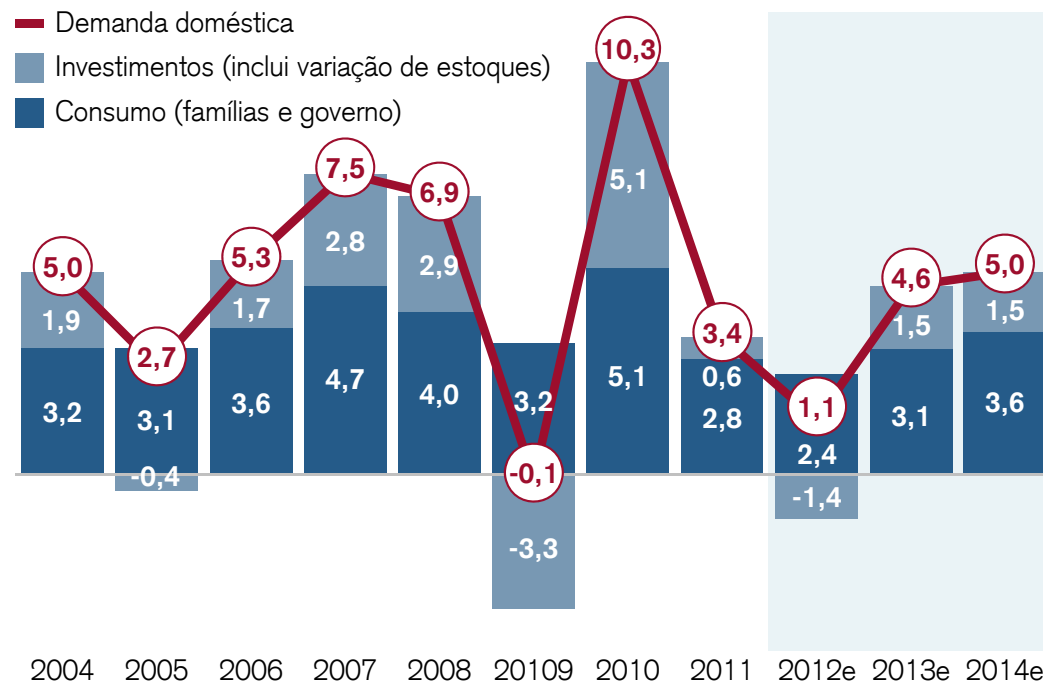
Contribuição para o crescimento do PIB

(pp)



Contribuição para o crescimento da demanda doméstica

(pp)

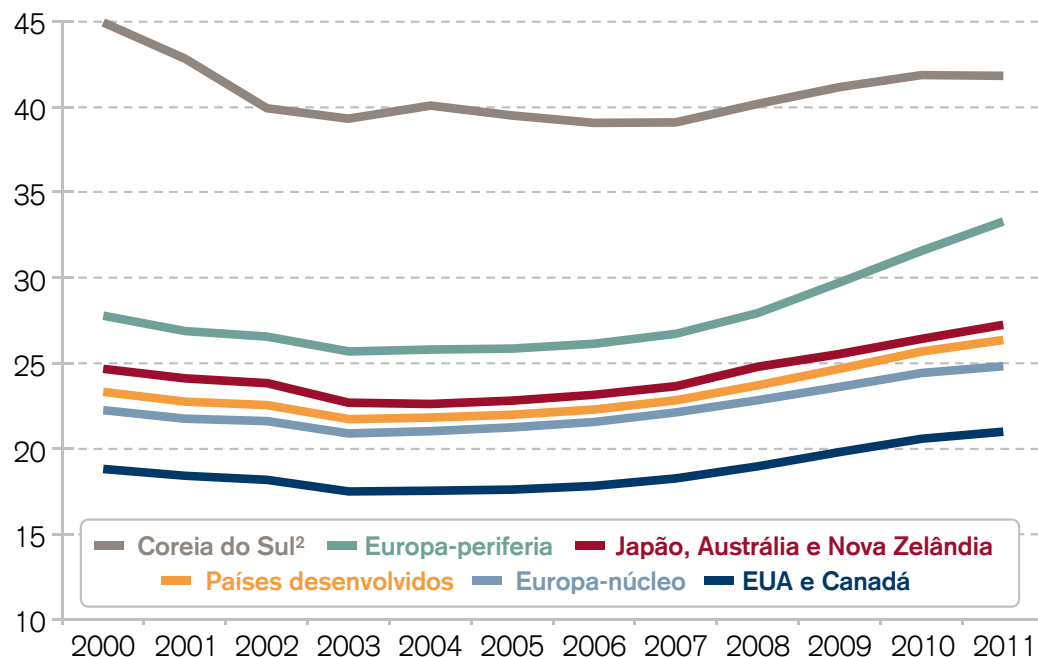


Fonte: IBGE, Credit Suisse

Enorme espaço para a contínua expansão do consumo das famílias

- Os estímulos nos mercados de trabalho e de crédito sugerem continuação do crescimento do consumo das famílias nos próximos anos.
- Apesar da sua expansão nos últimos anos, o consumo das famílias no País ainda é baixo frente ao de outros países desenvolvidos ou mesmo de emergentes. Assumindo crescimento médio per capita nos próximos anos similar à média de 3,9% entre 2004 e 2011, o consumo das famílias per capita no Brasil demoraria 11 anos para atingir o nível atual do México e quase 30 anos para alcançar o da Espanha.

Consumo das famílias per capita do Brasil¹ (% do consumo das famílias de outros países)

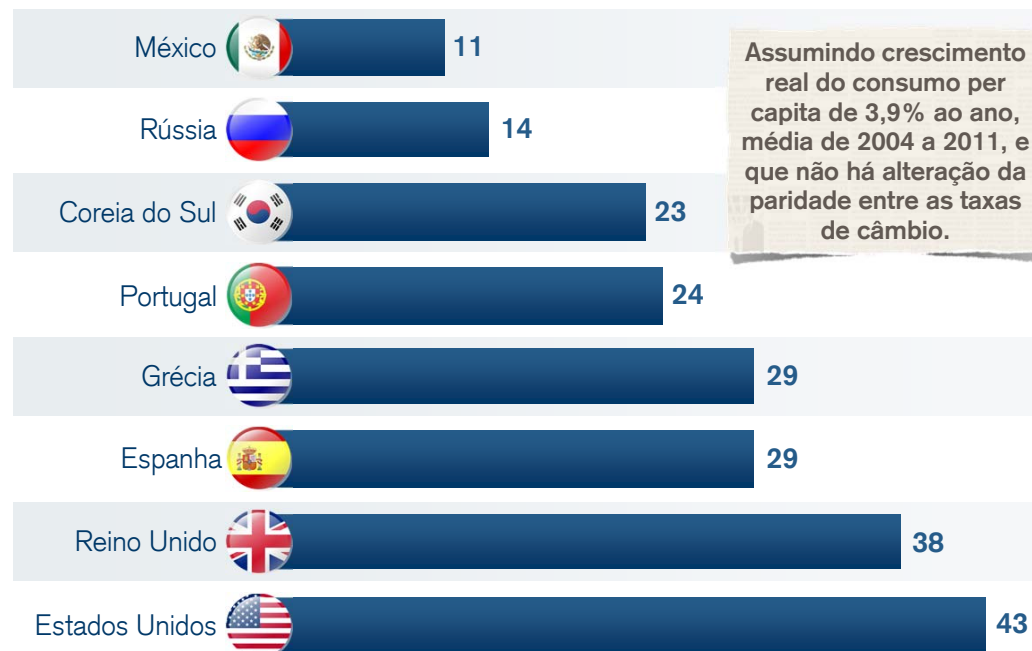


¹ Medido em dólares, convertido pela paridade do poder de compra, a preços de 2005.

² País emergente com o maior nível de consumo das famílias per capita

Fonte: Penn-World Table, FMI, Credit Suisse

Número de anos necessários para o Brasil alcançar o atual nível de consumo per capita de outros países³



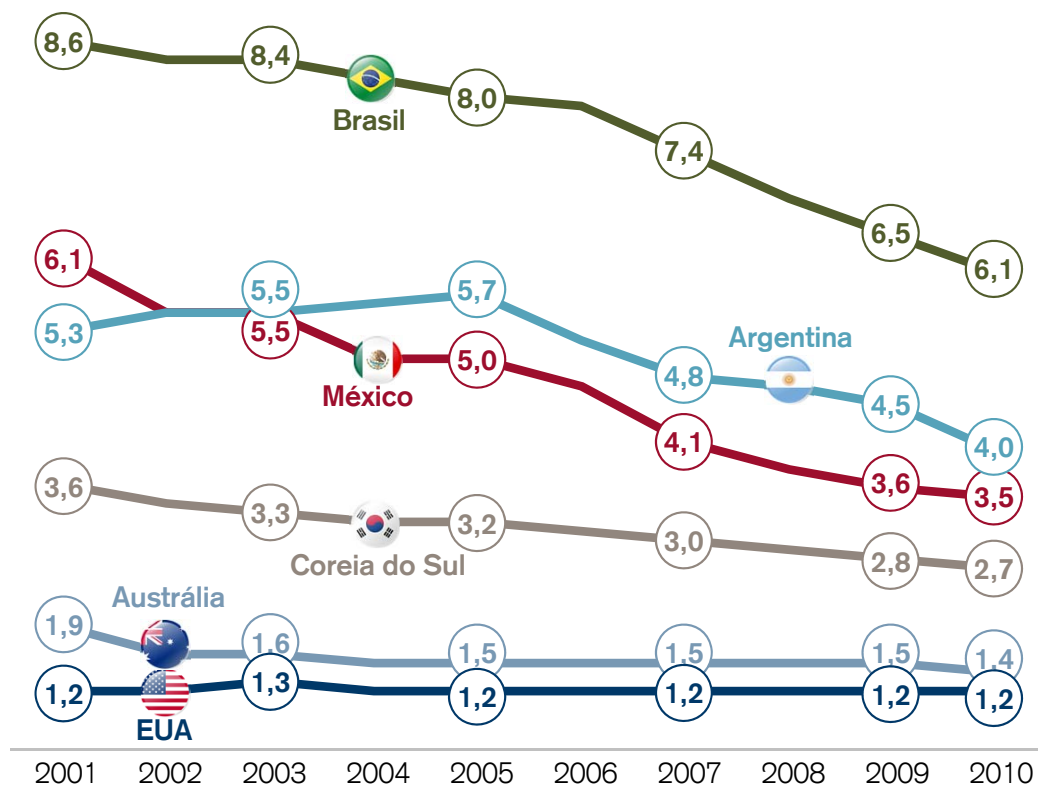
Assumindo crescimento real do consumo per capita de 3,9% ao ano, média de 2004 a 2011, e que não há alteração da paridade entre as taxas de câmbio.

³ Considerando o nível de 2011 como referência.

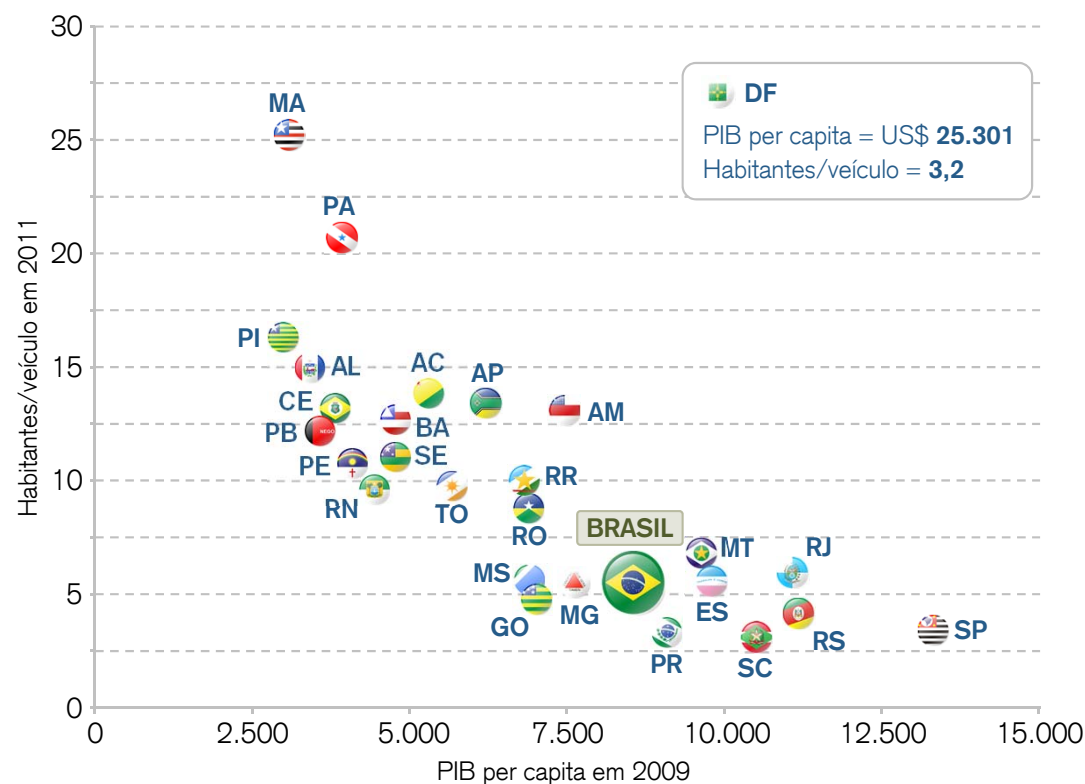
Demanda potencial no setor de veículos ainda é elevada

- Apesar do aumento recente na penetração de veículos, a proporção de habitantes por veículo é ainda muito alta em comparação com a de outros emergentes e países desenvolvidos.
- Esse desempenho é explicado pelo relativamente baixo número de veículos nas regiões de menor PIB per capita, em especial nas regiões Norte e Nordeste. A continuidade da redução de desigualdades salariais e regionais elevará o consumo de veículos nos próximos anos.

Número de habitantes por veículo



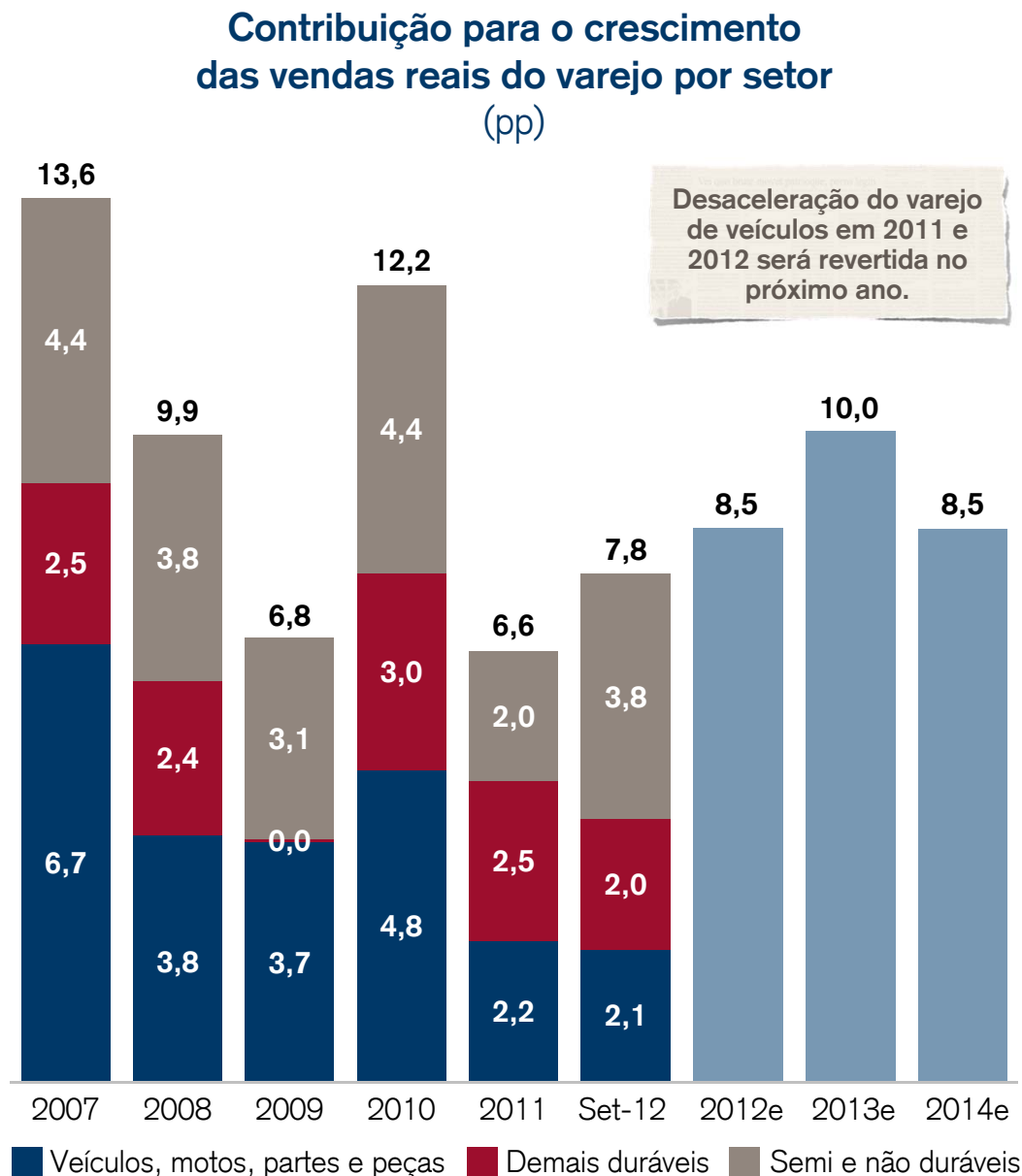
Habitantes por veículo vs. PIB per capita nos estados (US\$/ano)



Fonte: IBGE, Anfavea, Credit Suisse

Crescimento das vendas reais do varejo continuará alto em 2013

- A expansão das vendas reais do varejo permaneceu alta em 2012. Nossa projeção de 8,5% é superior aos 6,6% de 2011 e inferior à média anual de 9,3% entre 2006 e 2011.
- O crescimento das vendas do varejo em 2012 seria ainda maior se as vendas de veículos não tivessem desacelerado muito no 1S12 em resposta à menor oferta de crédito. As condições de crédito mais favoráveis e a redução dos juros no setor elevarão as vendas de veículos em 2013.
- A expansão das vendas reais do varejo será maior em 2013 do que em 2012. As vendas reais no varejo continuarão elevadas também por conta de:
 - ⇒ aumento da renda contribuirá, por exemplo, para elevar as vendas de farmacêuticos (expansão média de 9,9% ao ano entre 2006 e 2011).
 - ⇒ redução de preços e expansão do crédito contribuirão para aumentar as vendas de móveis e eletrodomésticos (13,0% ao ano) e de equipamentos de escritório e informática (24,6% ao ano).

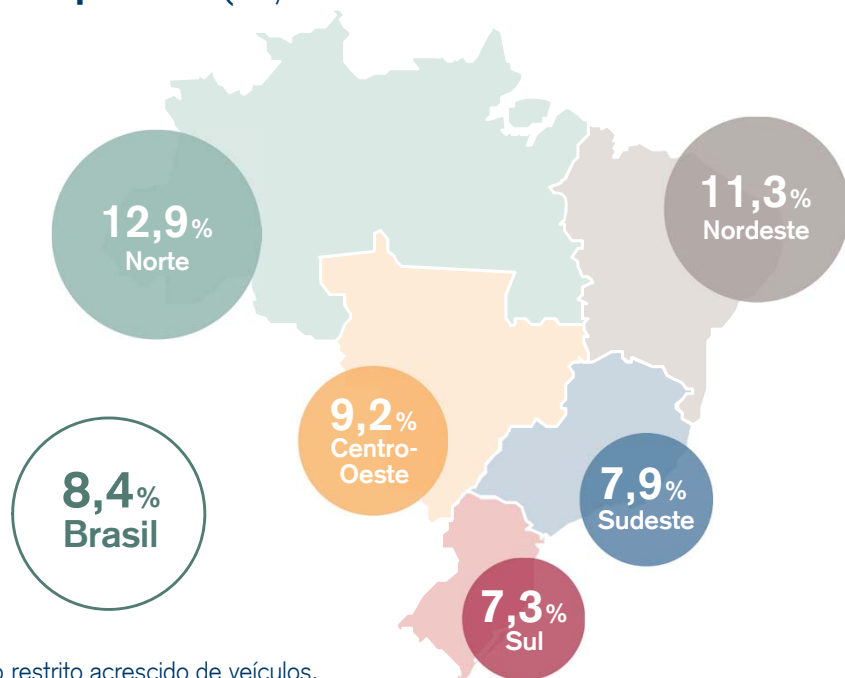


Fonte: IBGE, Credit Suisse

Redução da desigualdade tem favorecido a expansão do varejo

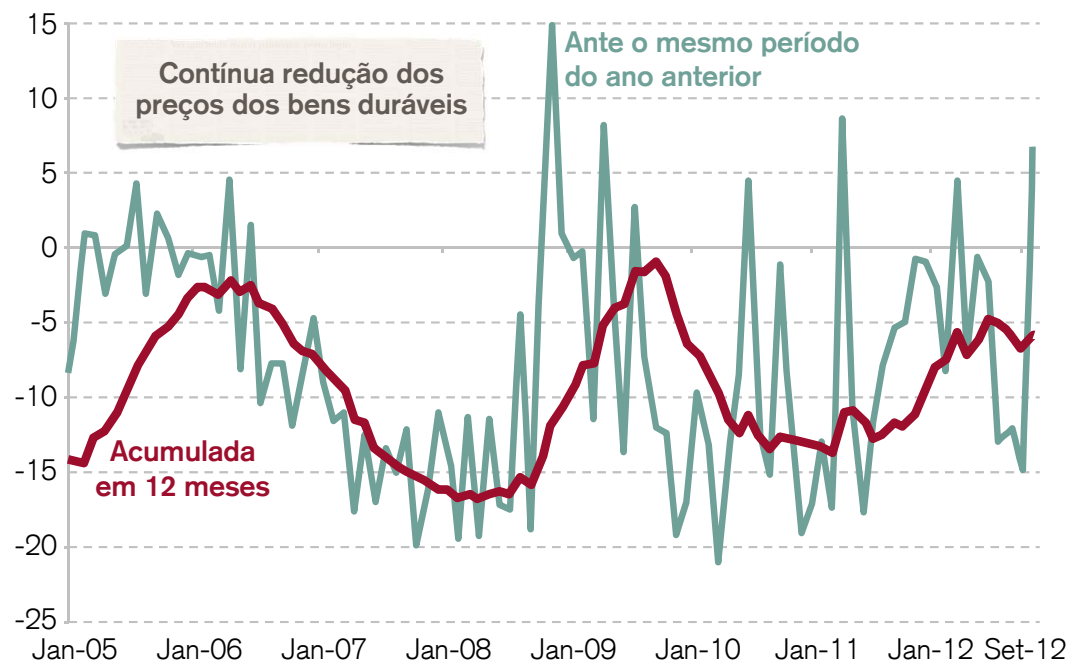
- Além do forte crescimento da massa de rendimentos e do crédito, a expressiva expansão das vendas reais do varejo nos últimos anos ocorre também por conta da:
 - ⇒ Melhor distribuição regional da renda: o crescimento das vendas do varejo tem sido mais alto nas regiões de renda média mais baixa (Norte e Nordeste). A melhoria do padrão de consumo nas regiões mais pobres favorecerá a expansão do comércio nos próximos anos.
 - ⇒ Forte expansão das vendas de bens duráveis: o desempenho desse segmento tem sido superior ao das vendas agregadas nos últimos anos e é consequência da contínua deflação nesses produtos. Um eventual aumento significativo da inflação de bens industriais seria desfavorável para a expansão do varejo.

Crescimento regional das vendas reais do varejo ampliado¹ (% , média anual entre 2005 e 2011)



¹ Varejo restrito acrescido de veículos, motos, peças e partes e materiais de construção.

Inflação implícita de bens duráveis² (%)



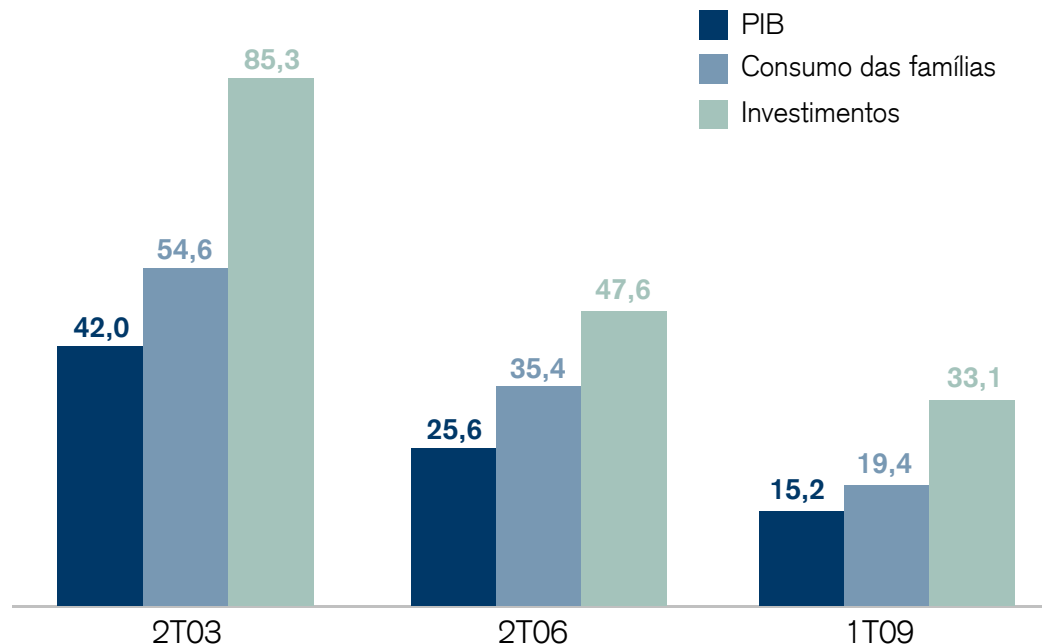
Fonte: IBGE, Credit Suisse

² Relação entre a expansão da receita nominal e a do volume de vendas.

Forte alta do PIB requer expansão acelerada dos investimentos

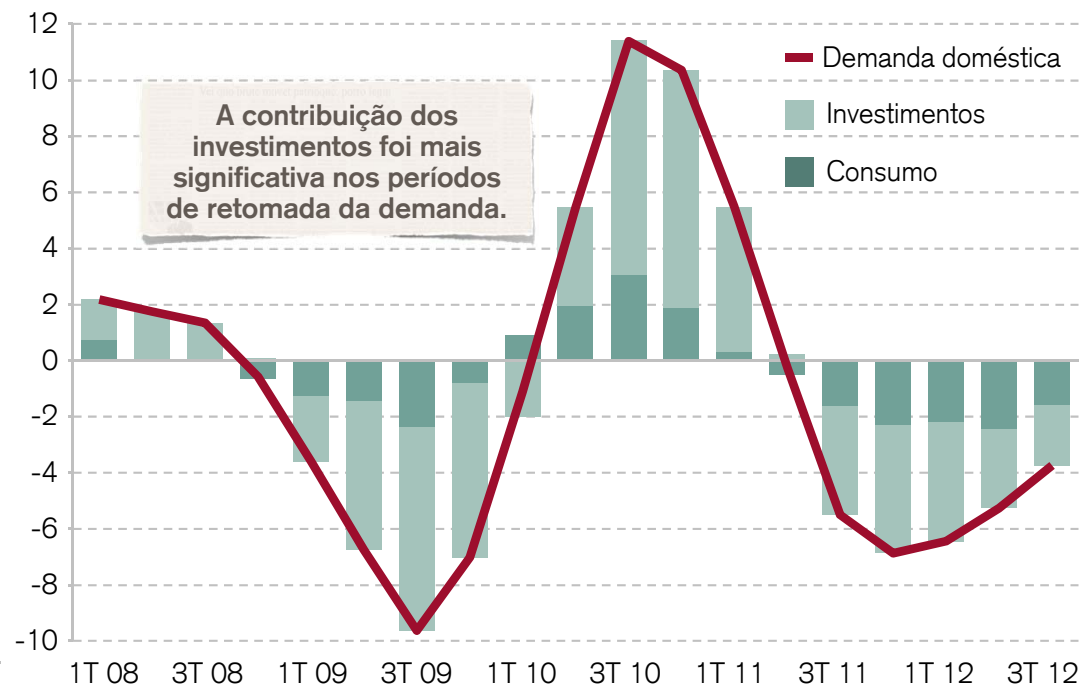
- Apesar da expressiva ampliação do consumo das famílias, o modelo de crescimento do País nos últimos anos não foi baseado apenas na dinâmica do consumo. A expansão dos investimentos foi superior à do consumo das famílias nos últimos anos para qualquer base de comparação.
- Os investimentos são determinantes para a dinâmica da demanda doméstica, apesar do peso de 80% do consumo das famílias e do governo no PIB. Variações da demanda doméstica são mais associadas às do investimento do que às do consumo. Assim, o aumento significativo do PIB em 2013 exigirá forte retomada dos investimentos.

Crescimento acumulado do PIB desde a data de referência até o 2T12 (% , série com ajuste sazonal)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

Variação do crescimento¹ da demanda doméstica (pp, ante o mesmo período do ano anterior)

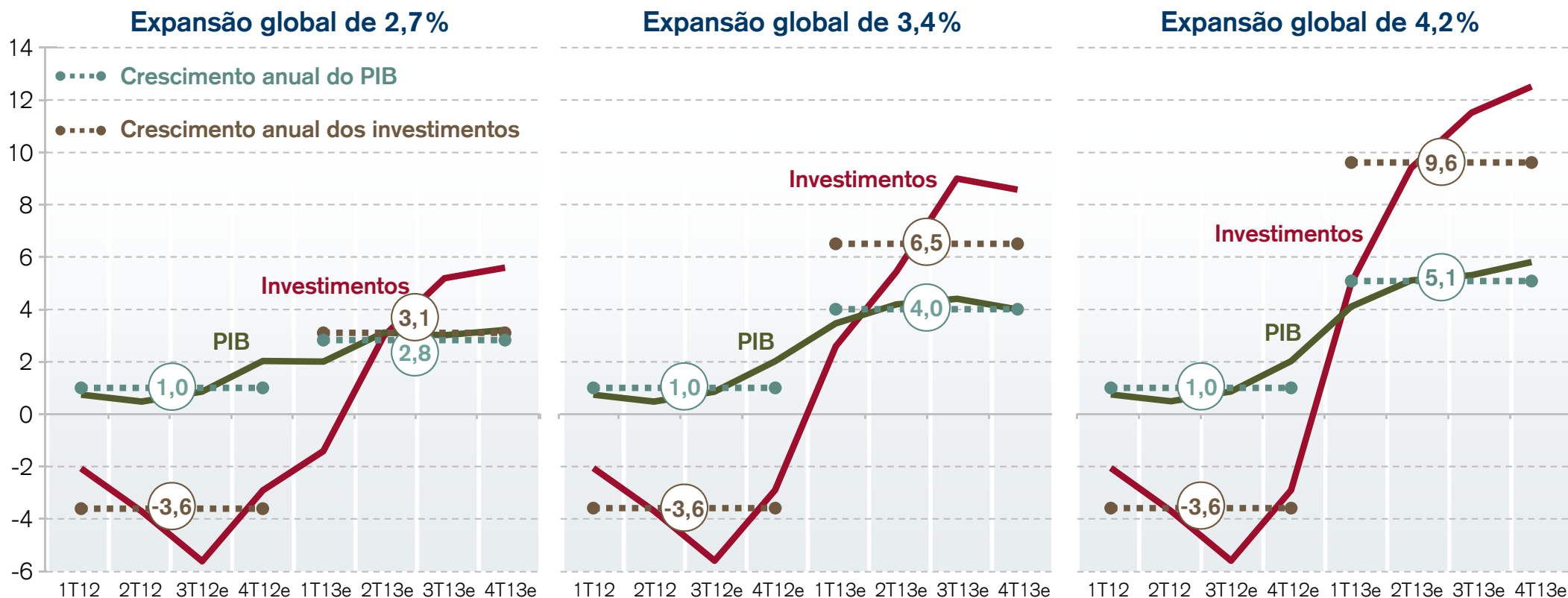


¹ Variação do crescimento acumulado em 4 trimestres

Forte alta dos investimentos em 2013 requer maior expansão global

- Forte elevação do crescimento do PIB em 2013 depende de uma maior alta dos investimentos, em um cenário de aceleração da economia global de 3,1% em 2012 para 3,4% em 2013.
- Um cenário alternativo de maior aversão ao risco e diminuição do crescimento global para, digamos, 2,7% em 2013 seria compatível com uma redução nas nossas projeções de expansão dos investimentos para 3,1% e do PIB para 2,8% em 2013.

Crescimento doméstico em 2013 (%, ante o mesmo período do ano anterior)

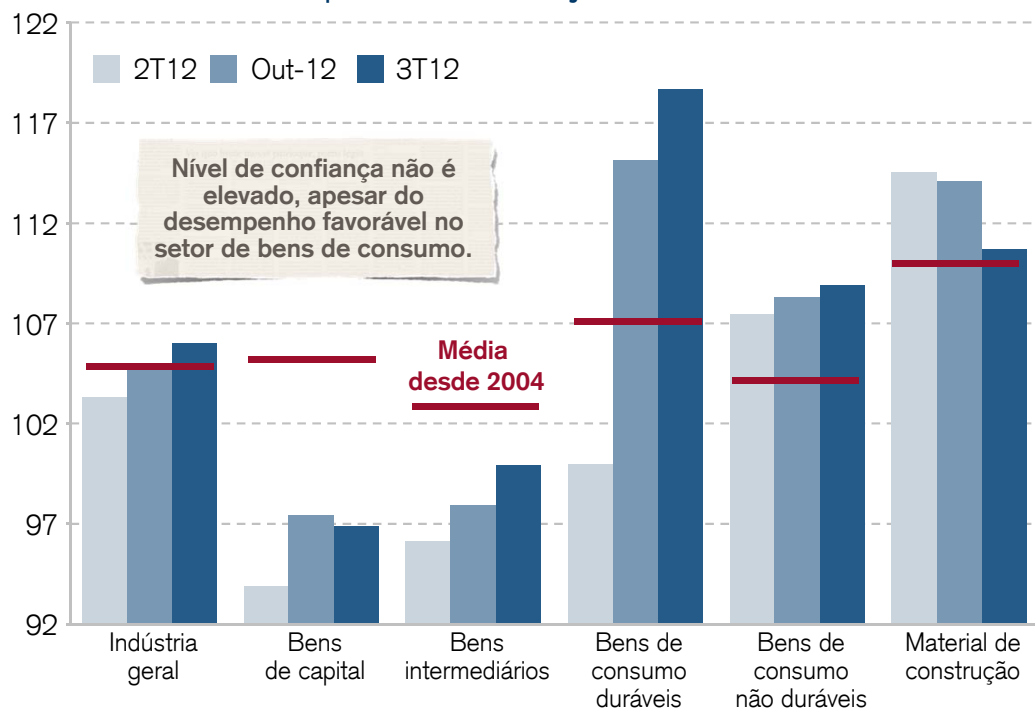


Fonte: IBGE, FMI, Credit Suisse

Alta da confiança industrial é condição para ampliar investimentos

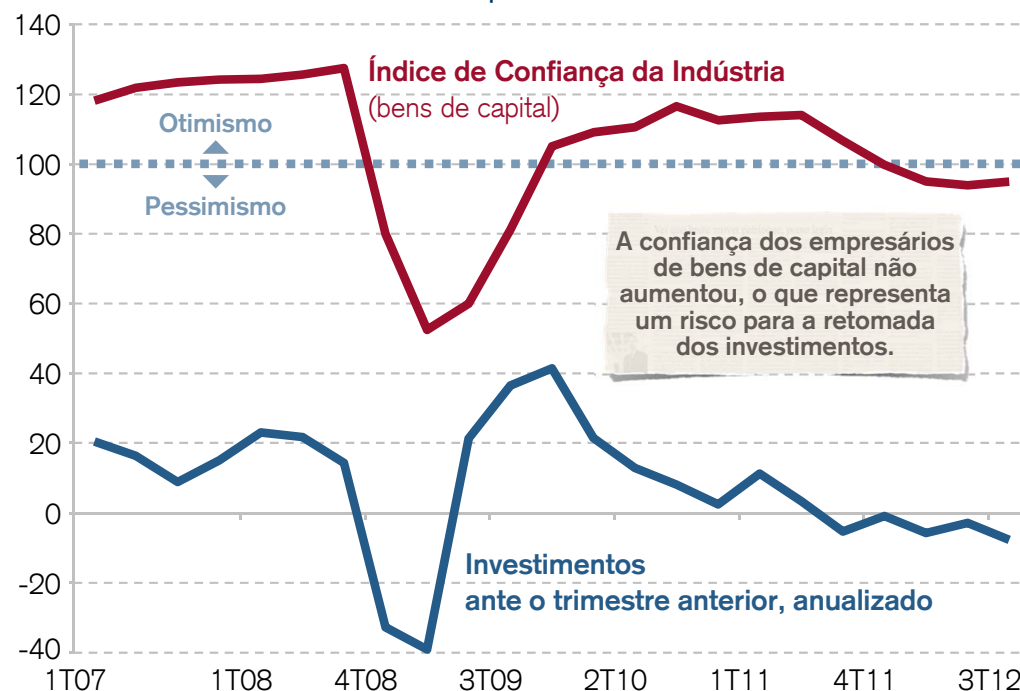
- A redução e a relativa estagnação dos níveis de confiança dos empresários desde 2011 acompanharam a retração dos investimentos em 2012. A recuperação da confiança industrial no fim de 2012 está associada à dinâmica do setor de bens duráveis. A confiança dos empresários no setor de bens de capital permanece muito baixa, compatível com estoques elevados no setor.
- Os estímulos do governo, a contínua expansão do consumo das famílias e a expectativa de redução dos riscos na economia global tendem a elevar a confiança dos empresários, criando condições para a maior expansão dos investimentos em 2013, notadamente no setor de máquinas e equipamentos.

Índice de Confiança da Indústria
(Em pontos, com ajuste sazonal)



Fonte: IBGE, FGV, Credit Suisse

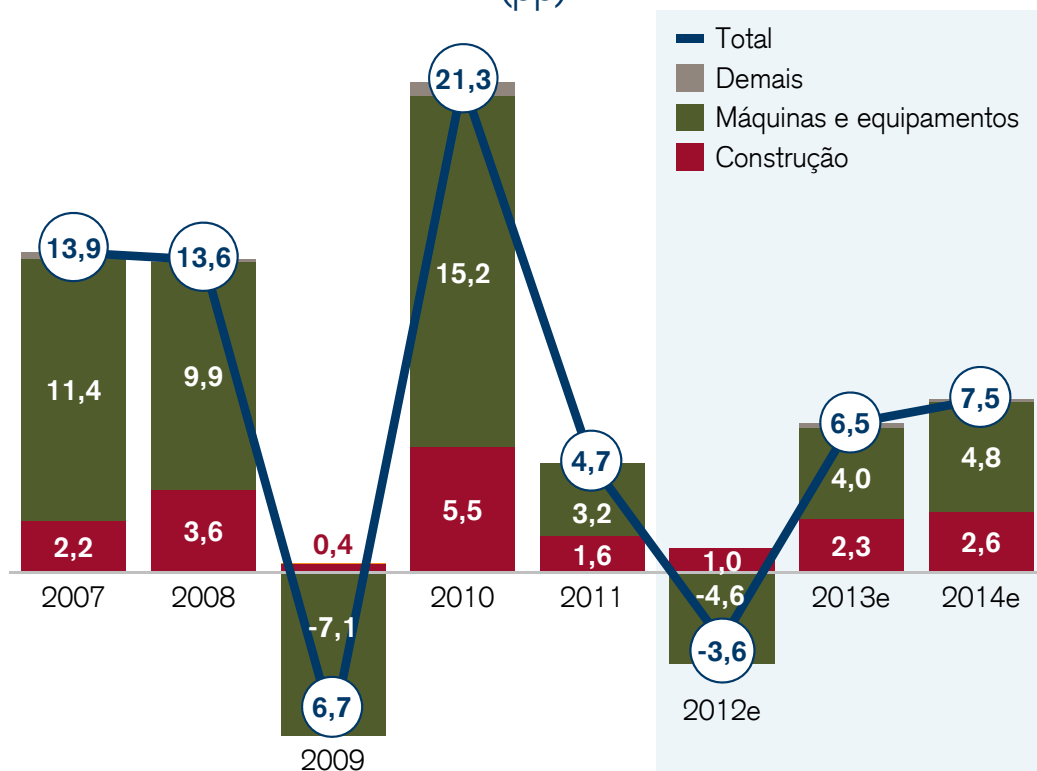
ICI-FGV de bens de capital e investimentos
(%, ante o mesmo período do ano anterior)



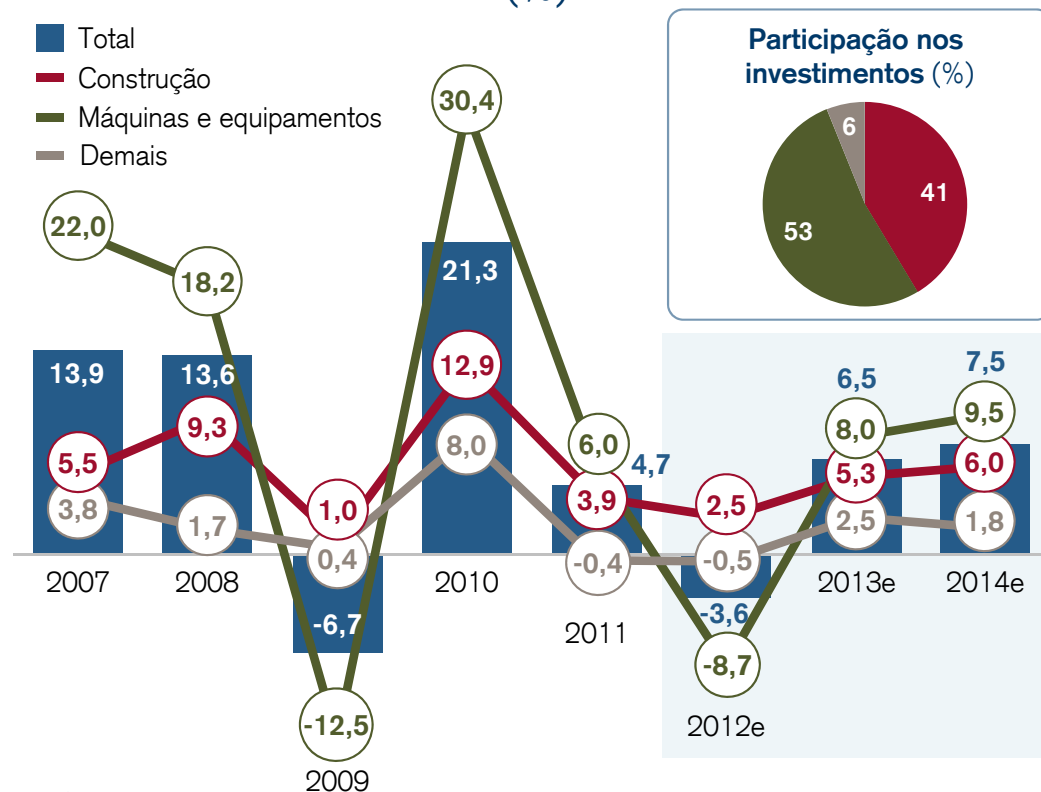
Aceleração dos investimentos depende do setor de bens de capital

- Após a contração de 2012, os investimentos em máquinas e equipamentos crescerão em 2013 e 2014, devido à expansão da produção industrial e ao recuo dos riscos extremos no cenário global.
- O crescimento dos investimentos é muito dependente da dinâmica do setor de bens de capital, pois o setor de construção responde ao ciclo econômico mais gradualmente. Uma maior deterioração da economia global impediria uma retomada mais expressiva do setor de máquinas e equipamentos e, portanto, dos investimentos.

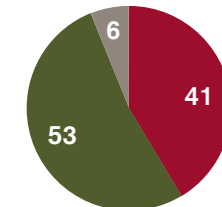
Crescimento dos investimentos
(pp)



Crescimento dos investimentos
(%)



Participação nos investimentos (%)

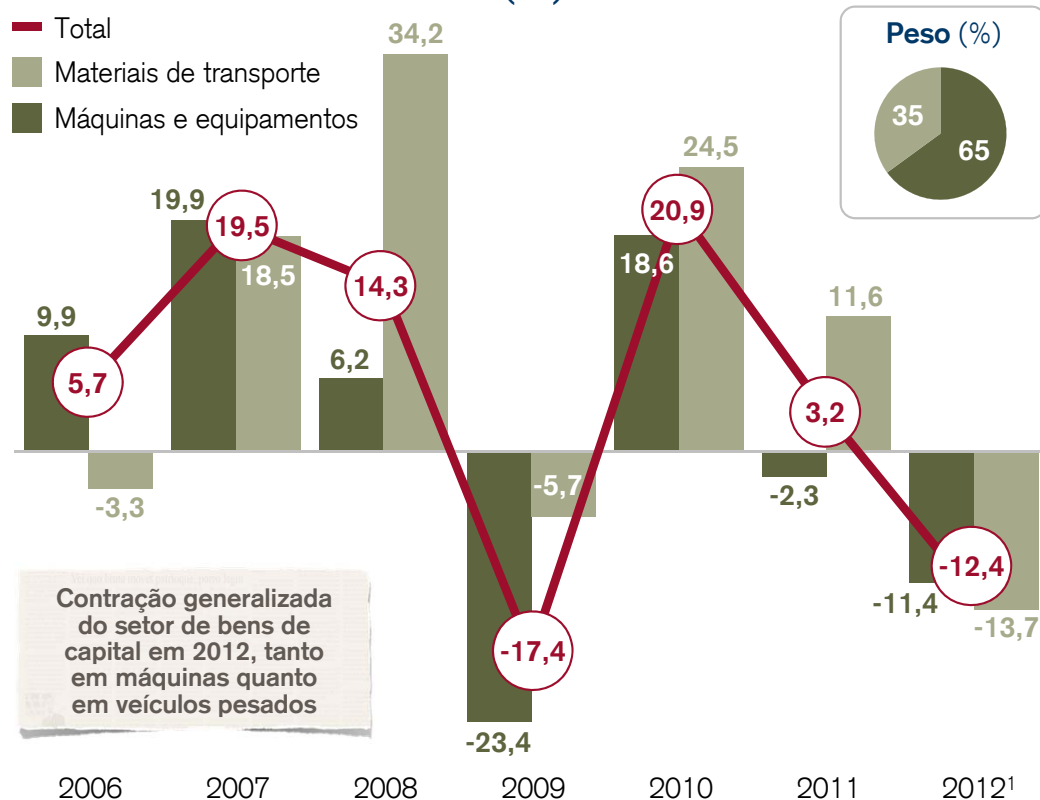


Fonte: IBGE, Credit Suisse

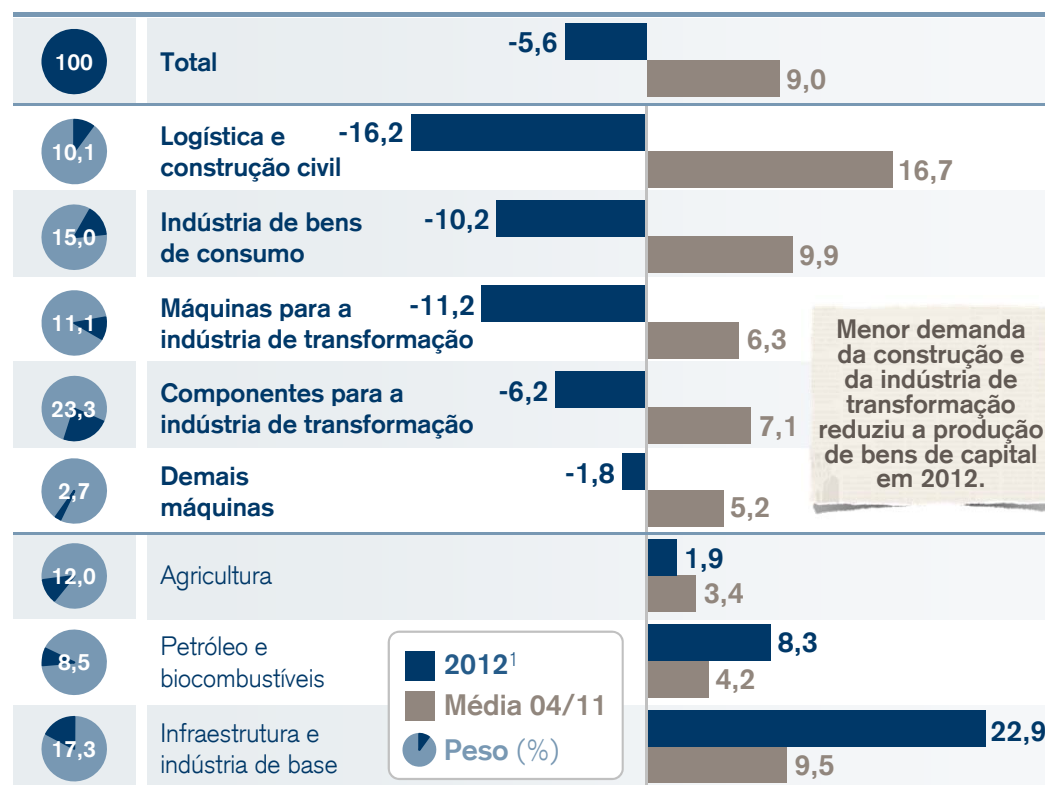
Alta nas vendas de bens de capital exige retomada da indústria

- A contração da produção de bens de capital em 2012 deveu-se à menor demanda por máquinas e por materiais de transporte, essa última por conta da retração no setor de caminhões.
- A forte recuperação na produção do setor de máquinas em 2013 requer melhoria de competitividade do setor frente aos similares importados e à retomada na indústria, em particular, na indústria de transformação, que concentra a maior parcela da demanda por máquinas e equipamentos.

Crescimento da produção de bens de capital (%)



Produção industrial de máquinas e equipamentos por destino (% , ante o ano anterior)



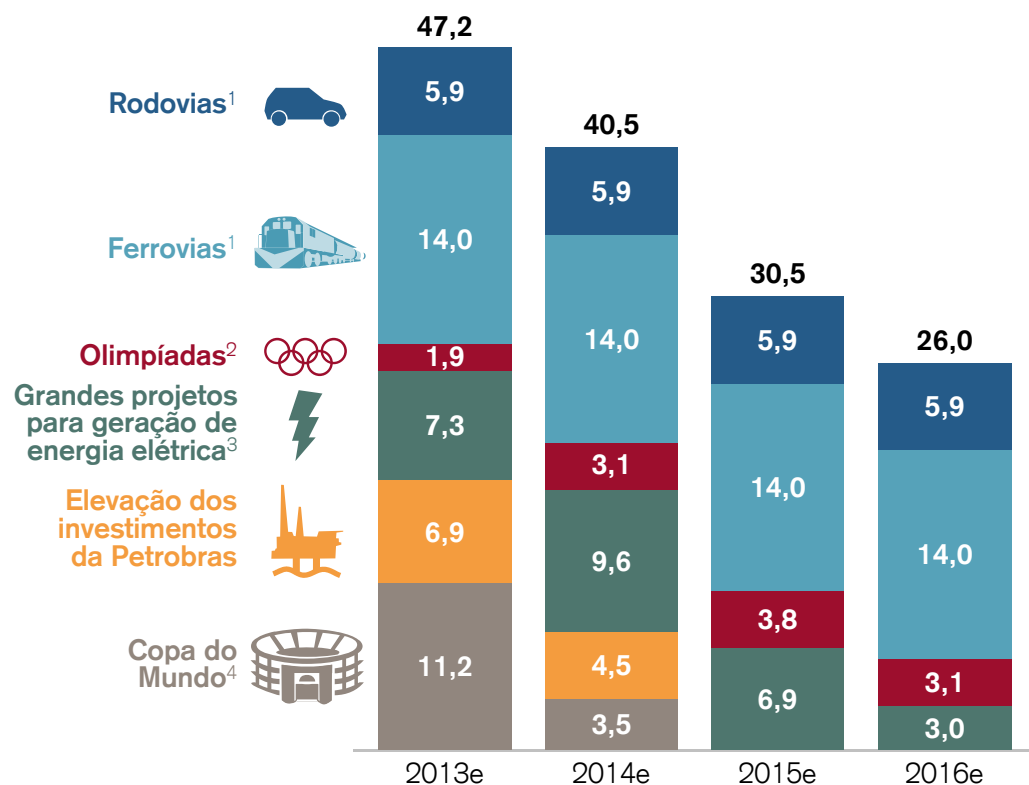
Fonte: IBGE, Abimaq, Credit Suisse

¹ Até setembro.

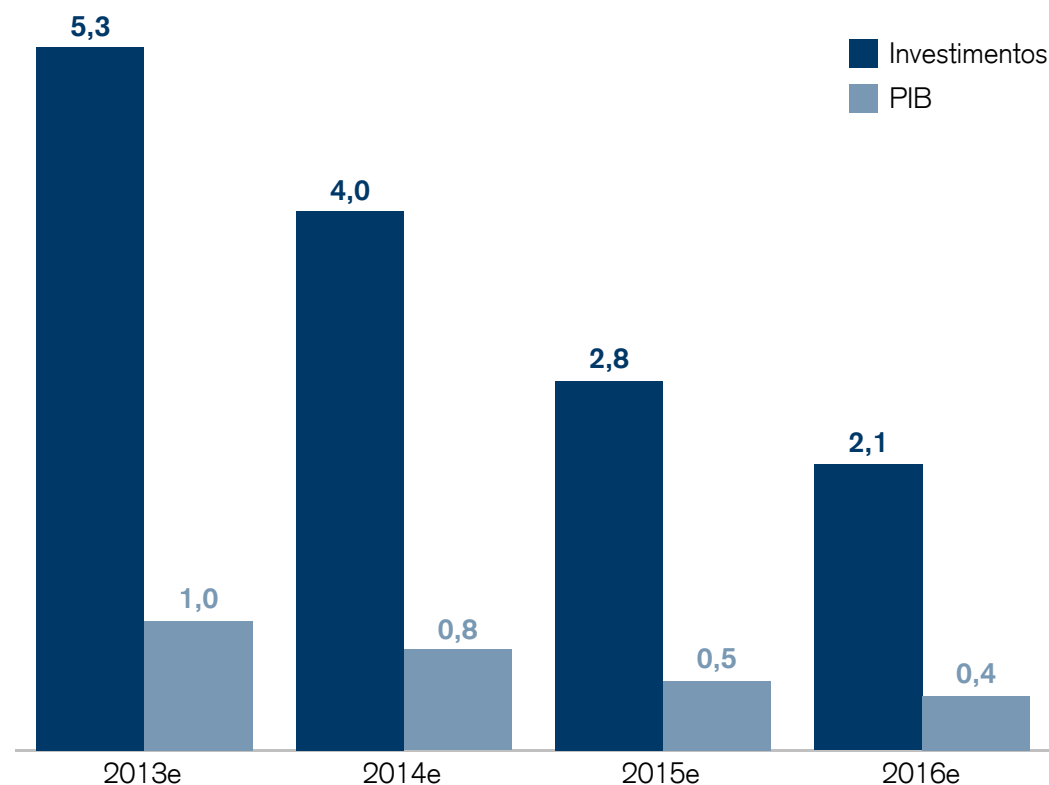
Grandes obras ampliarão investimentos em 1,0 pp do PIB em 2013

- Os projetos de investimentos para: (i) Copa do Mundo de 2014; (ii) Olimpíadas de 2016; (iii) investimentos adicionais da Petrobras; (iv) Usinas de Belo Monte e Teles Pires; (v) rodovias; e (vi) ferrovias ampliarão os investimentos do País em 1,0 pp do PIB em 2013 e 0,8 pp do PIB em 2014.

**Grandes projetos de investimento
para os próximos 4 anos**
(R\$ bilhões)



**Impacto dos grandes
projetos de investimentos na economia**
(% dos investimentos e do PIB a valores correntes)



¹ Informações do Programa de Investimentos em Logística do Ministério dos Transportes.

² Informações do Dossiê de Candidatura do Rio de Janeiro no site do Portal da Transparência

³ Investimentos associados à construção das usinas de Belo Monte e Teles Pires

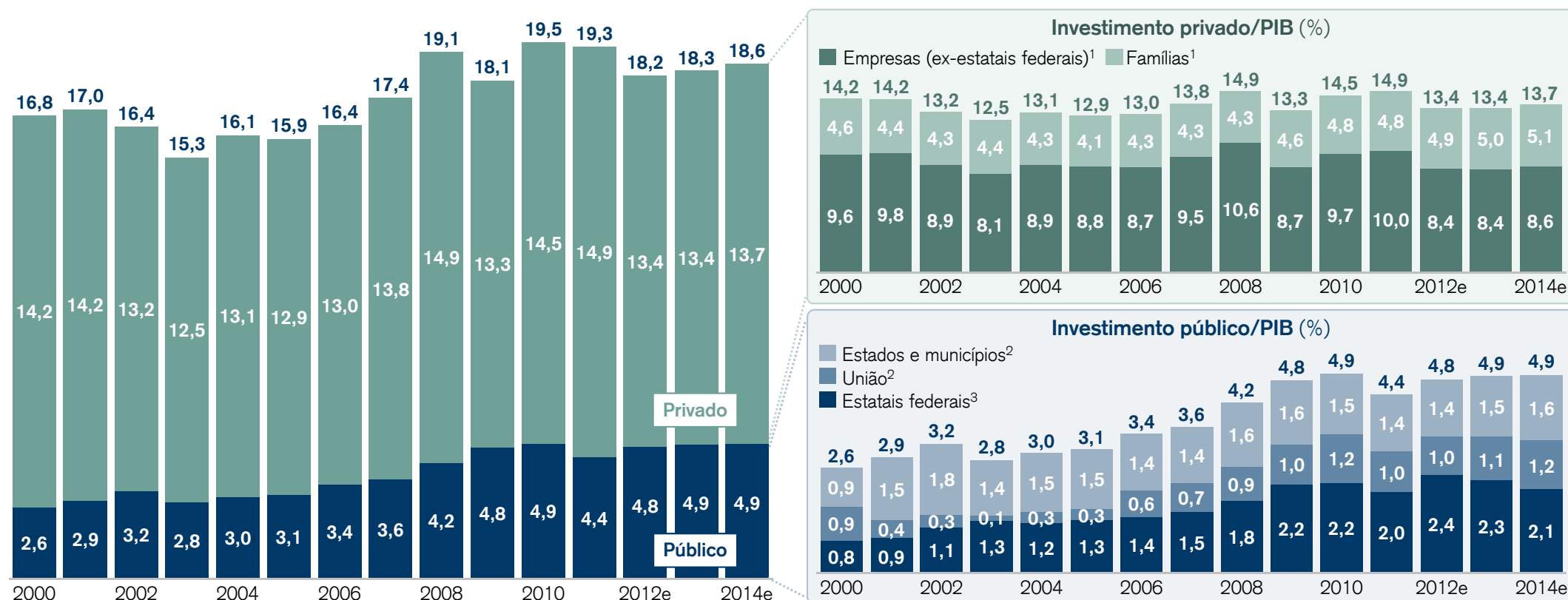
⁴ Estudo da ABDIB e em parceria com o Ministério do Esporte

Fonte: IBGE, Ministério dos Transportes, Portal da Transparência, Ministério das Minas e Energia, Ministério do Esporte, Credit Suisse

Taxa de investimento em 2014 ainda inferior a 20% do PIB

- O setor público contribuiu para conter a desaceleração dos investimentos nos últimos anos, pois o setor corporativo privado reduziu suas inversões desde 2008. As empresas privadas aumentarão seus investimentos em 2013 e 2014, mas em ritmo inferior ao de 2008.
- Os investimentos da União aumentaram de 0,6% do PIB em 2006 para 1,0% do PIB em 2012. A ampliação dos investimentos das estatais, sobretudo da Petrobras, também foi expressiva no período.

Formação bruta de capital fixo (% do PIB)

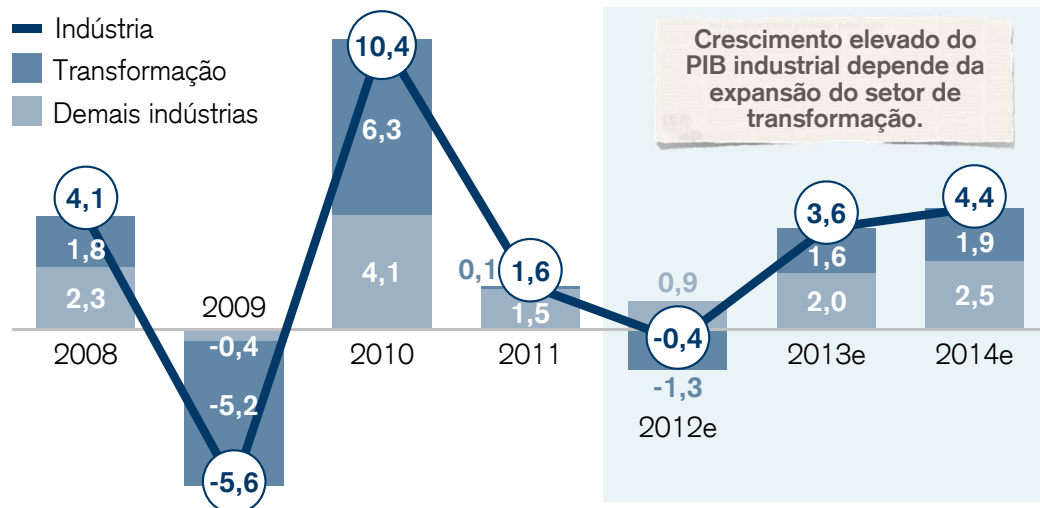


¹ Dados oficiais agregados de Famílias e Empresas até 2009. Nossas estimativas para anos seguintes. ² Dados oficiais agregados da União e de Estados e Municípios até 2009. Nossas estimativas para anos seguintes. ³ Informações do Ministério do Planejamento
 Fonte: IBGE, Ministério do Planejamento, Credit Suisse

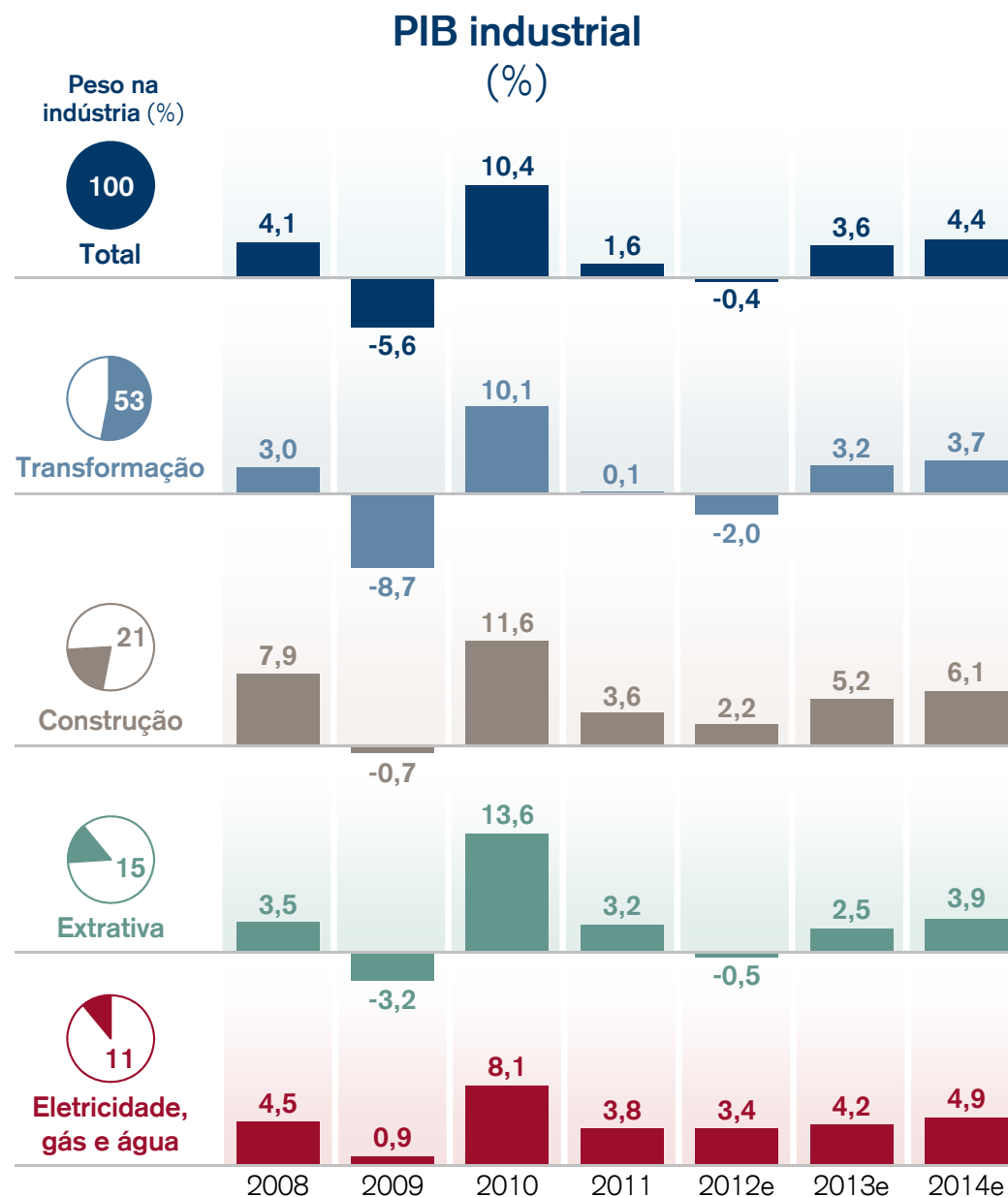
Retomada da expansão na indústria de transformação em 2013

- O crescimento do produto da indústria aumentará de -0,4% em 2012 para 3,6% em 2013:
- ⇒ Aceleração da indústria extrativa de -0,5% em 2012 para 2,5% em 2013, com um melhor cenário global.
- ⇒ Alta do crescimento da indústria de transformação de -2,0% em 2012 para 3,2% em 2013.
- ⇒ Expansão da construção de 5,2% em 2013, com a recuperação do setor imobiliário e da infraestrutura.
- ⇒ Ligeira aceleração do produto de utilidades públicas, cuja desaceleração foi pouco expressiva em 2012.

Composição do crescimento do PIB industrial (% do total)



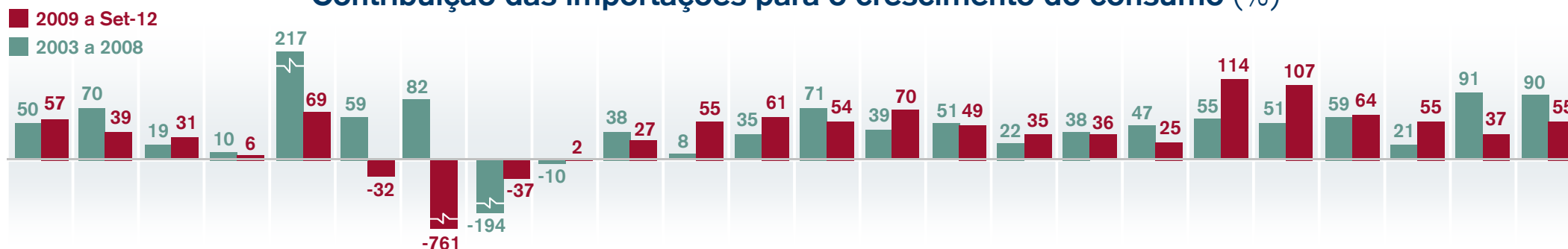
Fonte: IBGE, Funcex, Credit Suisse



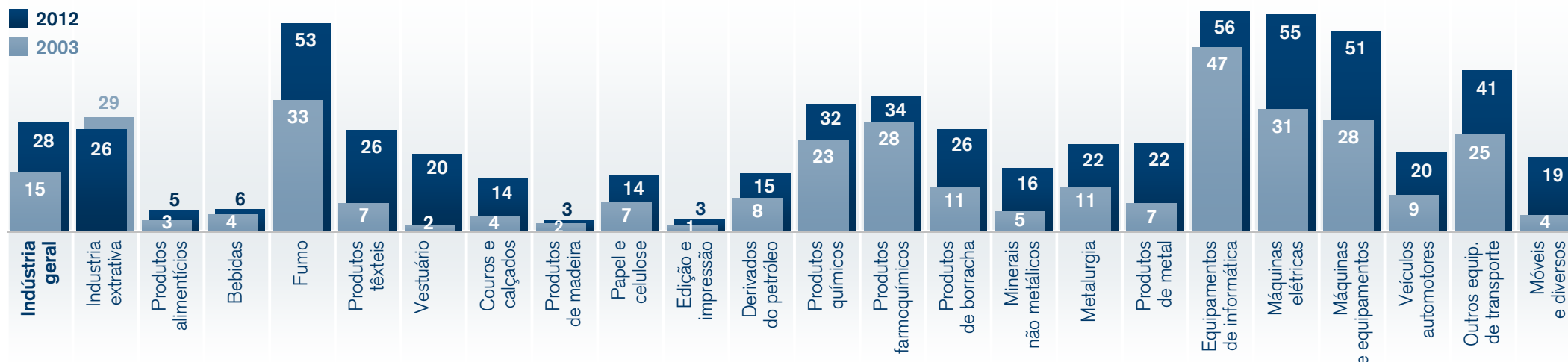
Desaceleração da penetração de importados na indústria em 2013

- O peso das importações no consumo de bens industriais aumentou de 15% em 2003 para 28% em 2012. As importações responderam por 57% da elevação desse consumo na comparação dos últimos 12 meses até setembro de 2012 ante 2009. A alta do imposto de importação, a imposição de barreiras não tarifárias em vários setores e a depreciação cambial de 2012 reduzirão o ritmo de penetração de importados e elevarão a produção industrial doméstica em 2013.

Contribuição das importações para o crescimento do consumo (%)



Importações como percentual do consumo industrial (% do total, a preços de 2003)

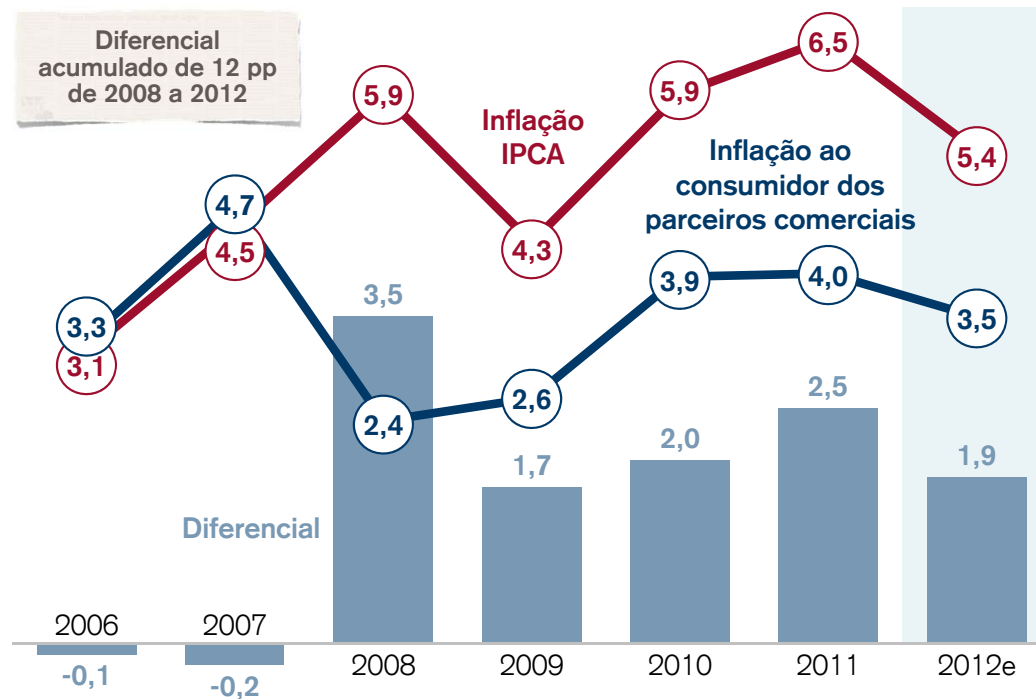


Fonte: IBGE, Credit Suisse

Maior inflação contribui para reduzir a competitividade do País

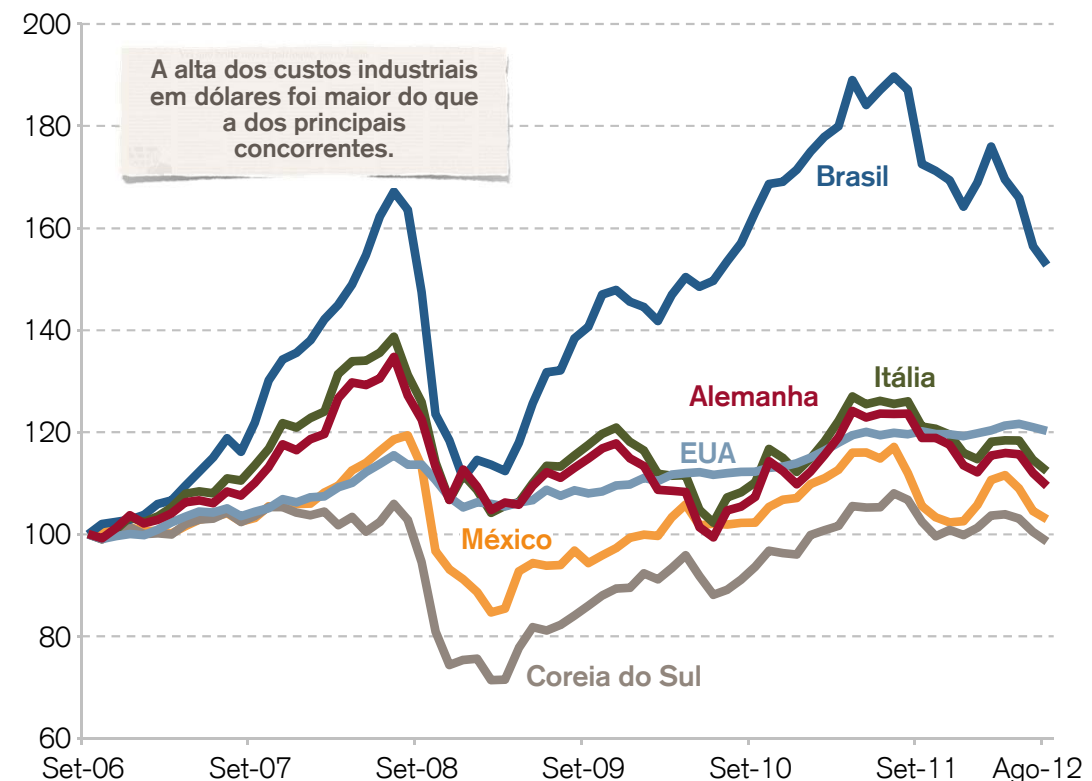
- A competitividade da indústria doméstica diminuiu nos últimos anos, como reflexo, entre outros, da apreciação cambial do Real e da inflação doméstica no atacado e da inflação ao consumidor superior à média dos principais parceiros comerciais.
- A inflação ao consumidor no País foi 12 pontos percentuais superior à média dos principais parceiros comerciais no acumulado de 2008 a 2012.

Diferencial entre a inflação doméstica ao consumidor e a inflação média dos parceiros comerciais¹ (%, acumulada em 12 meses)



¹ EUA, Argentina, China, Países Baixos, Alemanha, México, Japão, Itália, Chile, Rússia, Reino Unido, França, Bélgica, Espanha e Coreia do Sul. Fonte: IBGE, The BLOOMBERG PROFESSIONAL™ Service, IBGE, Credit Suisse

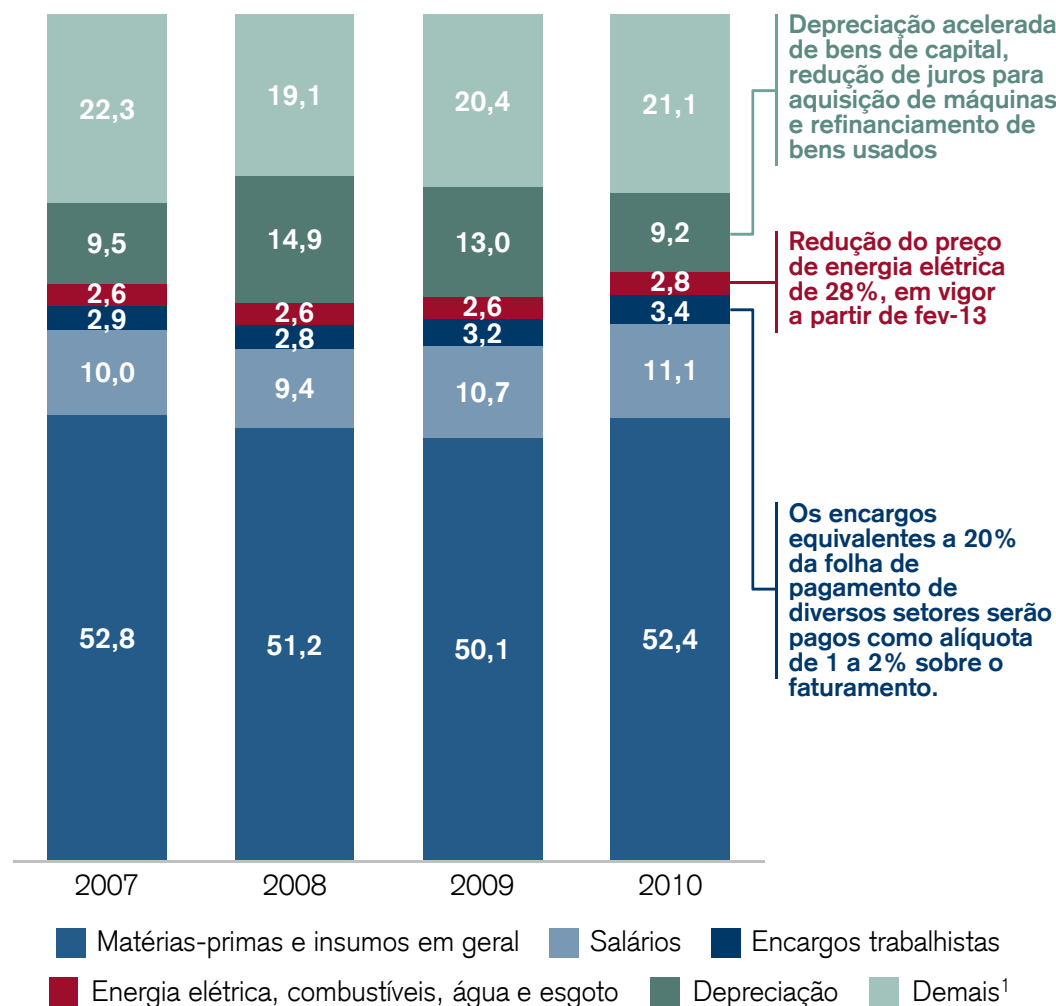
Índice de preços ao produtor (Em dólares, set-06 = 100)



Competitividade da indústria aumentará no curto prazo

- A relativa estabilidade da produção industrial incentivou o governo a implementar medidas em 2012 para elevar a competitividade na indústria:
 - ⇒ Eliminação de impostos sobre a folha salarial em vários setores (40 a partir de jan-13).
 - ⇒ Diminuição provisória do IPI em alguns segmentos.
 - ⇒ Redução do custo de aquisição de bens de capital, ônibus e caminhões, com depreciação acelerada.
 - ⇒ Redução do preço da energia elétrica em fev-13.
 - ⇒ Licitação de concessão de serviços de transportes.
- Apesar da perspectiva de maior crescimento no curto prazo, foram adotadas políticas que privilegiam segmentos específicos ou restringem importações não garantem maior expansão da produtividade desses setores no longo prazo:
 - ⇒ Alta do imposto de importação de 100 itens em outubro e expectativa de aumento de mais 100 itens no 1T13. Alta concentrada em insumos intermediários.
 - ⇒ Imposição de índices de conteúdo nacional na compra de bens por estatais e órgãos do governo.
 - ⇒ Imposição de barreiras não tarifárias.
 - ⇒ Manutenção de taxa de câmbio mais depreciada.

Distribuição dos custos e das despesas da indústria de transformação (% do total)



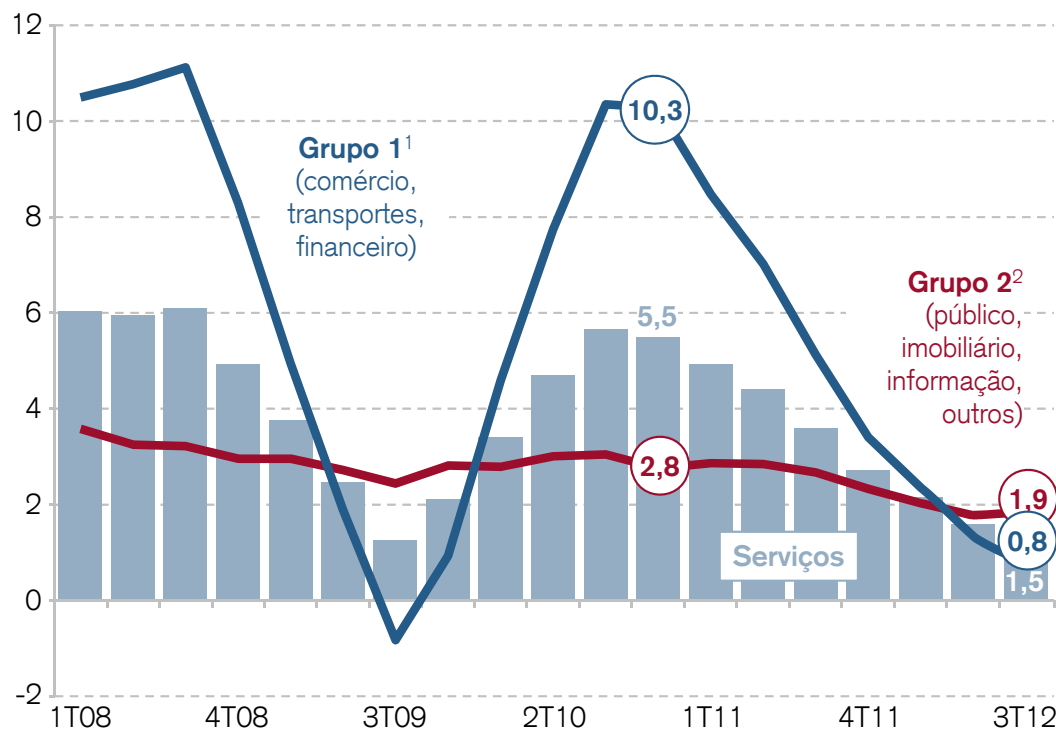
¹ Serviços de manutenção e terceirizados, aluguéis e arrendamentos, impostos indiretos e taxas, outras despesas operacionais e não operacionais.

Fonte: IBGE, Credit Suisse

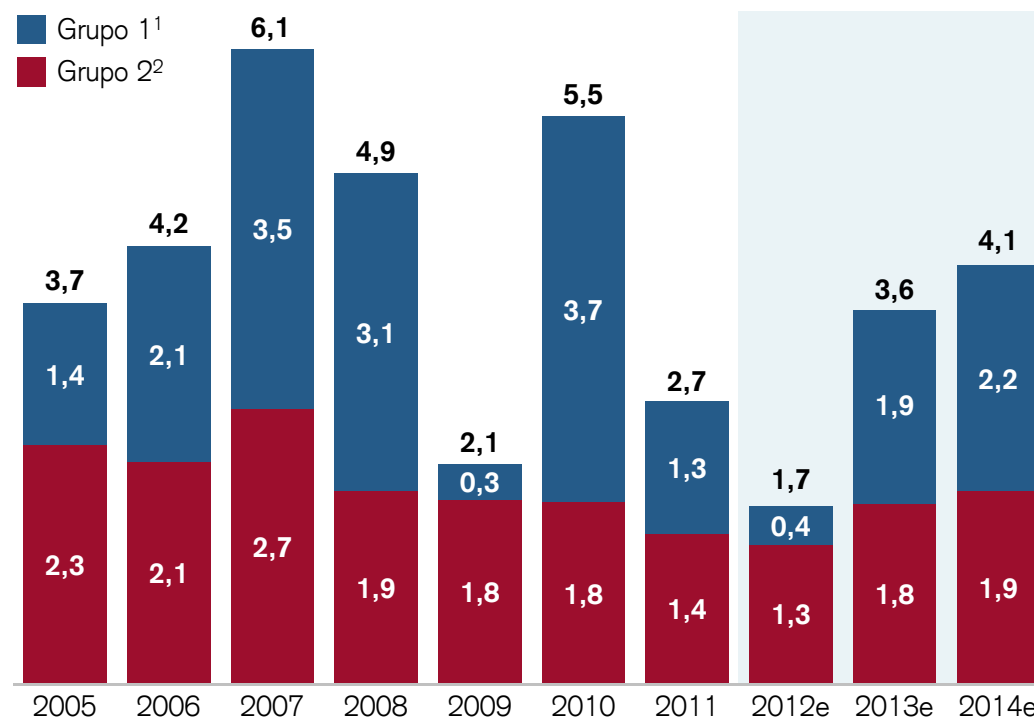
Maior crescimento do PIB de serviços em 2013 e 2014

- O crescimento do PIB de serviços aumentará de 1,7% em 2012 para 3,7% em 2013 e 4,1% em 2014. Essa aceleração será determinada pelos serviços mais sensíveis ao comportamento da demanda, como comércio, transportes e instituições financeiras.
- Os segmentos pouco sensíveis à dinâmica da demanda impediram uma menor expansão de serviços em 2012. Porém, esses segmentos serão um obstáculo a uma rápida aceleração do PIB de serviços nos próximos anos.

Crescimento do PIB de serviços
(%, acumulado em 4 trimestres)



Composição do crescimento do PIB de serviços
(%, ante o mesmo período do ano anterior)



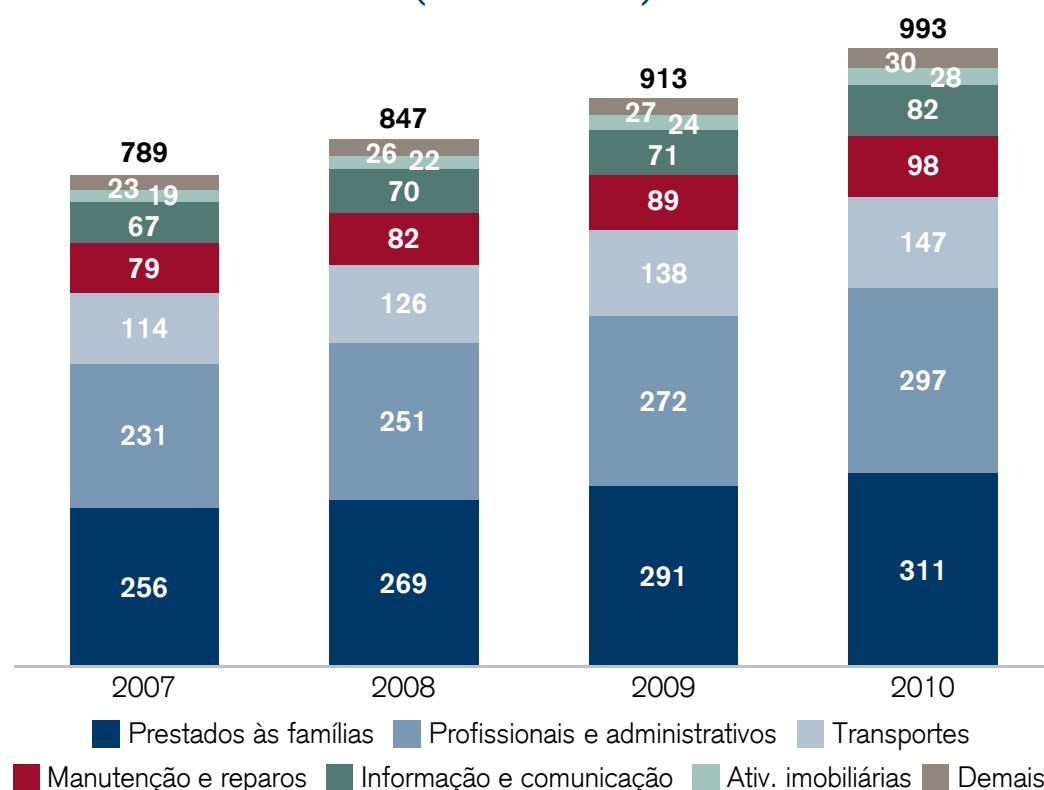
¹ Grupo 1: 37% dos serviços. ² Grupo 2: 63% dos serviços

Fonte: IBGE, Credit Suisse

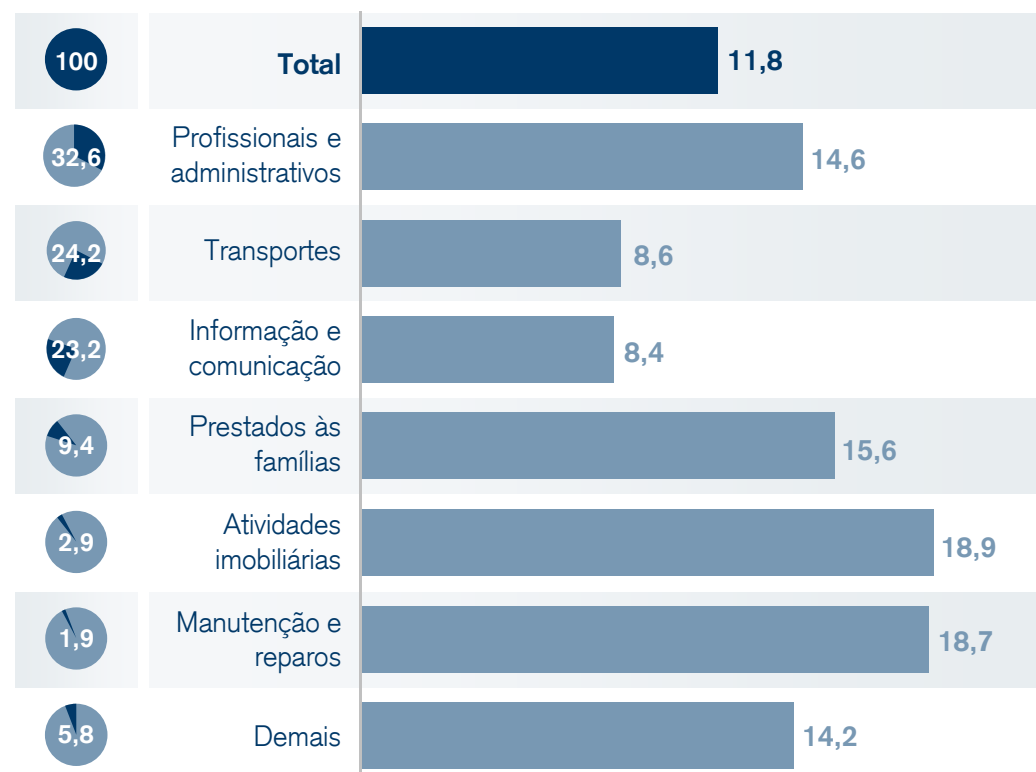
Serviços continuarão crescendo bastante nos próximos anos

- Houve forte expansão do número de empresas e do valor adicionado no setor de serviços desde 2007, com destaque para atividades imobiliárias.
- O contínuo aumento da massa salarial, com uma melhor distribuição de renda, a expansão do mercado de crédito e a ampliação das atividades imobiliárias e de logística no País manterão o elevado crescimento da atividade no setor de serviços nos próximos anos.

Número de empresas de serviços não financeiros¹
(mil unidades)



Expansão real do valor adicionado nos serviços não financeiros, de 2007 a 2010¹ (% , média anual)



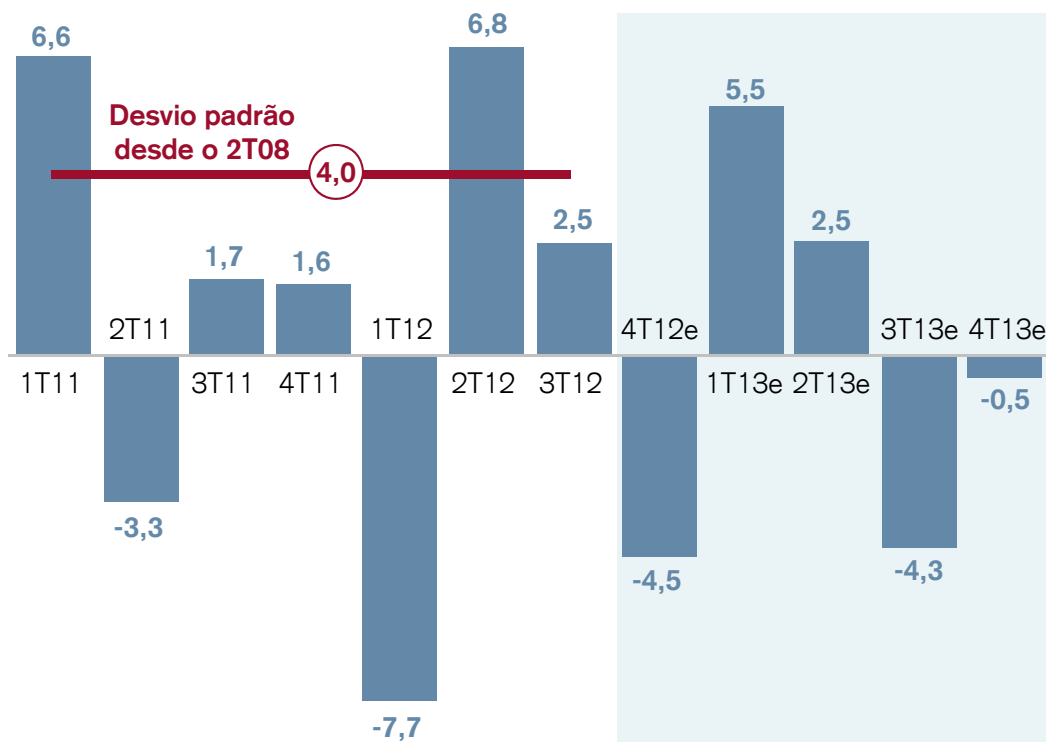
¹Pesquisa Anual de Serviços - PAS

Fonte: IBGE, Credit Suisse

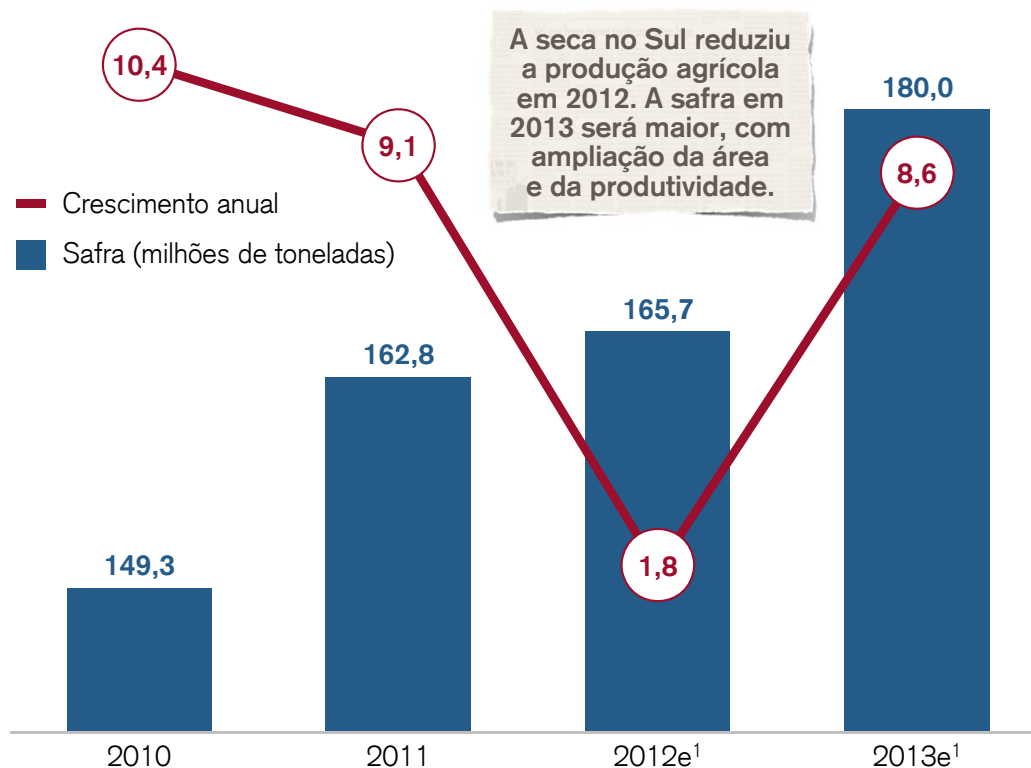
Agropecuária será determinante para a dinâmica trimestral do PIB

- Apesar do reduzido peso da agropecuária no PIB (5,5% em 2011), a alta volatilidade da sua expansão trimestral torna o setor importante para determinar a dinâmica trimestral do PIB.
- O crescimento do PIB agropecuário aumentará de -1,6% em 2012 para 4,1% em 2013, devido ao aumento da safra agrícola, em particular da soja. A dinâmica trimestral da agropecuária em 2013 é a principal razão para que a expansão do PIB no 1S13 seja maior do que no 2S13.

Crescimento do PIB da Agropecuária
(%, ante o trimestre anterior)



Produção de cereais, leguminosas e oleaginosas
(%, acumulado em 12 meses)



Fonte: IBGE, CONAB, Credit Suisse

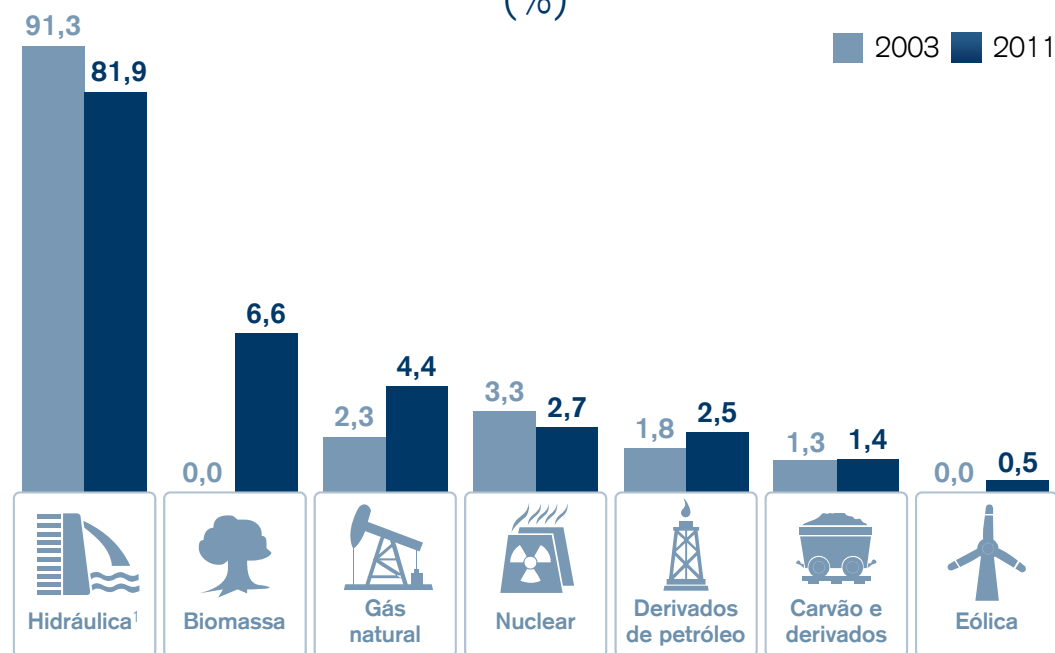
¹ Projeção da CONAB

Oferta de energia é um risco para a atividade em 2013

- As hidrelétricas representam mais de 80% da geração de energia elétrica no País. A oferta dessa energia depende do nível dos reservatórios e, logo, do regime pluviométrico. O nível dos reservatórios recuou recentemente para um patamar bem inferior à média dos últimos anos. Após o contínuo recuo do nível dos reservatórios em 2000, as poucas chuvas de 2001 causaram racionamento de energia.
- A probabilidade de racionamento de energia em 2013 é baixa, por conta do nível ainda razoável dos reservatórios frente ao padrão de 2000 e 2001, da disponibilidade de energia de outras fontes (e.g., termelétricas) e da interligação do sistema elétrico (que não era completa em 2001). Porém, um baixo nível pluviométrico nos próximos meses elevaria esse risco de forma substancial.

Oferta de energia elétrica por fonte

(%)

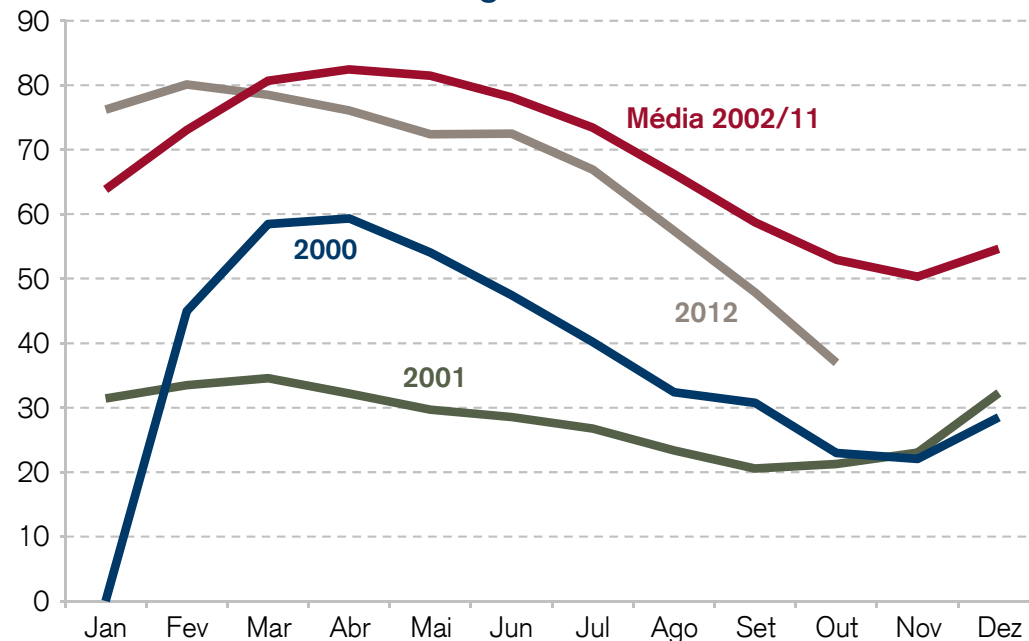


¹ Inclui importação líquida de energia.

Fonte: ONS, Credit Suisse

Reservatórios do Sudeste e Centro-Oeste

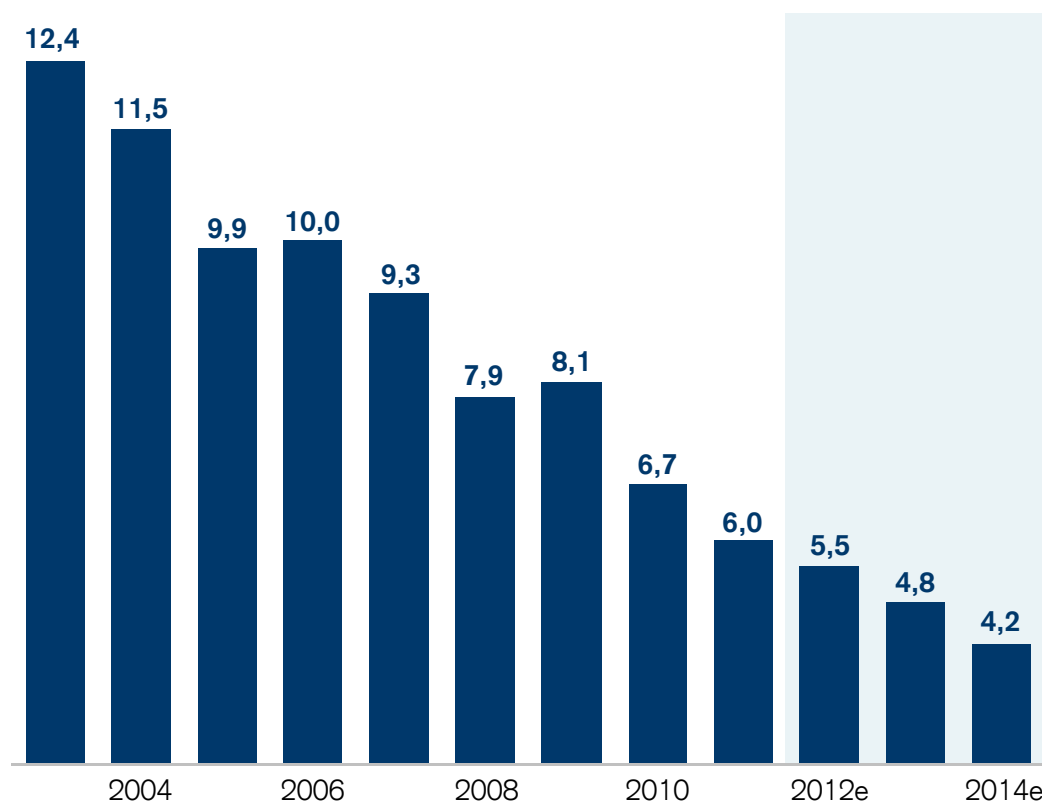
(% da energia armazenada)



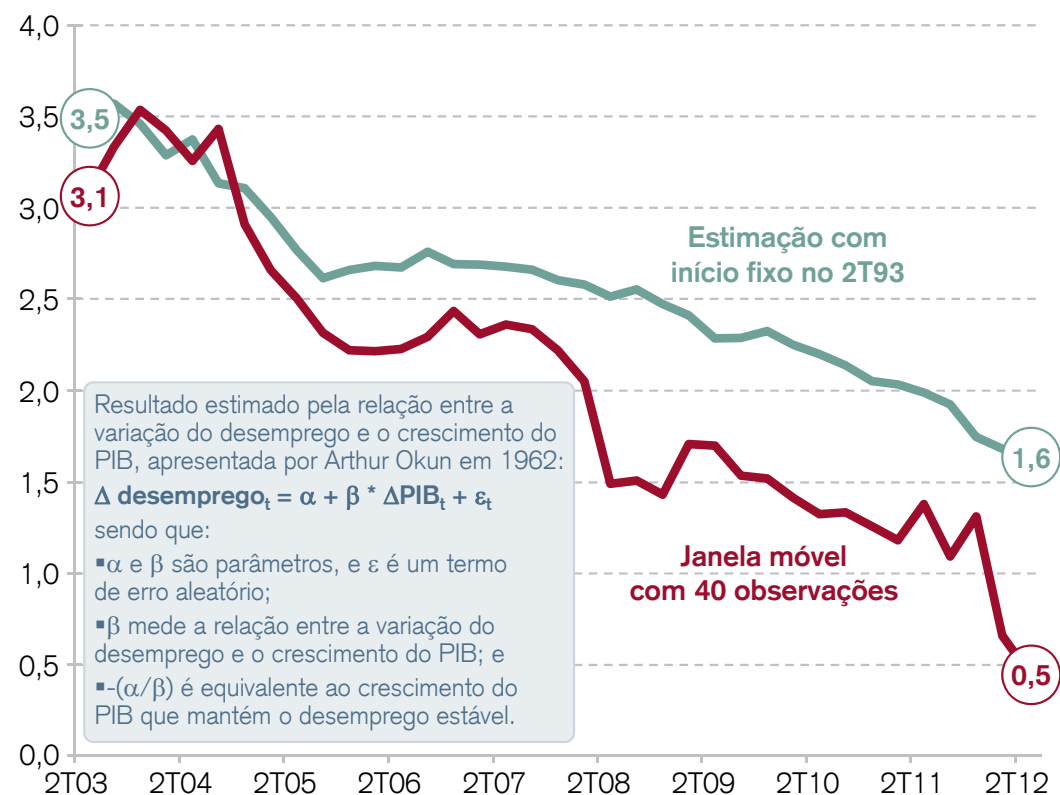
Taxa de desemprego diminuirá em 2013 e 2014

- A expansão do PIB necessária para manter a taxa de desemprego estável tem diminuído continuamente nos últimos anos. Uma alta da taxa de desemprego seria compatível apenas com uma forte contração da economia ou uma expansão reduzida da atividade por um período muito prolongado.
- A taxa de desemprego diminuirá para 4,8% em 2013 e 4,2% em 2014.

Taxa de desemprego média anual
(%)



Crescimento do PIB necessário para manter a taxa de desemprego estável¹ (%)



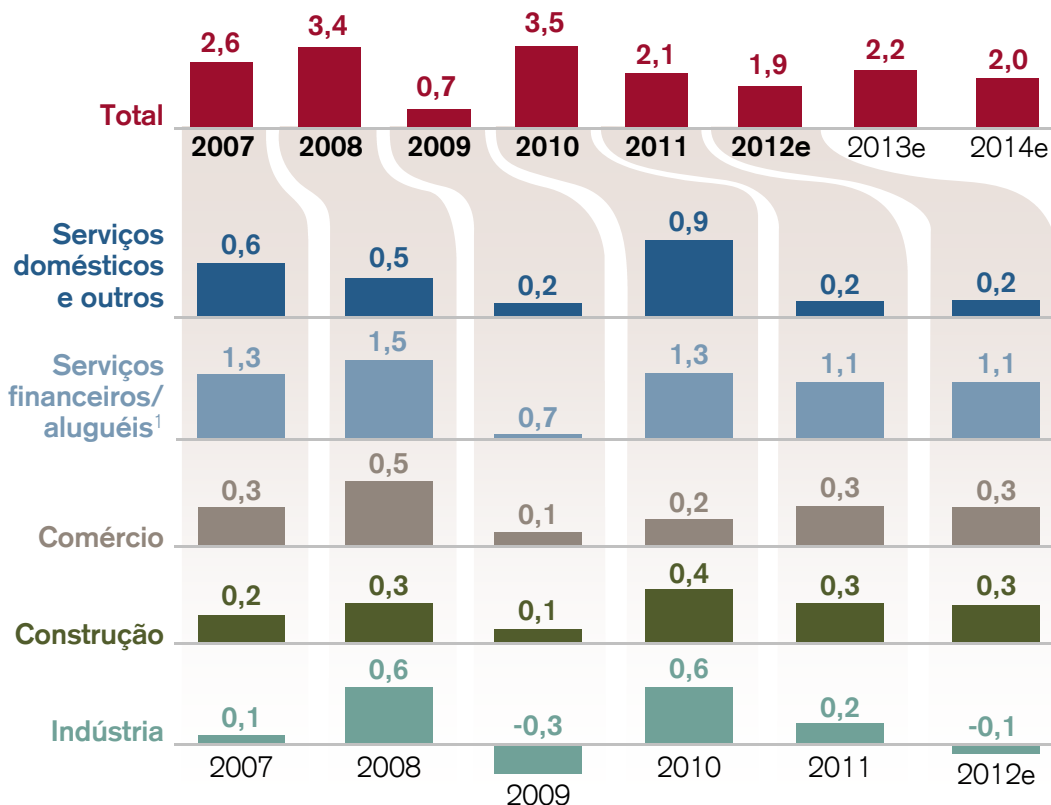
Fonte: IBGE, Credit Suisse

¹ Knotek, Edward (2007): "How Useful Is Okun's Law." Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, páginas 73–103

Expansão do emprego superará a da força de trabalho em 2013

- A desaceleração da criação de postos de trabalho em 2012 foi pouco expressiva ante a redução do crescimento do PIB, principalmente em função da forte geração de empregos no setor de serviços.
- A geração de postos de trabalho permanecerá alta em 2013 e 2014, ligeiramente superior ao crescimento da força de trabalho e da população em idade ativa. A menor expansão da população em idade ativa frente a anos anteriores contribuirá para o recuo da taxa de desemprego.

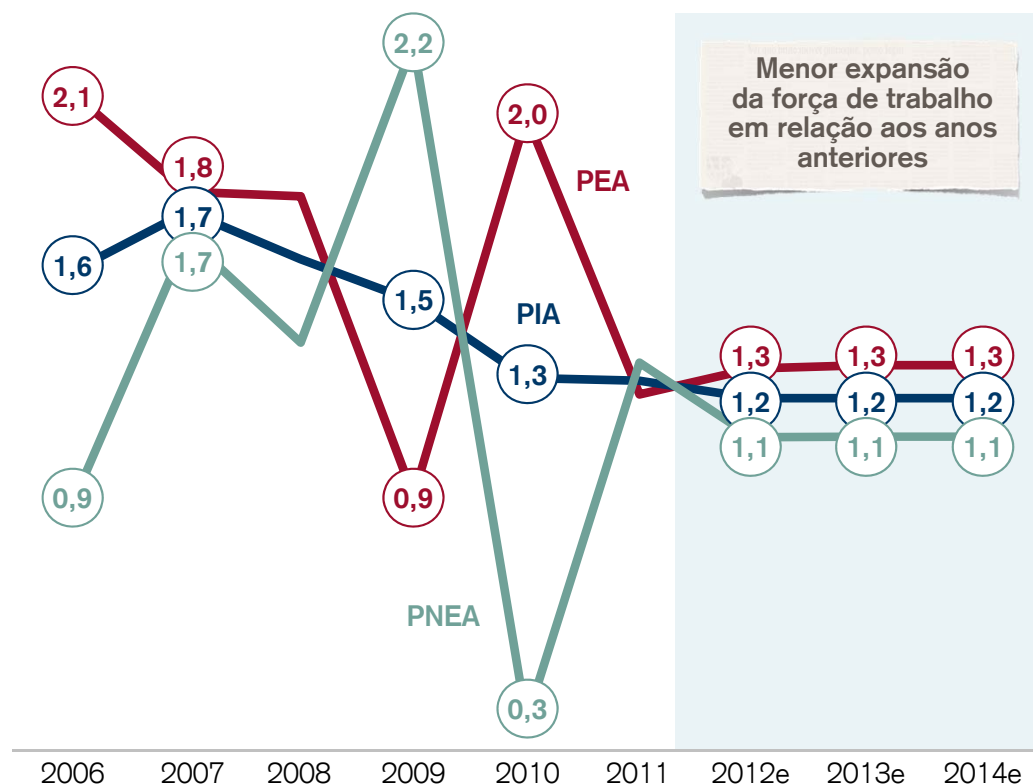
Contribuição para o crescimento da população ocupada (%)



¹ Serviços financeiros/aluguéis/corporativos/públicos

Fonte: IBGE, Credit Suisse

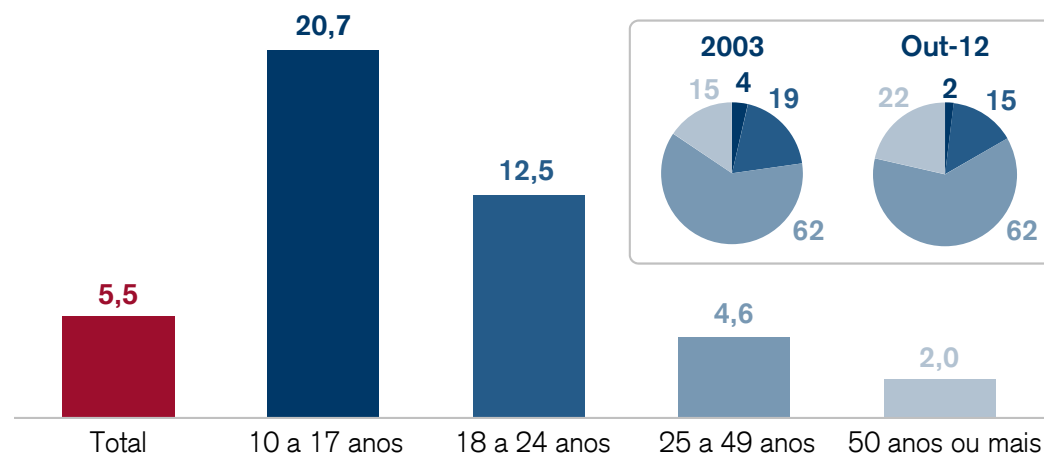
Crescimento da força de trabalho (PEA), população em idade ativa (PIA) e população inativa (PNEA) (%)



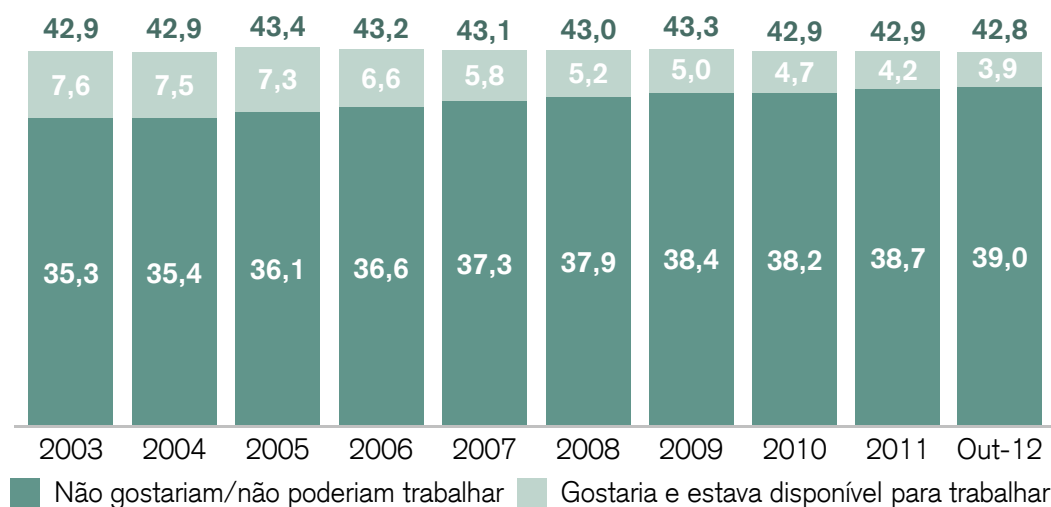
Fatores demográficos favorecem o recuo da taxa de desemprego

- O aumento da idade média da população contribuirá para a redução adicional da taxa de desemprego nos próximos anos. Como em outros países, a taxa de desemprego entre os mais jovens é muito superior à dos mais velhos.
- Apesar de, em geral, diminuir com a maior expansão da atividade, o percentual de inativos tem aumentado como reflexo da elevação da escolaridade dos mais jovens, que têm adiado a entrada no mercado de trabalho.

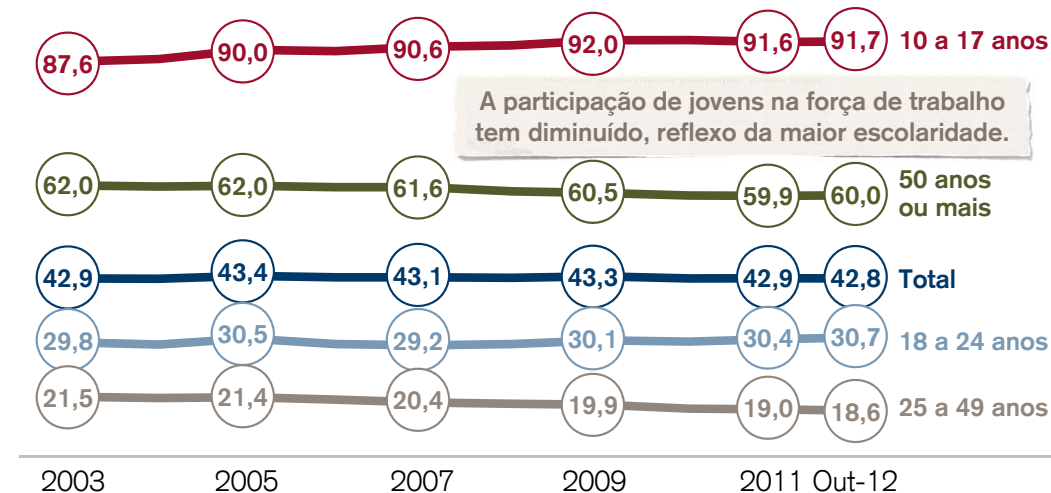
Taxa de desemprego por faixa etária
(%, média móvel de 12 meses até out-12)



População inativa
(% da população em idade ativa)



Taxa de inatividade¹ por faixa etária
(% da população em idade ativa)



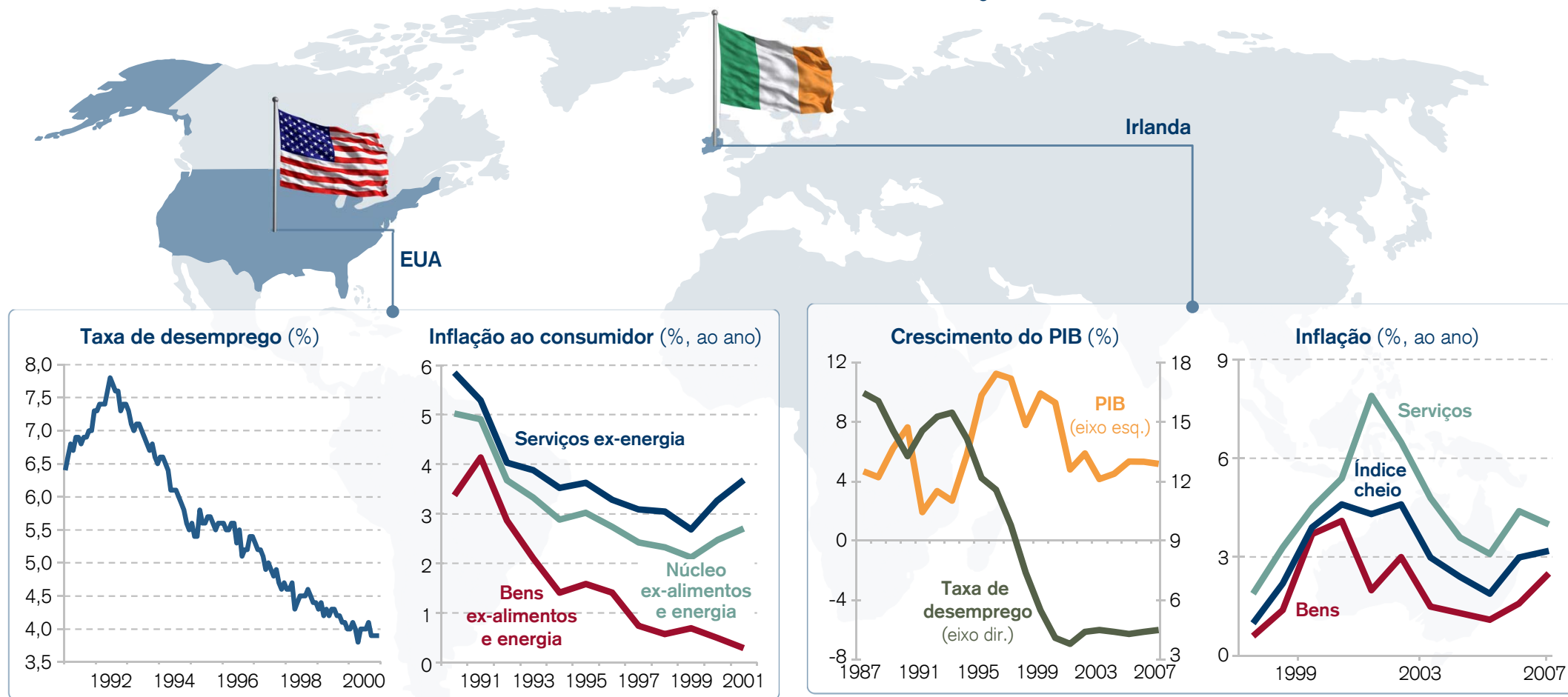
Fonte: IBGE, Credit Suisse

¹ A taxa de inatividade é o percentual de pessoas em idade ativa que estão fora da força de trabalho.

Redução da taxa de desemprego é compatível com inflação estável

- O recuo contínuo da taxa de desemprego em vários países no passado não promoveu aceleração da inflação. Por exemplo, no caso dos Estados Unidos e da Irlanda, a baixa inflação de bens compensou a maior inflação do setor de serviços. Ao mesmo tempo, esses países permitiram o aumento da imigração, diminuindo a alta dos salários reais.

Crescimento do PIB, taxa de desemprego e inflação ao consumidor (%)

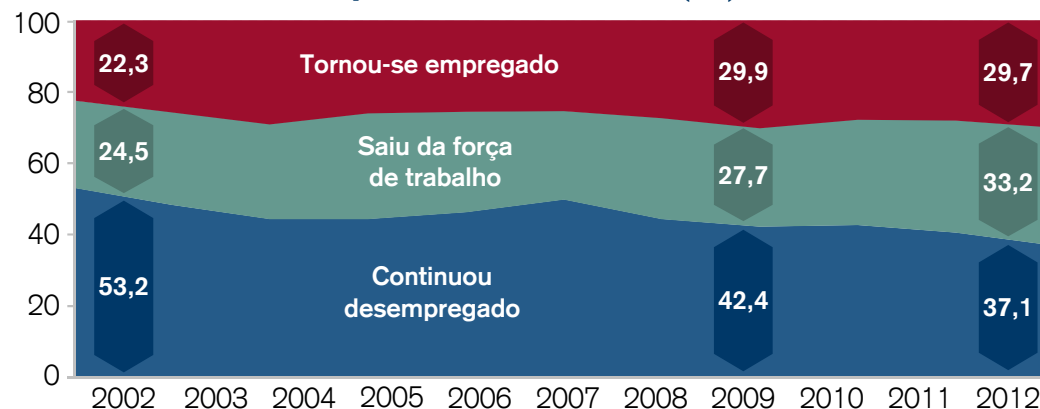


Fonte: Fed, Eurostat, Credit Suisse

Microdados da PME não sugerem escassez de mão de obra

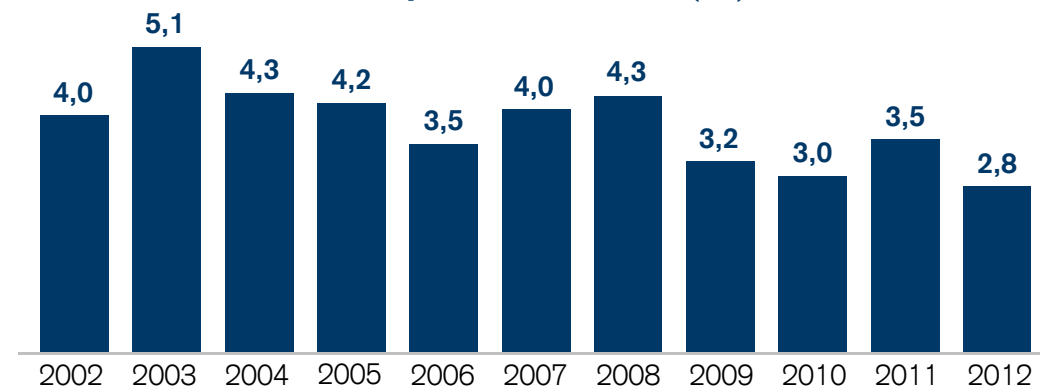
- A Pesquisa Mensal do Emprego (PME) entrevista trabalhadores por quatro meses consecutivos. Essas entrevistas são interrompidas por oito meses, e, depois, é reiniciado um novo ciclo.
- O percentual de trabalhadores que permaneceram desempregados por, ao menos, quatro meses diminuiu de 53,2% em 2002 para 37,1% em 2012. Ao mesmo tempo, a proporção de desempregados que conseguiram emprego nos três meses seguintes cresceu de 22,3% para 29,7%. Dentre os trabalhadores desempregados, a proporção que saiu da força de trabalho em até três meses cresceu de 24,5% para 33,2%. A proporção de trabalhadores que trocaram de emprego em até quatro meses diminuiu de 4,0% em 2002 para 2,8% em 2012.
- O menor percentual de trabalhadores que mudaram de emprego em quatro meses sugere que não há estímulos financeiros suficientes para estimular a troca de emprego. Isso reforça a visão de não haver escassez de mão de obra, apesar do recuo do desemprego.

Situação dos indivíduos desempregados após três meses¹ (%)



¹ A partir de 2009, a redução da taxa de desemprego esteve fortemente associada com o aumento das pessoas que saíram da força de trabalho, com participação menos significativa das pessoas que conseguiram emprego.

Indivíduos que trocaram de emprego em quatro meses² (%)



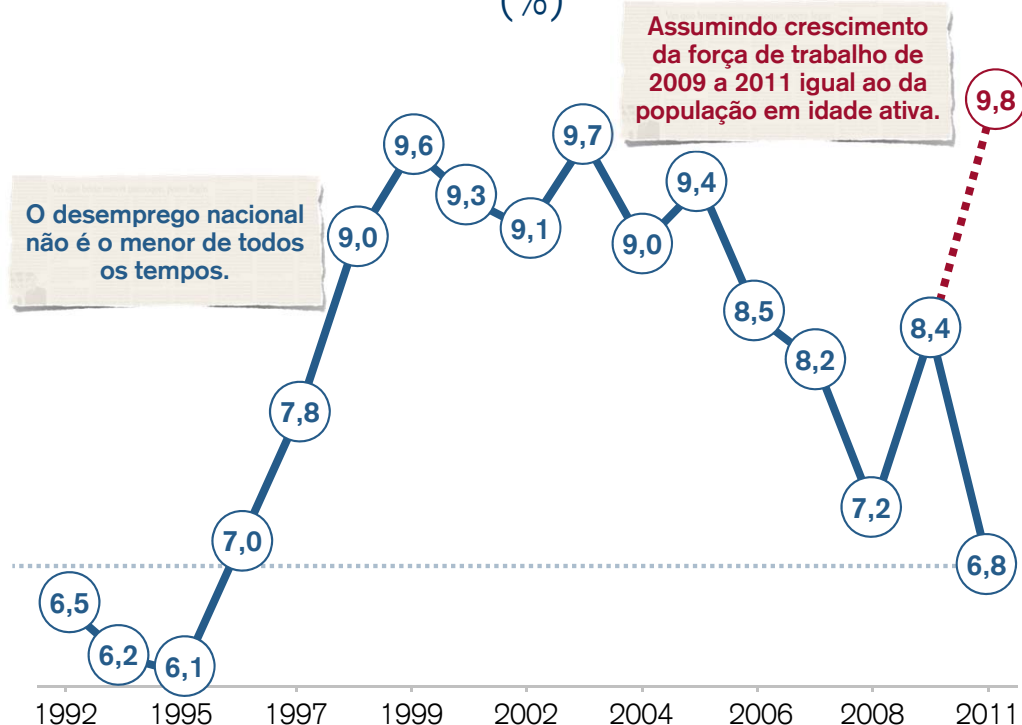
² A troca de emprego é definida como a situação em que o trabalhador está empregado no primeiro e no último mês de sua entrevista, mas desempregado ou fora da força do trabalho na segunda ou terceira entrevista, considerando os meses de junho a setembro de cada ano como referência.

Fonte: IBGE, Credit Suisse

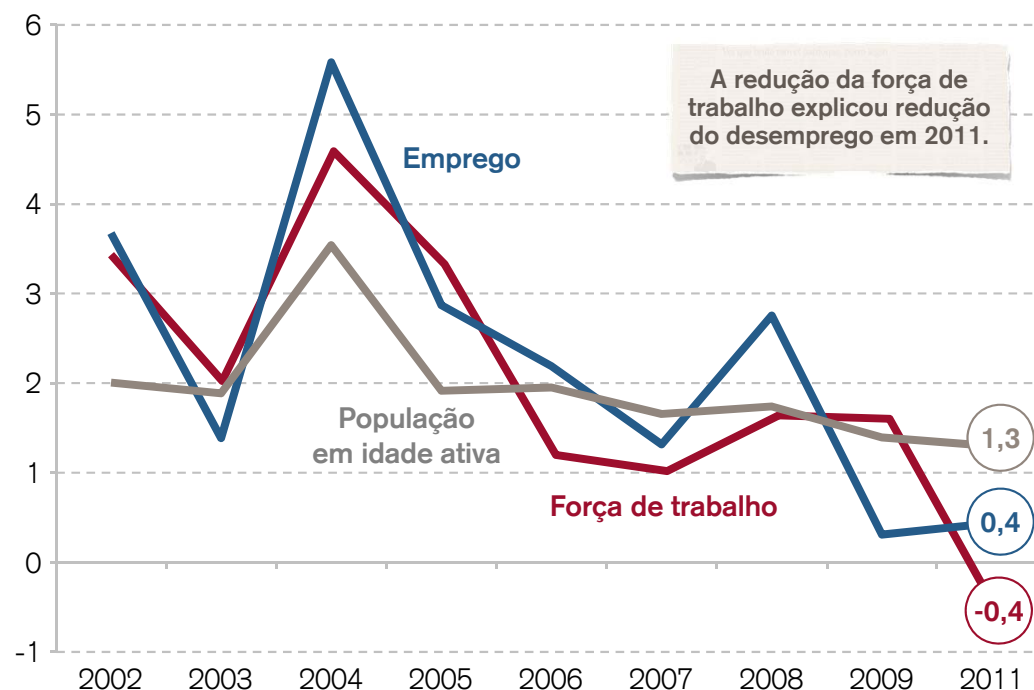
Taxa de desemprego nacional também diminuirá em 2013

- Ao contrário da taxa medida pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) em seis regiões metropolitanas, a taxa de desemprego nacional medida pela Pesquisa Nacional de Amostra de Domicílios (PNAD) não é a menor da série histórica, sendo superior ao patamar até 1995. O recuo da taxa de desemprego PNAD de 8,4% em 2009 para 6,8% em 2011 foi explicado pela diminuição da força de trabalho.
- Esperamos recuo da taxa de desemprego em nível nacional em 2013, dada a nossa expectativa de maior crescimento do PIB no ano.

Taxa de desemprego medida pelo PNAD, com abrangência nacional (%)



Dados da Pesquisa Nacional de Amostra de Domicílios (PNAD): crescimento do emprego, da força de trabalho e da população em idade ativa (%)

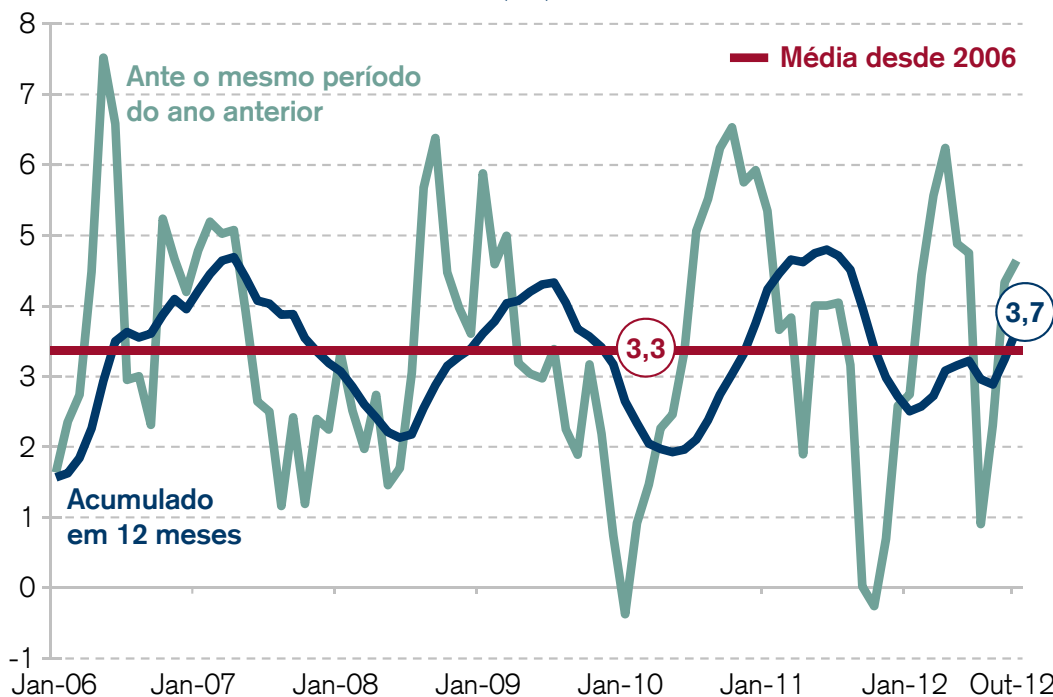


Fonte: IBGE, Credit Suisse

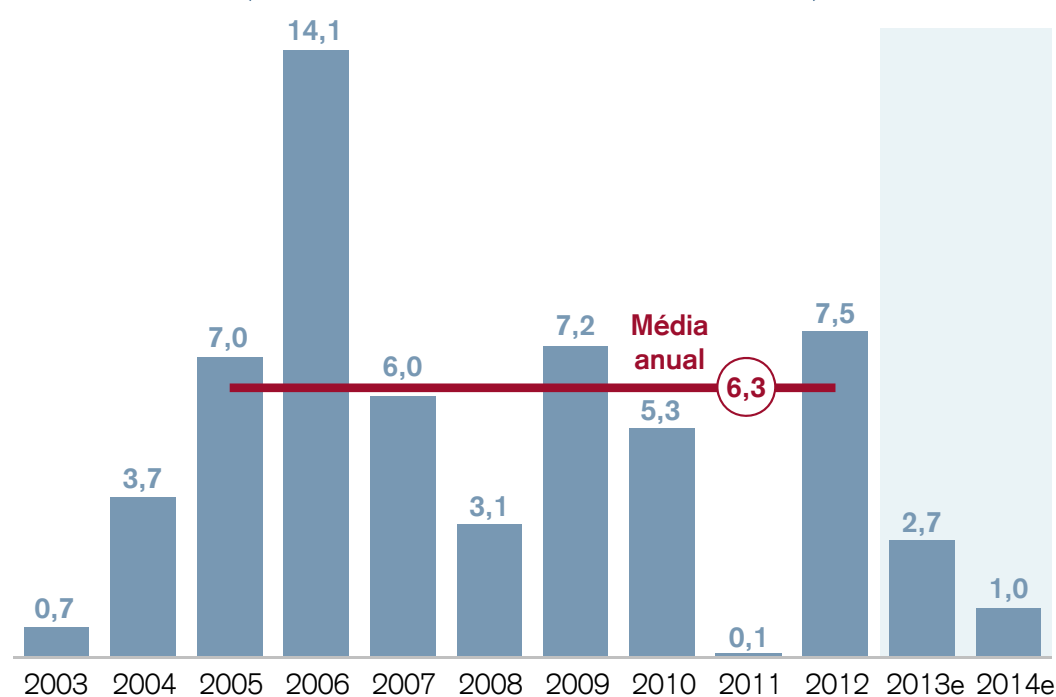
Salário médio real continuará aumentando em 2013 e 2014

- O crescimento do rendimento médio real permanece em torno de 3,0% ao ano desde 2006. Essa contínua alta resulta da maior expansão da atividade, do forte reajuste do salário mínimo em termos reais e do recuo da taxa de desemprego. A relativa estabilidade desse crescimento nos últimos anos sugere que a contínua diminuição da taxa de desemprego não acelerou os salários.
- Prevemos redução do crescimento do rendimento médio real de 4,0% em 2012 para 3,0% em 2013 e 3,0% em 2014, devido, em parte, ao declínio do reajuste real do salário mínimo de 7,5% em 2012 para 2,7% em 2013 e 1,0% em 2014.

Crescimento do rendimento médio habitual real¹
(%)



Elevação real do salário mínimo
(%, ante a média do ano anterior)



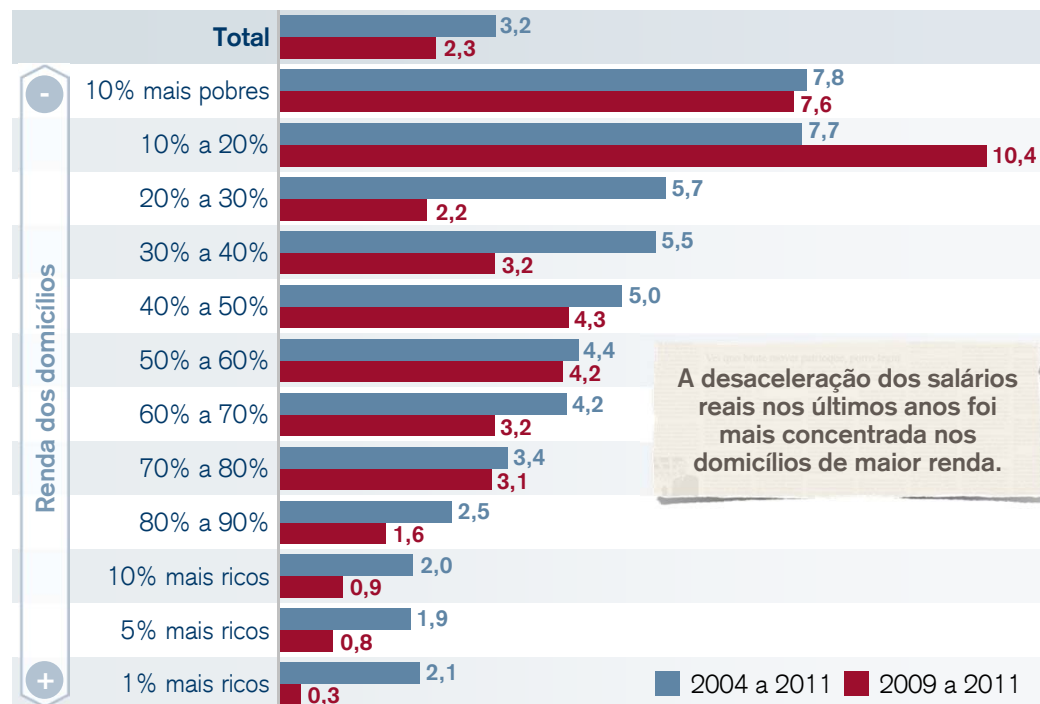
¹ Salário habitualmente recebido, exclui eventuais bônus e horas extras.

Fonte: IBGE, Credit Suisse

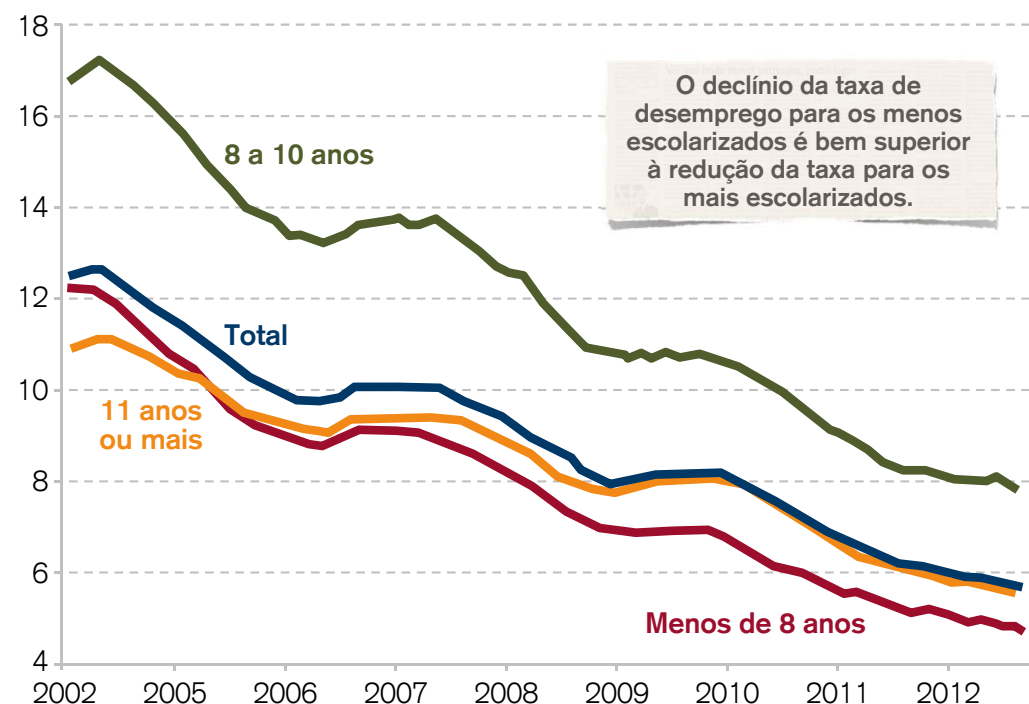
Distribuição de renda continuará melhorando nos próximos anos

- A redução da desigualdade de renda foi beneficiada pelo maior aumento dos rendimentos daqueles que recebem menores salários. O forte reajuste do salário mínimo e os programas de inclusão social contribuíram de forma relevante para a melhoria da distribuição de renda.
- A maior expansão dos salários mais baixos não é compatível com o conceito de escassez de mão de obra qualificada. Apesar de declinante, a taxa de desemprego da população com mais de 11 anos de escolaridade é superior à taxa para aqueles com escolaridade inferior a oito anos.

Dados PNAD – crescimento médio anual real dos salários por faixa de renda (%)



Taxa de desemprego por anos de estudo
(%, média móvel de 12 meses)

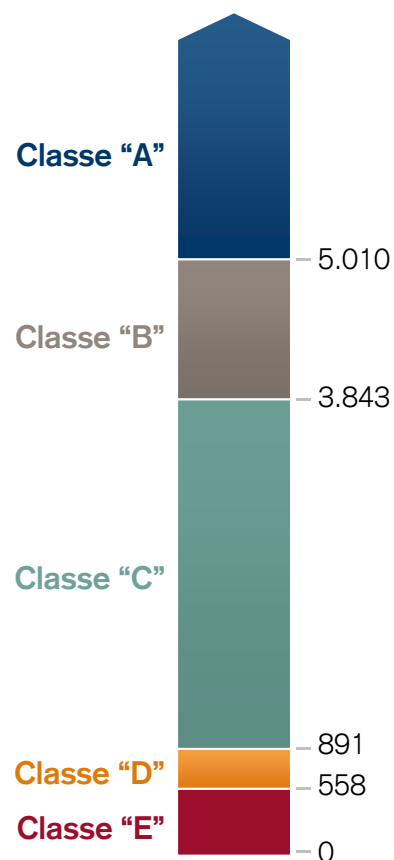


Fonte: IBGE, Credit Suisse

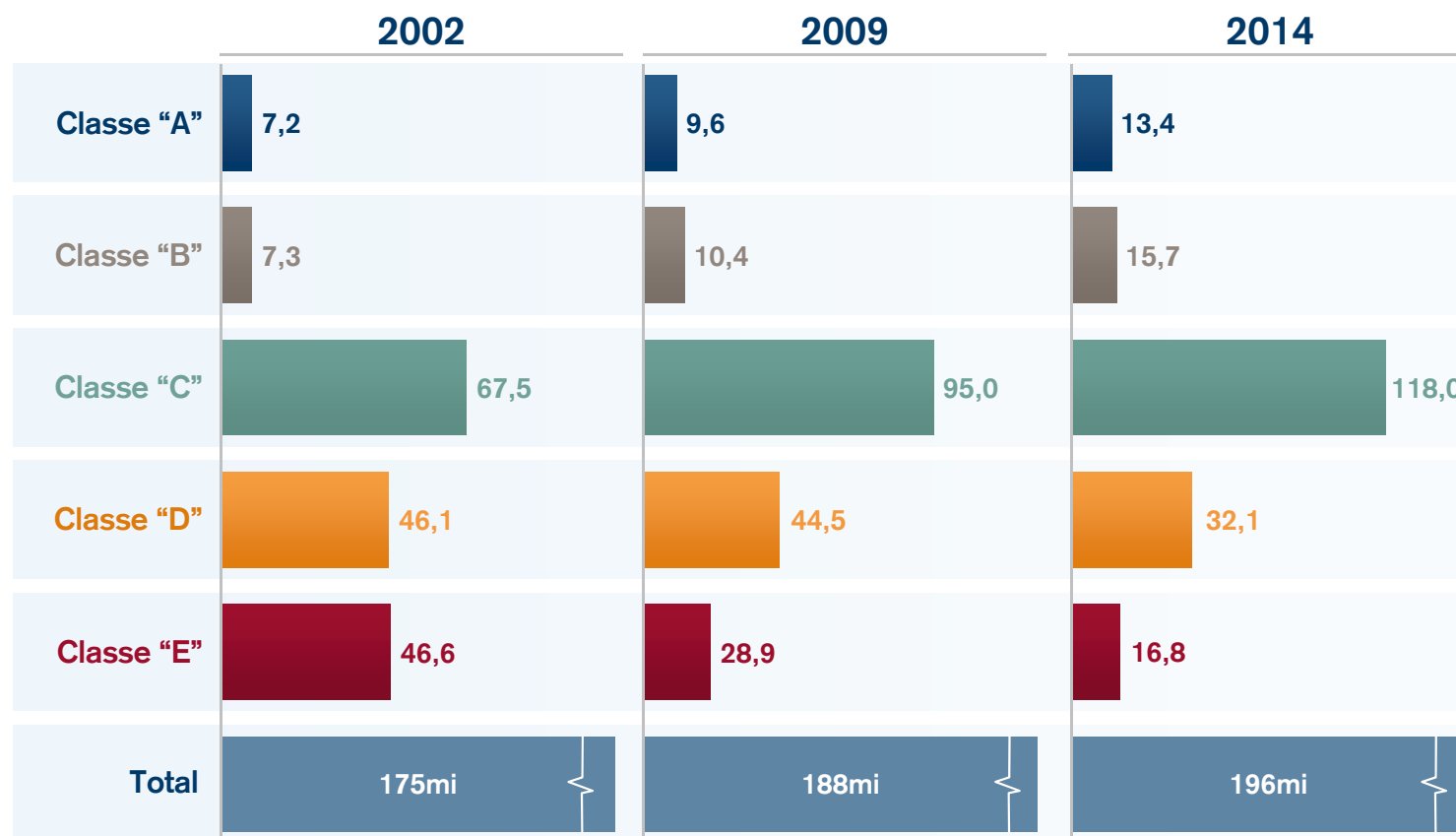
Forte redução da proporção de pobres no País

- A melhoria da distribuição de renda nos últimos anos foi substancial. As classes B e C aumentarão de 74,8 milhões de pessoas em 2002 para 133,7 milhões em 2014, enquanto as classes D e E diminuirão de 92,7 milhões para 48,9 milhões no período¹.

Renda domiciliar total de todas as fontes (US\$/mês)



Composição das classe sociais no Brasil (milhões de pessoas)



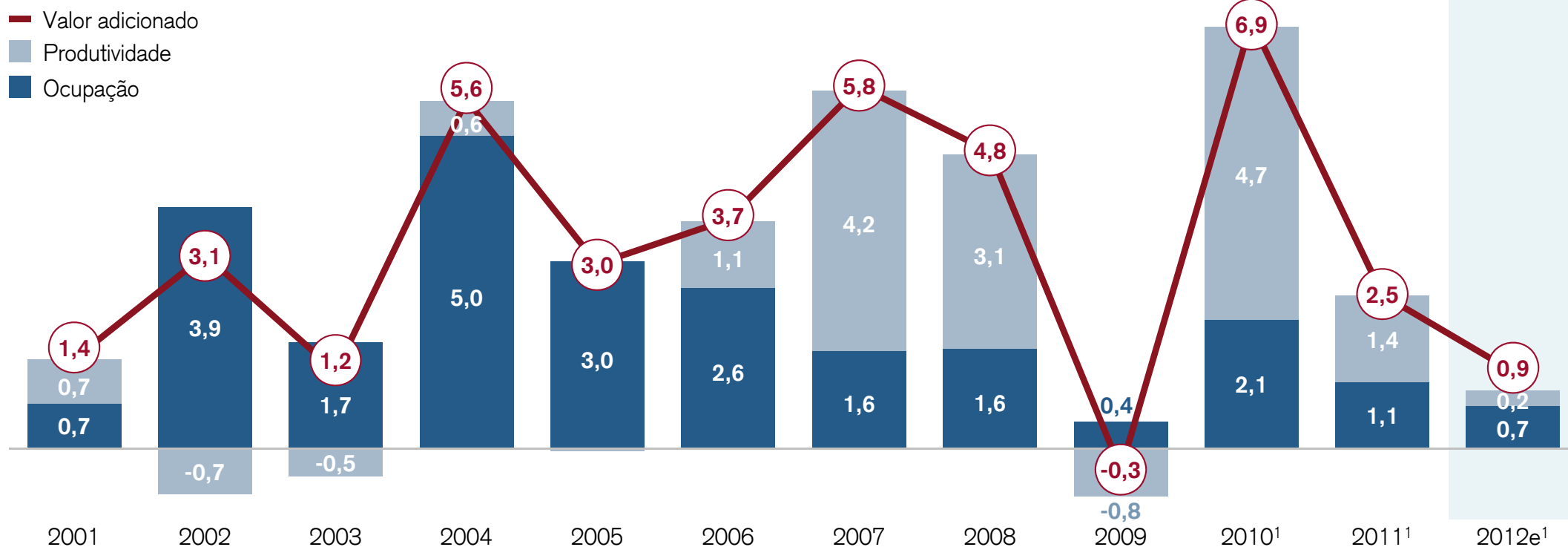
¹ NERI, Marcelo, et al. De volta ao País do Futuro: Projeções, Crise Europeia e a Nova Classe Média, Rio de Janeiro: FGV/CPS, 2012. Disponível em: <http://www.fgv.br/cps/dd>

Fonte: Fundação Getúlio Vargas (FGV), Ministério da Fazenda, Credit Suisse

Crescimento da produtividade ligado ao ciclo econômico

- O crescimento médio anual do valor adicionado foi de 3,2% entre 2001 e 2012, sendo 2,0 pp relativo ao aumento do emprego e 1,2 pp a ganhos de produtividade. Assim como o PIB, o crescimento da produtividade foi significativo a partir de 2006.
- A desaceleração da produtividade acompanhou a menor expansão do PIB em 2011 e 2012, sugerindo um caráter pró-cíclico da produtividade.

Crescimento do valor adicionado, das ocupações e da produtividade
(%)



¹ Cálculo até 2009 com informações das contas nacionais. Estimativa de 2010 a 2012 com base em informações de crescimento da ocupação e, logo, da produtividade baseadas em dados da Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (PIMES) para os setores de indústria extrativa e de transformação e da Pesquisa Mensal do Emprego (PME) para os demais setores.

Fonte: IBGE, Credit Suisse

Maior peso dos serviços no PIB não diminuiu a produtividade

- Embora o valor agregado por trabalhador na indústria seja mais alto do que nos serviços, os dados não indicam que a maior concentração do emprego em serviços venha reduzindo a produtividade, devido a:
 - ⇒ Maior alta da produtividade nos serviços do que na indústria de transformação.
 - ⇒ Redução da ocupação na agropecuária, setor com produtividade mais baixa.
 - ⇒ Aumento da participação de serviços com maior produtividade no emprego total.

Valor adicionado por trabalhador e composição do emprego por setor

	Valor por trabalhador (R\$ mil/ano) ¹			Variação da produtividade (%)			Peso no emprego (%)		
	2000	2008	2012e	2001-2008	2001-2012e	2009-2012e	2000	2008	2012e
Total	12,9	14,1	14,9	8,6	15,1	5,9	100,0	100,0	100,0
 Agropecuária	3,3	4,8	5,7	47,4	74,3	18,2	22,3	17,8	15,2
 Indústria	18,4	18,0	18,6	-1,9	1,3	3,2	19,5	20,9	20,6
Indústria extrativa	69,0	83,5	84,5	21,0	22,5	1,3	0,3	0,3	0,3
Indústria de transformação	18,5	18,1	18,2	-2,1	-1,7	0,4	12,0	13,0	12,3
SIUP ²	101,6	108,3	124,3	6,7	22,4	14,8	0,4	0,4	0,4
Construção	10,6	9,7	10,5	-8,1	-0,8	7,9	6,7	7,2	7,5
 Serviços	14,8	15,5	15,9	4,4	7,2	2,7	58,2	61,3	64,2
Comércio	8,7	9,4	9,9	8,0	13,6	5,2	15,7	16,1	17,0
Transportes/armazenagem	15,4	14,9	15,8	-3,5	2,7	6,5	4,1	4,5	4,4
Serviços de informação	29,3	30,2	32,1	3,0	9,5	6,4	1,6	1,9	1,9
Serviços financeiros/seguros	72,4	97,1	117,9	34,2	62,8	21,3	1,1	1,0	1,0
Atividades imobiliárias/aluguéis	210,7	236,9	248,4	12,4	17,9	4,9	0,7	0,7	0,7
Outros serviços	8,0	8,2	8,3	1,8	3,9	2,0	24,9	26,3	27,5
Adm./saúde/educ. públicas	19,0	18,1	17,8	-5,0	-6,6	-1,7	10,2	10,8	11,7

Setor com baixa produtividade perde peso no emprego.

Migração do emprego da agropecuária para construção e serviços, mesmo nos menos produtivos, é favorável.

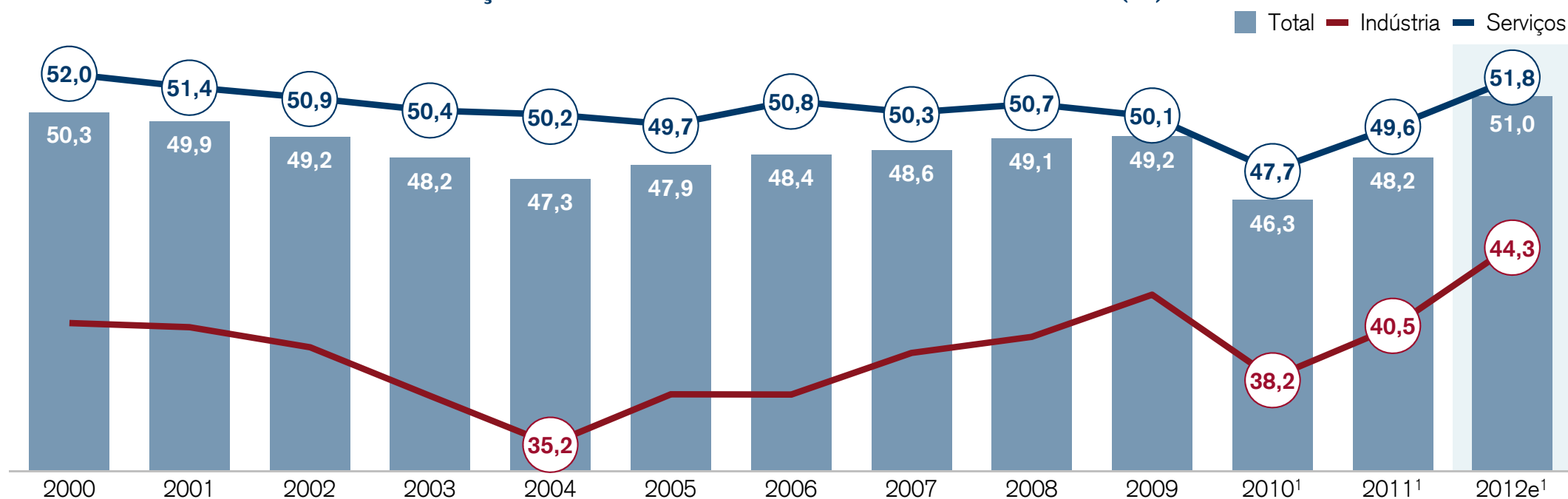
Maior peso na economia de serviços com maior valor adicionado

¹ Valor adicionado por trabalhador (a preços constantes de 2000) ² Serviços industriais de utilidade pública

Alta da produtividade acompanhará ganhos salariais em 2013

- A desaceleração da produtividade desde 2011 não foi acompanhada por uma menor expansão dos salários reais. Dessa forma, a relação entre a massa salarial e o valor adicionado aumentou em 2011 e 2012, diminuindo a competitividade das empresas, sobretudo as industriais.
- A produtividade crescerá mais em 2013 e 2014, em função da aceleração do PIB, enquanto o aumento do salário real diminuirá, devido ao menor reajuste do salário mínimo.
- Ganhos salariais acima do aumento da produtividade elevam o risco de diminuição do crescimento de longo prazo e de aumento da inflação de equilíbrio.

Relação entre massa salarial e valor adicionado¹ (%)



¹ Cálculo até 2009 com informações das contas nacionais. Estimativa de 2010 a 2012 com base em informações de crescimento da ocupação e, logo, da produtividade baseadas em dados da Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (PIMES) para os setores de indústria extrativa e de transformação e da Pesquisa Mensal do Emprego (PME) para os demais setores.

Fonte: IBGE, Credit Suisse

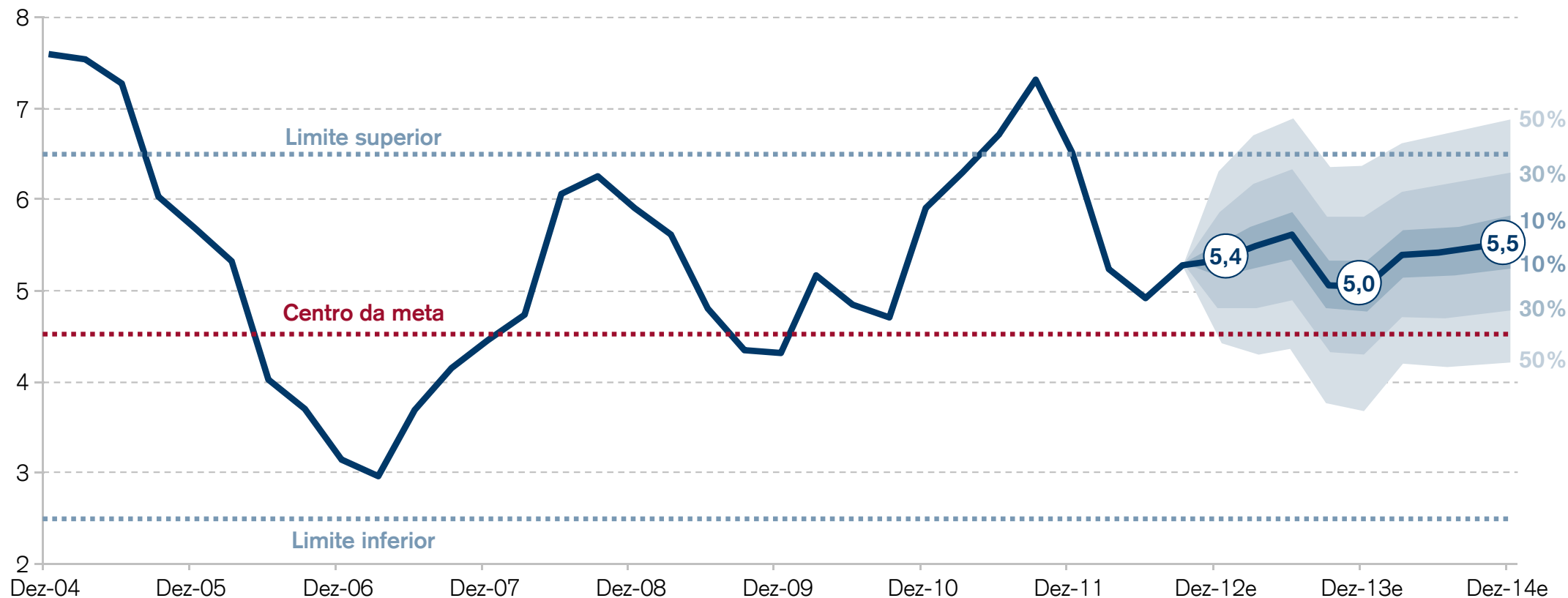
Inflação



Inflação IPCA de 5,0% em 2013

- A inflação IPCA diminuirá de 5,4% em 2012 para 5,0% em 2013 e aumentará para 5,5% em 2014. Apesar da retomada da atividade, a redução das tarifas de energia elétrica, o menor reajuste do salário mínimo e o recuo dos preços das principais commodities agrícolas reduzirão a inflação IPCA em 2013.
- Assumimos que uma eventual alta de preços dos combustíveis será compensada por reduções tributárias.

Inflação IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo)
(%, acumulada em 12 meses)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

Balanço de riscos para a inflação é favorável para 2013

- A inflação IPCA em 2013 será pressionada para cima pela aceleração da atividade, pelo aumento das expectativas de inflação e pela recomposição de algumas tarifas administradas que são sensíveis ao ciclo eleitoral e não foram reajustadas em 2012 (e.g., ônibus urbano). Além disso, a depreciação da taxa de câmbio e a possibilidade de reajuste de preços dos combustíveis ao consumidor elevam o risco inflacionário em 2013.
- Esses efeitos serão mais do que compensados pela redução das tarifas de energia elétrica, pelo menor reajuste do salário mínimo e pelo declínio dos preços das principais commodities agrícolas (i.e., milho, trigo e soja). O cenário global permanecerá desinflacionário, com baixa inflação nas economias desenvolvidas e aumento gradual nas economias emergentes.

Principais determinantes da inflação IPCA

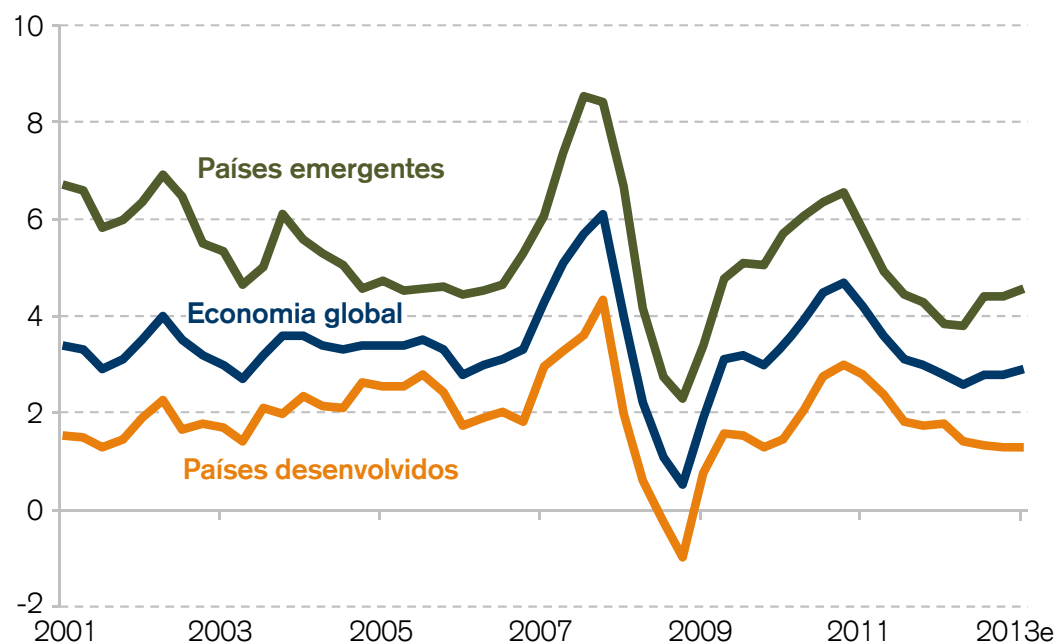


Fonte: Credit Suisse

Contribuição do cenário global permanece desinflacionária em 2013

- A inflação ao consumidor permanecerá baixa em diversas economias em 2013. A inflação na Área do Euro e nos Estados Unidos diminuirá em 2013. Apesar da expectativa de ligeira alta, a inflação nos emergentes permanecerá em patamares historicamente baixos. A inflação na América Latina em 2013 superará a de 2012, devido, principalmente, a Venezuela e Argentina.

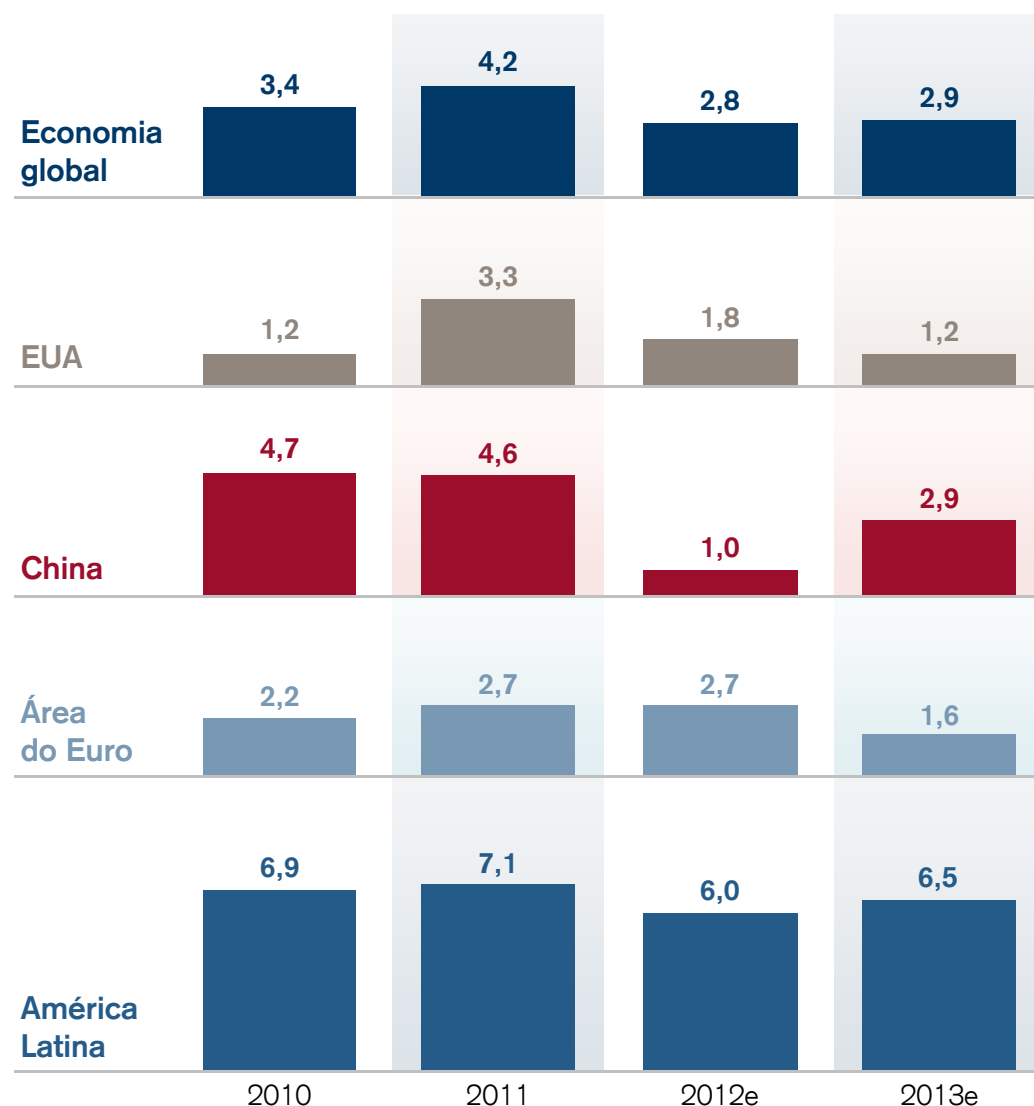
Inflação nos mercados emergentes, desenvolvidos e no mundo¹ (% , acumulada em 12 meses)



¹ Inflações agregadas, ponderadas pelo PIB de cada país.

Fonte: FMI, Credit Suisse

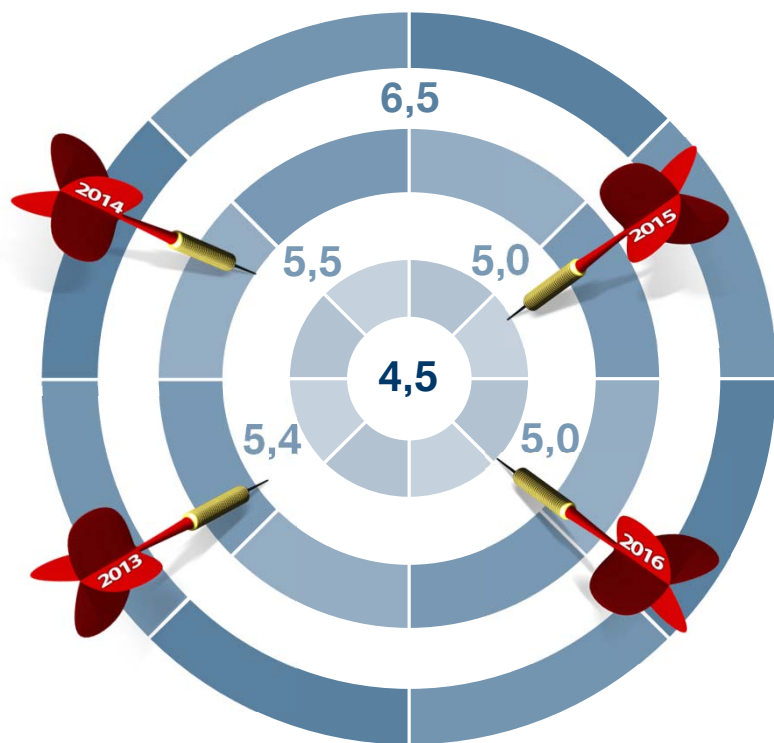
Projeções para a inflação (% , acumulada em 12 meses)



Mercado projeta inflação acima do centro da meta por vários anos

- Diversas medidas de expectativa de inflação sugerem que a inflação IPCA permanecerá acima do centro da meta nos próximos anos. A mediana das expectativas de inflação IPCA superou 4,5% para períodos mais longos, sugerindo alguma perda do poder de âncora do regime de meta de inflação.
- A inflação IPCA implícita nos títulos públicos também supera o centro da meta para vários anos.

Mediana das expectativas de inflação Focus
(%, acumulada em 12 meses)



Inflação implícita nos títulos do governo
(%, acumulada em 12 meses)

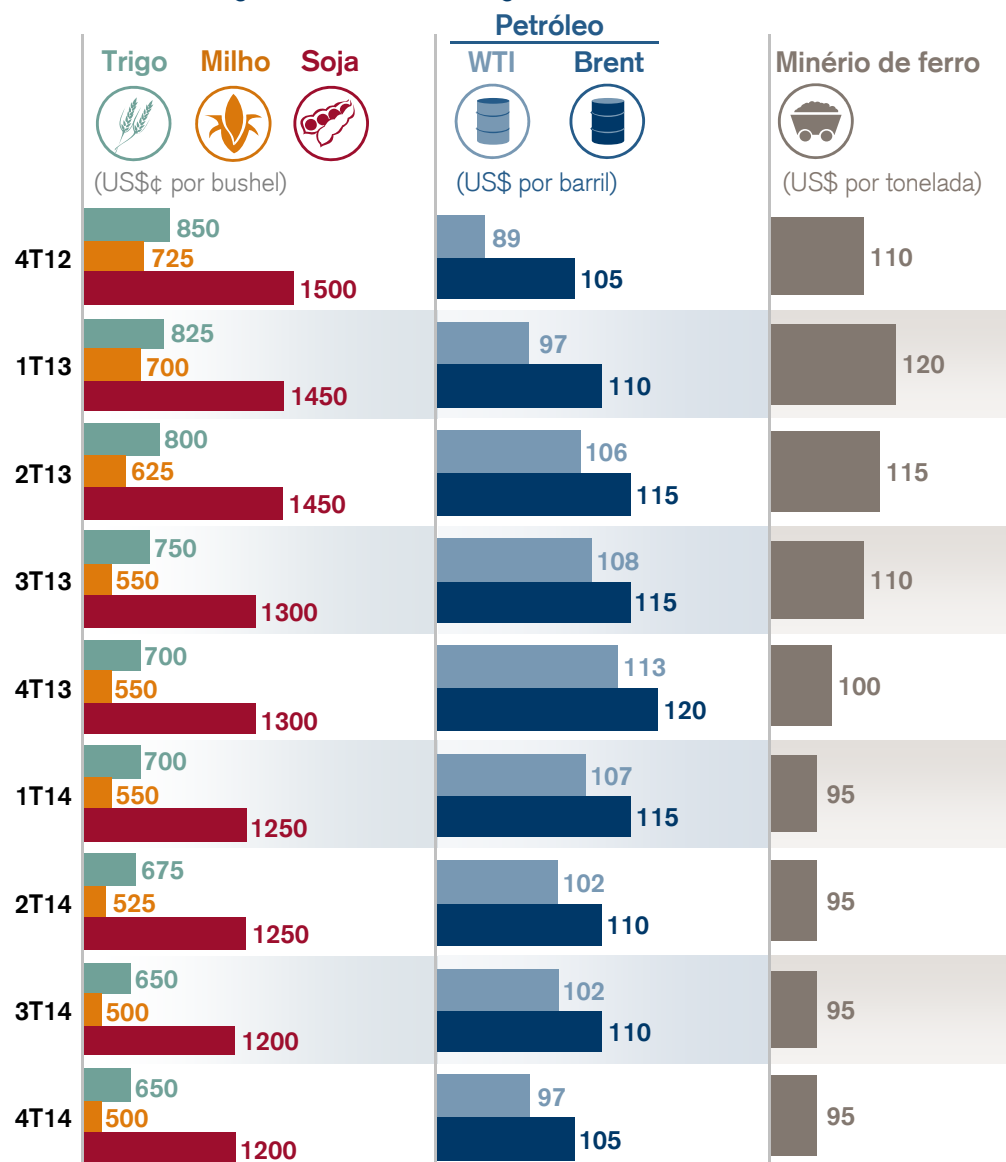


Fonte: BM&FBovespa, Banco Central, Credit Suisse

Preços das principais commodities agrícolas recuarão em 2013

- Os preços de commodities têm sido determinantes para a dinâmica da inflação doméstica, influenciando os preços dos componentes mais voláteis do IPCA, que são os dos alimentos e dos combustíveis.
- O repasse direto dos preços de commodities ocorre na inflação de alimentos (e.g., produtos agrícolas), de bens industriais (e.g., produtos metálicos) e de monitorados (e.g., energia).
- A contribuição das commodities será desinflacionária em 2013. Essa contribuição para a inflação será mais favorável no caso das principais commodities agrícolas, que registraram forte aceleração de preços no 2S12.
- Dentre as commodities de energia, a alta projetada para os preços do petróleo aumenta a probabilidade de reajuste de preços da gasolina em 2013.

Projeções para preços de commodities

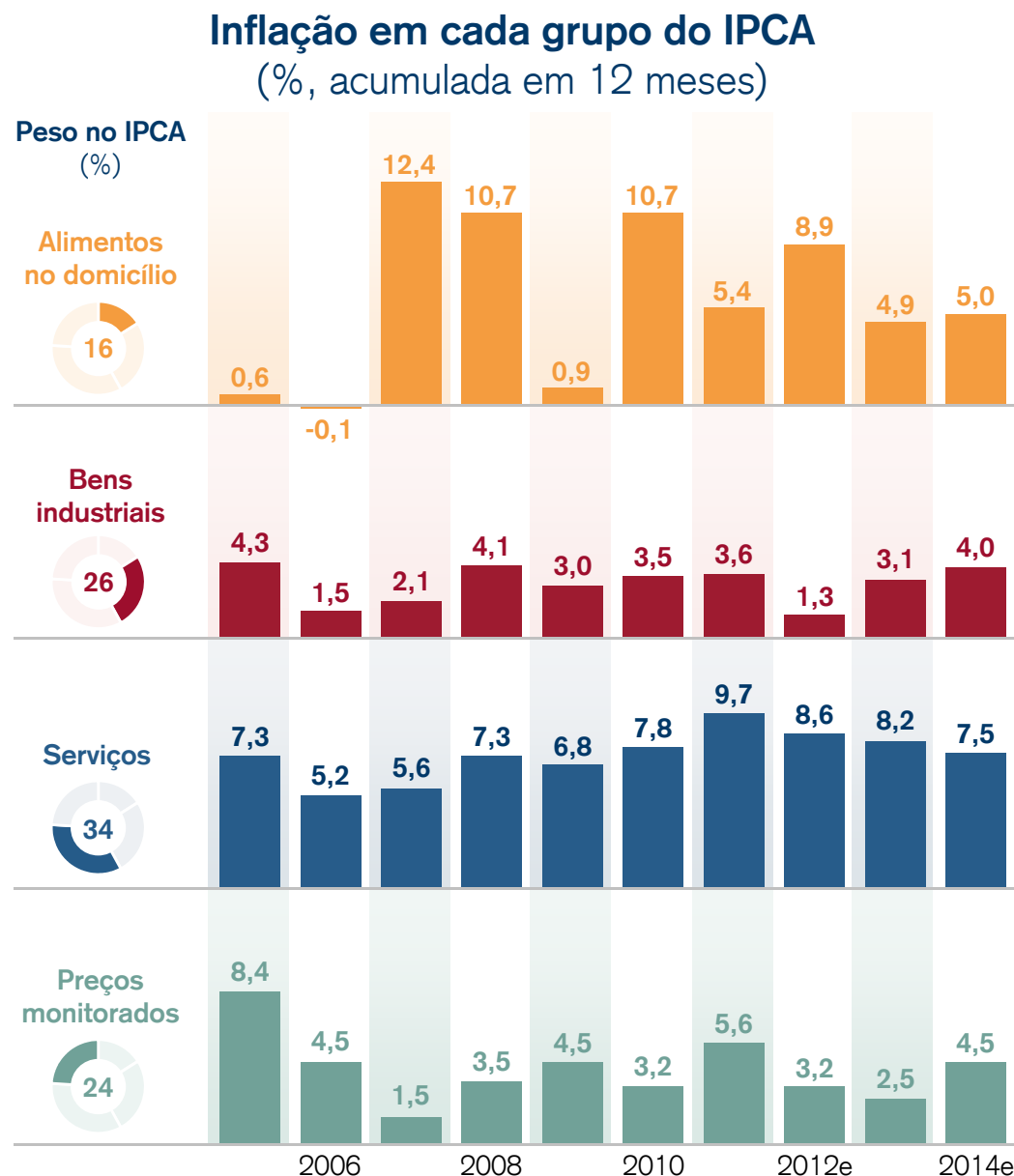


Fonte: © Datastream International Limited Todos os direitos reservados, Credit Suisse

Alimentos e preços monitorados reduzirão a inflação IPCA em 2013

- A inflação IPCA recuará ligeiramente em 2013 ante 2012, com redução da inflação de monitorados e de preços livres:

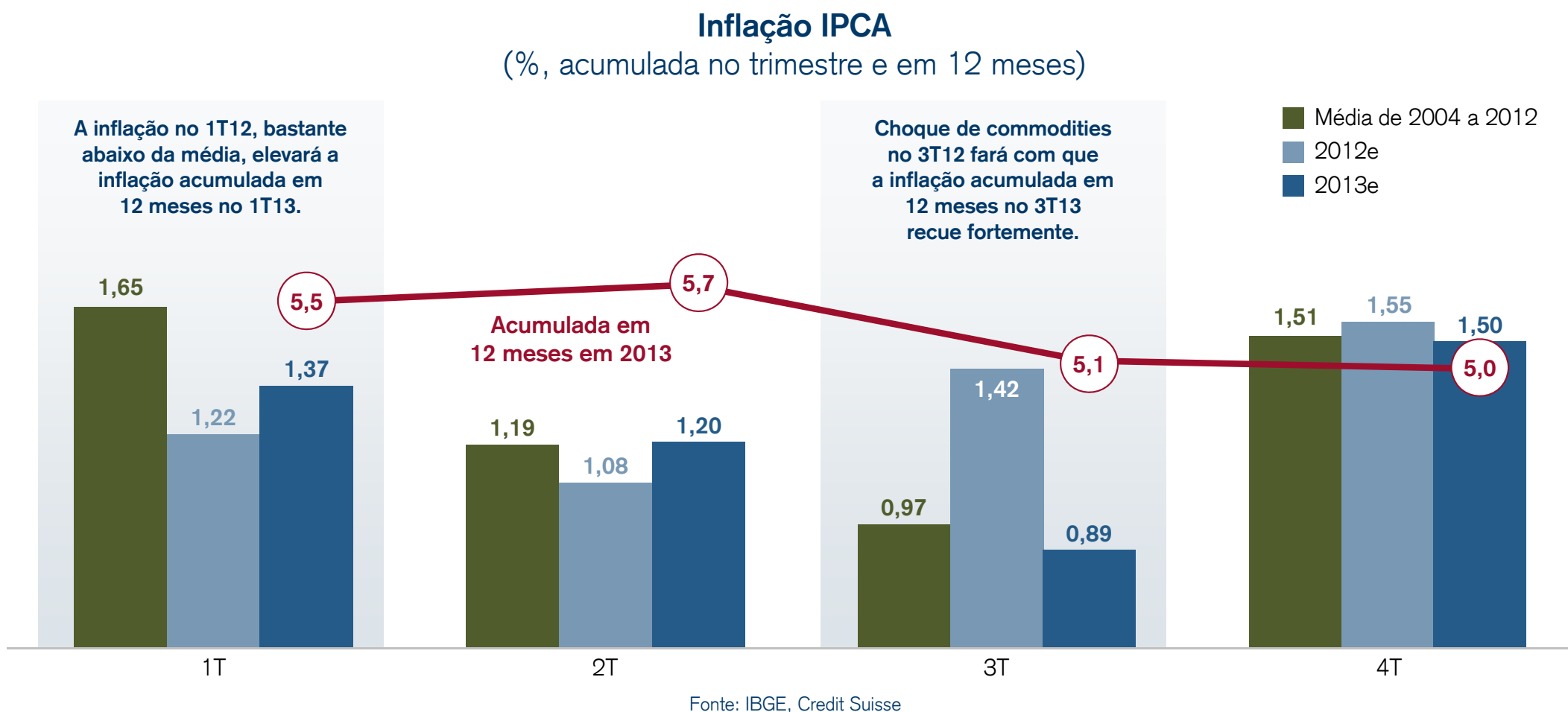
- ⇒ A inflação de alimentos no domicílio diminuirá de 8,9% em 2012 para 4,9% em 2013, em função, principalmente, da nossa expectativa de recuo dos preços das principais commodities agrícolas.
- ⇒ A inflação de bens industriais aumentará de 1,3% em 2012 para 3,1% em 2013, por conta, principalmente, da recomposição tributária sobre os preços de automóveis. O impacto indireto da redução de preço da energia e o cenário global ainda desinflacionário compensarão parte dessa pressão advinda do aumento do IPI.
- ⇒ A inflação de serviços recuará de 8,6% em 2012 para 8,2% em 2013, devido ao menor reajuste do salário mínimo.
- ⇒ A inflação de preços monitorados diminuirá de 3,2% em 2012 para 2,5% em 2013, em função, em grande parte, da redução das tarifas de energia elétrica. O menor reajuste de preços dos remédios também contribuirá para o recuo da inflação do grupo.



Fonte: IBGE, Credit Suisse

Efeito-base elevará a volatilidade da inflação IPCA durante 2013

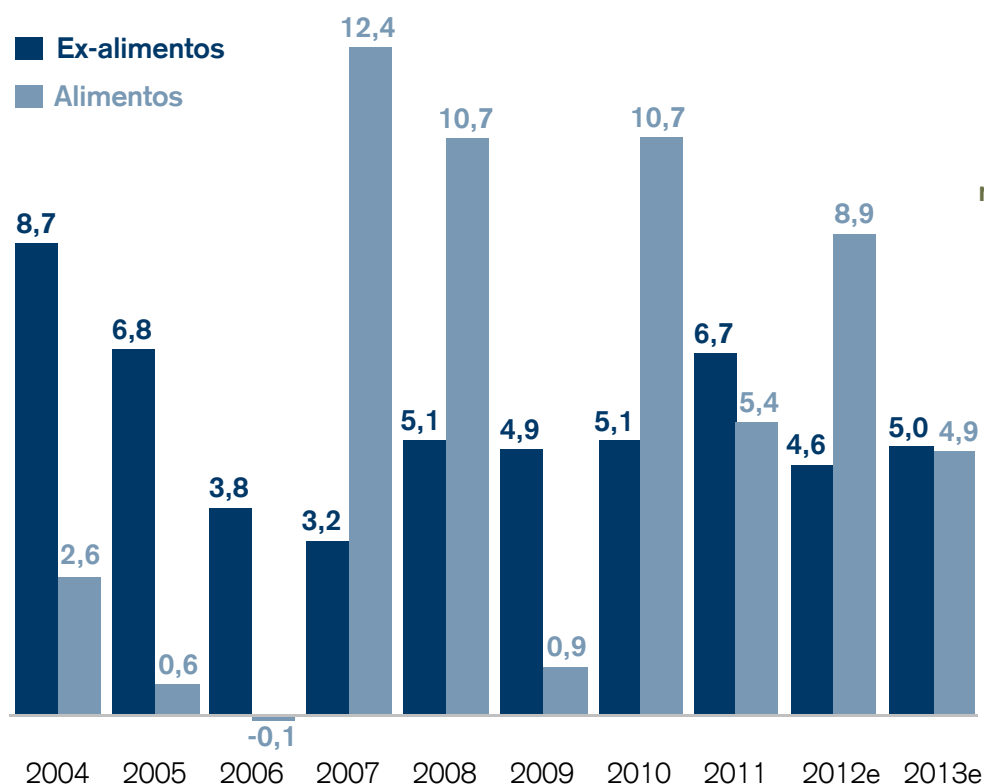
- A inflação IPCA no 1T12 foi bem mais baixa do que o patamar médio dos últimos anos. É razoável assumir que a inflação no 1T13 será maior do que no 1T12, apesar da redução das tarifas de energia elétrica programada para o 1T13.
- A forte alta de preços de commodities no 3T12 elevou a inflação no período, em relação a anos anteriores. A inflação IPCA diminuirá no 3T13.



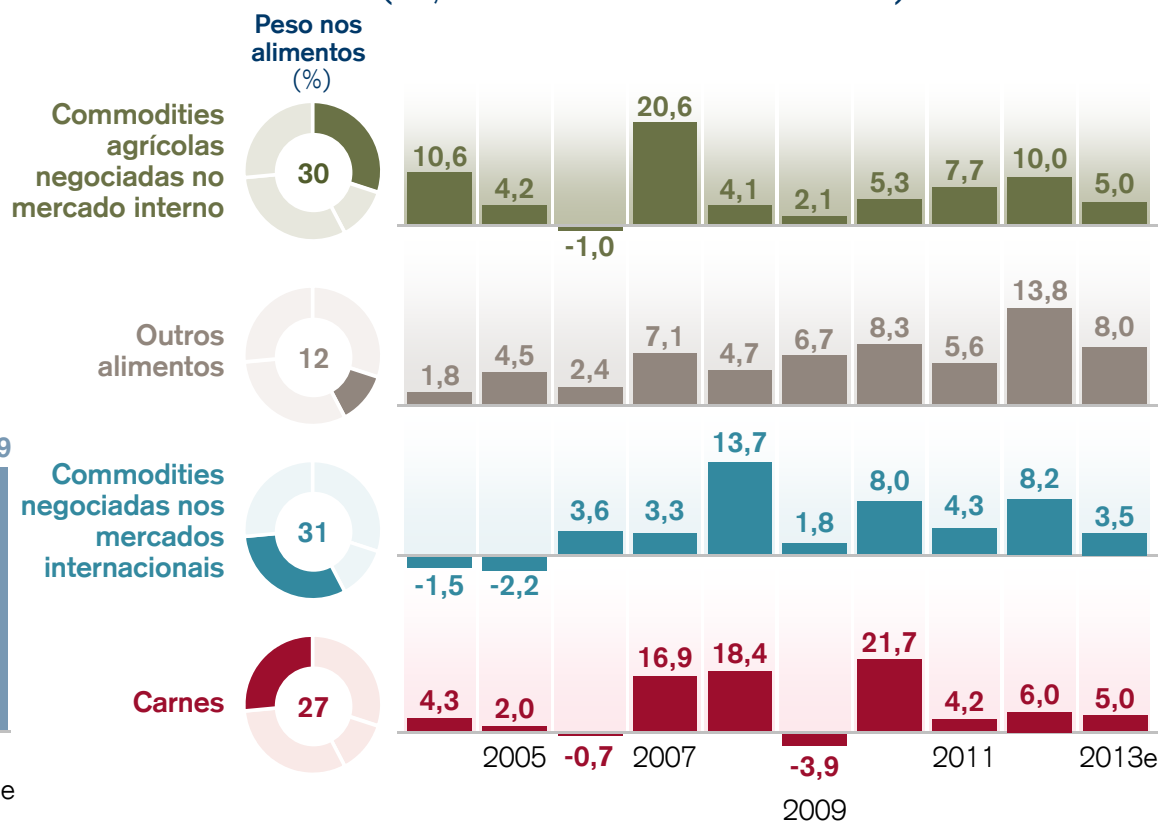
Inflação de alimentos no domicílio diminuirá em 2013

- A contribuição dos alimentos no domicílio para a inflação IPCA será menor em 2013 do que em 2012:
 - ⇒ A inflação de alimentos derivados de commodities agrícolas negociadas nos mercados internacionais diminuirá de 8,2% em 2012 para 3,5% em 2013.
 - ⇒ A inflação de alimentos in natura tende a diminuir em 2013, pois condições climáticas desfavoráveis elevaram muito a inflação de alguns desses alimentos (e.g., tomate) em 2012.

Inflação IPCA de alimentos e ex-alimentos
(%, acumulada em 12 meses)



Inflação IPCA – componentes dos alimentos
(%, acumulada em 12 meses)

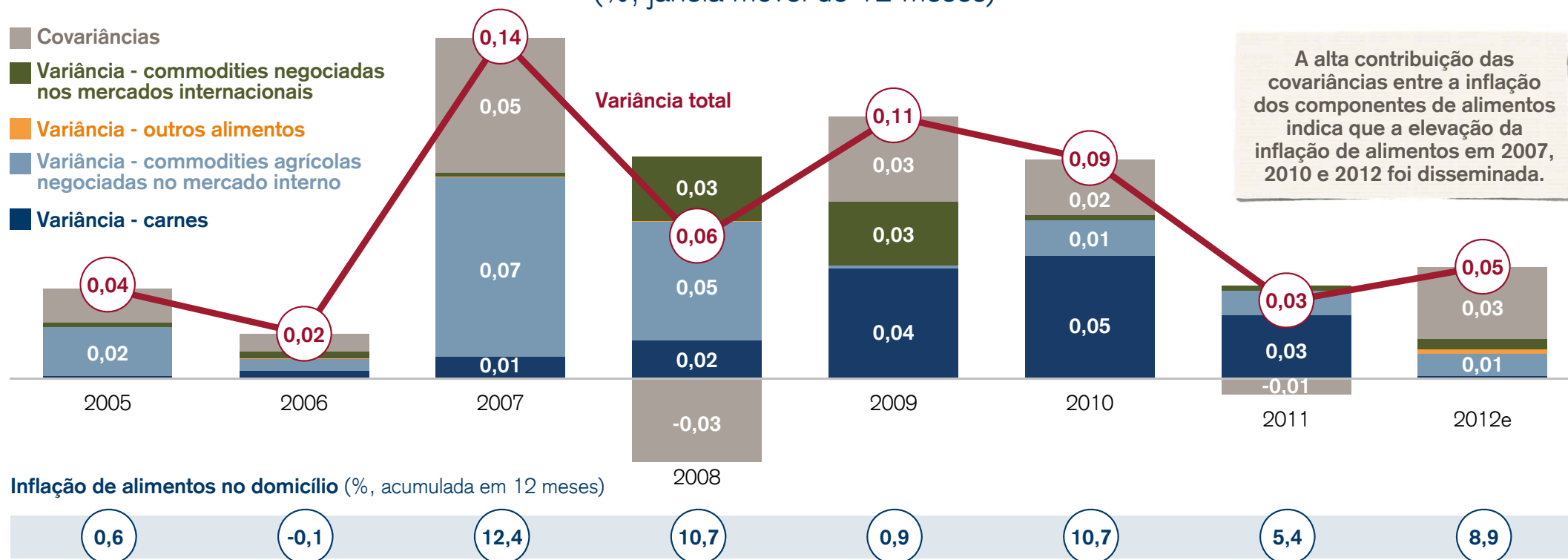


Fonte: IBGE, Credit Suisse

Inflação de alimentos tem sido disseminada

- A decomposição da variância da inflação de alimentos no domicílio indica que a forte elevação dos preços no grupo em 2007, 2010 e 2012 foi disseminada. A alta covariância entre a inflação desses componentes indica que o aumento da inflação de alimentos nesses anos não foi concentrado em um único grupo de alimentos.
- O grupo das carnes (bovina, suína e de frango) contribuiu para explicar parte expressiva da volatilidade da inflação de alimentos nos últimos anos, em particular de 2009 a 2011.

Variância da inflação dos alimentos – contribuição de cada grupo
(%, janela móvel de 12 meses)

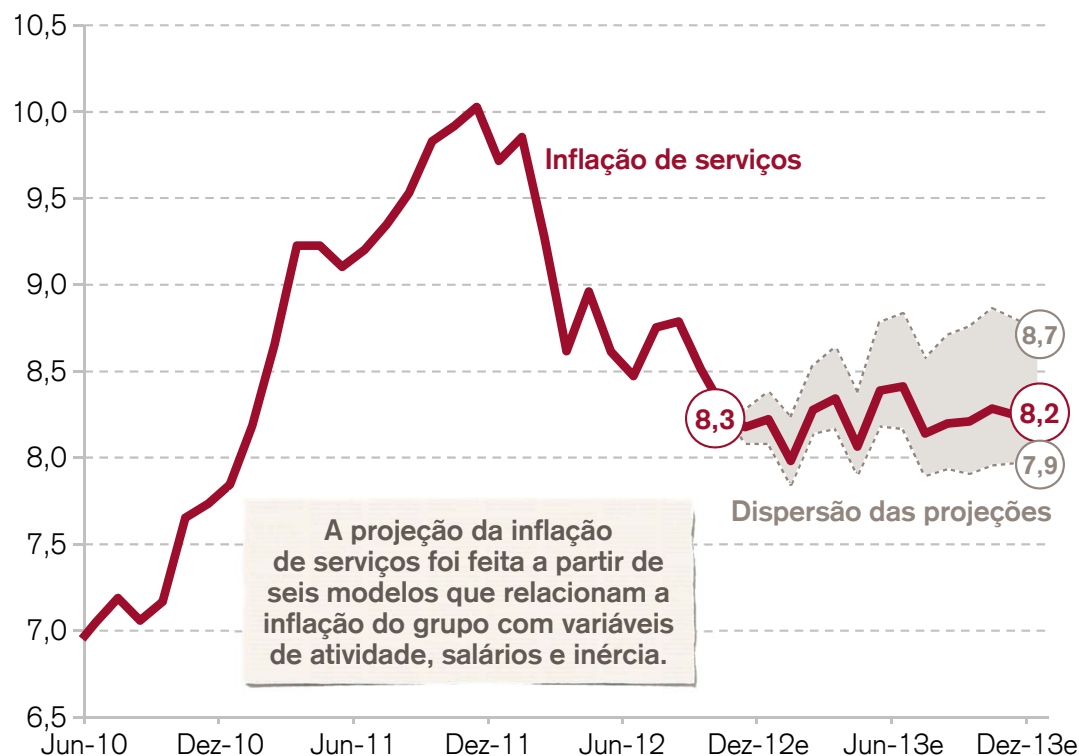


Fonte: IBGE, Credit Suisse

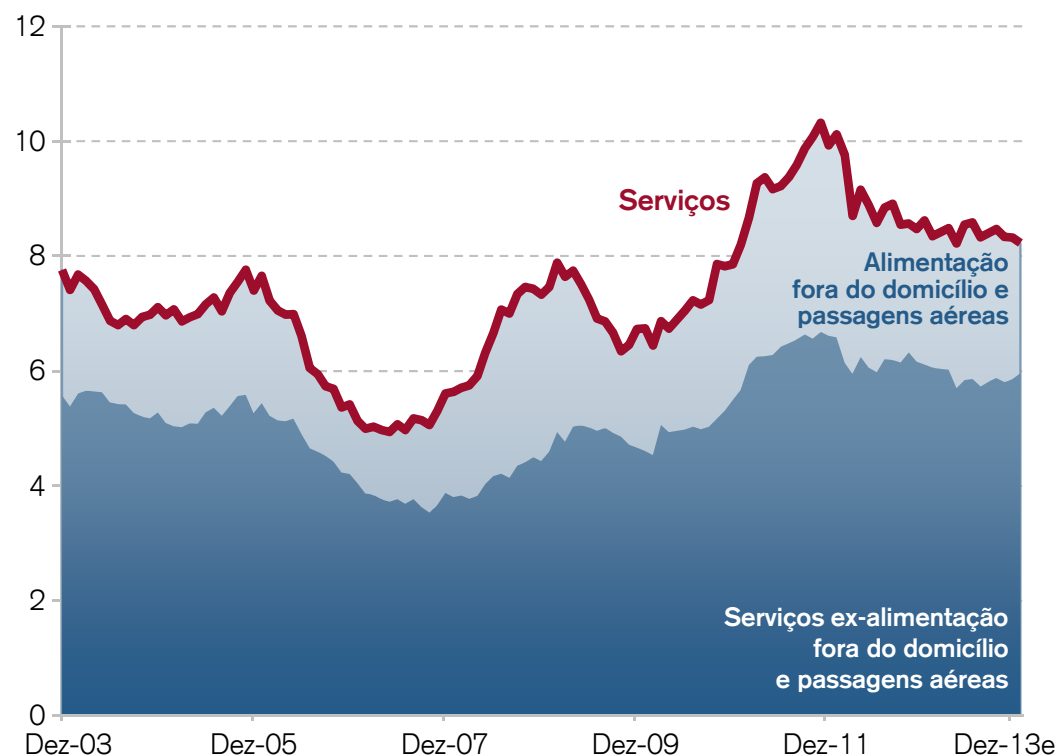
Inflação de serviços diminuirá novamente em 2013

- A inflação de serviços recuará de 8,6% em 2012 para 8,2% em 2013, permanecendo bem acima do limite de tolerância superior da meta. Nossos modelos que associam a inflação de cada grupo de serviços aos seus principais determinantes (i.e., atividade, salários e inércia) sugerem que a inflação de serviços recuará nos próximos trimestres. A inflação de alimentação fora do domicílio recuará de 10,3% em 2012 para 9,0% em 2013 e, nos demais serviços, de 8,2% para 8,0%. A inflação das passagens aéreas aumentará de 5,3% para 10,0% no período.

Modelos de projeção para a inflação de serviços (%, acumulada em 12 meses)



Inflação em cada grupo dos serviços (%, acumulada em 12 meses)

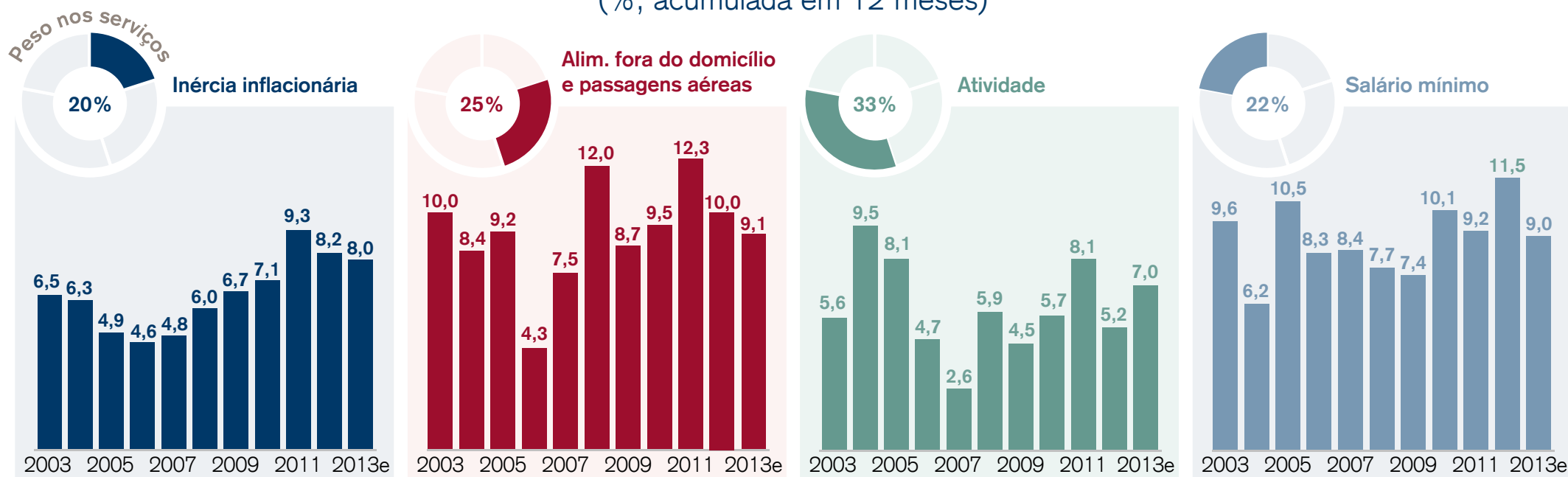


Fonte: IBGE, Credit Suisse

Inflação de demais serviços recuará em 2013

- A inflação de demais serviços (i.e., serviços excluindo alimentação fora do domicílio e passagens aéreas) pode ser decomposta em itens cujos preços são mais sensíveis a:
 - ⇒ Atividade: a inflação dos itens aumentará de 5,2% em 2012 para 7,0% em 2013, com a aceleração da atividade. A inflação desses serviços diminuiu bastante em 2012.
 - ⇒ Salário mínimo: a inflação desses serviços diminuirá de 11,5% em 2012 para 9,0% em 2013. O menor reajuste do salário mínimo em 2013 e 2014 reduzirá as pressões inflacionárias nesses componentes.
 - ⇒ Inércia inflacionária: a inflação desses serviços recuará de 8,2% em 2012 para 8,0% em 2013. O aumento dos IGPs tende a ser compensado pelos menores gastos com energia elétrica em diversos serviços.

Inflação em cada componente dos serviços (%, acumulada em 12 meses)

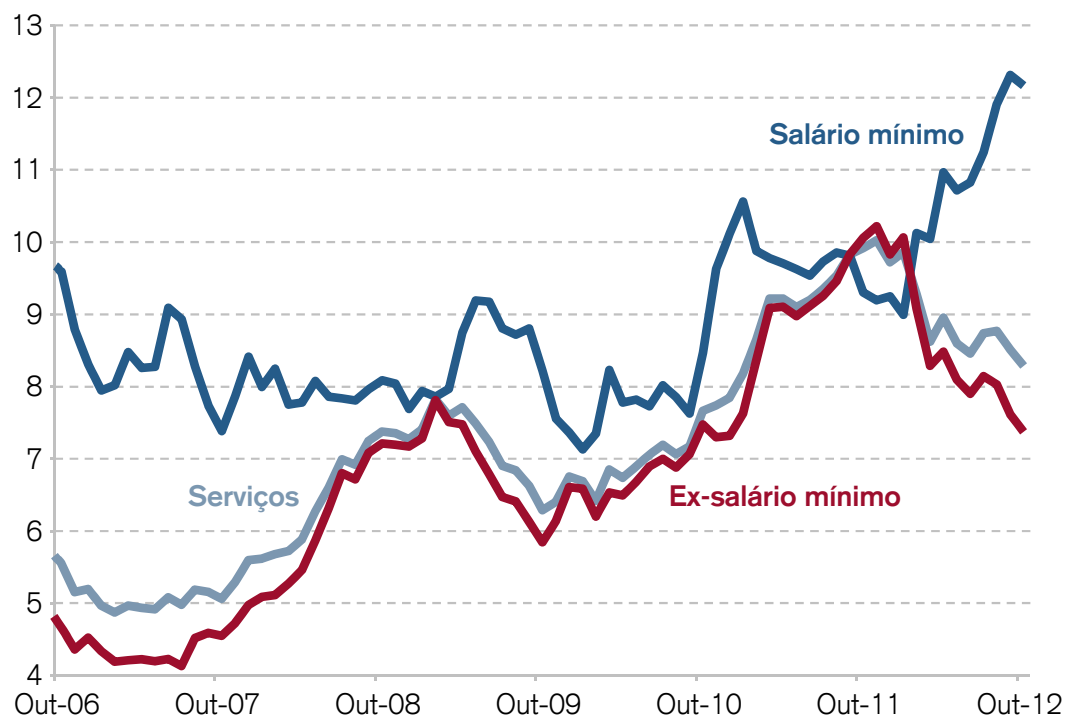


Fonte: IBGE, Credit Suisse

Menor reajuste do salário mínimo reduzirá a inflação de serviços

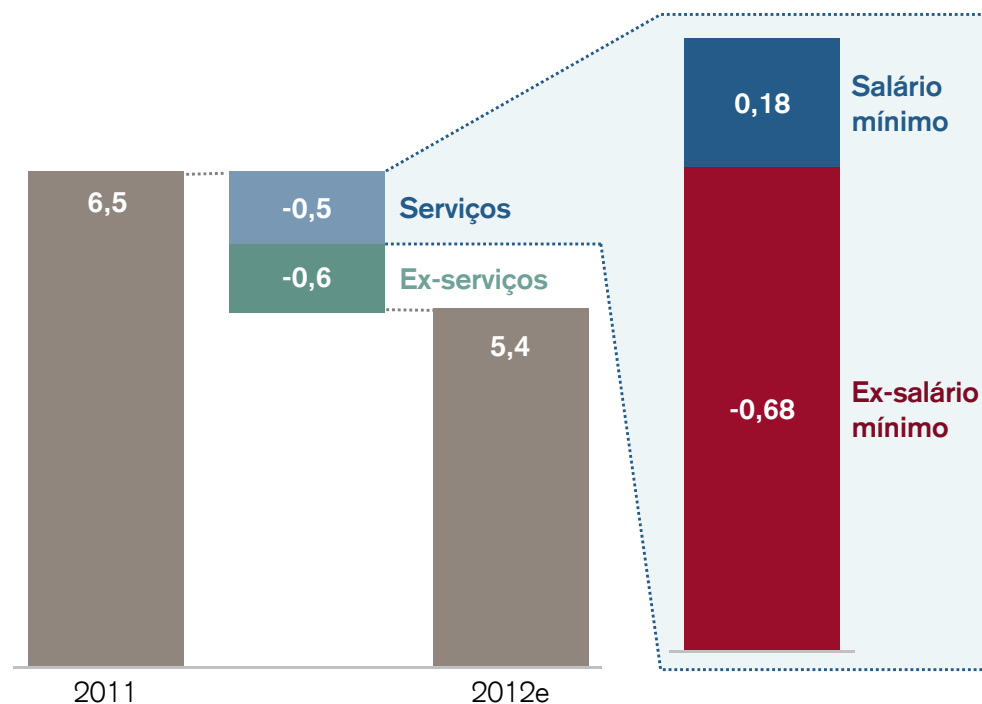
- A inflação nos preços mais influenciados pelo reajuste do salário mínimo nos últimos anos foi superior à dos demais itens do grupo de serviços. O maior reajuste do salário mínimo foi determinante para a aceleração dos preços desses serviços em 2012, enquanto a inflação nos itens mais sensíveis à atividade econômica e à inércia recuou no ano.
- A diminuição do reajuste do salário mínimo de 14,1% de 2012 para 8,5% em 2013 e para os projetados 6,7% em 2014 contribuirá para diminuir a inflação de serviços em 2013 e 2014.

Decomposição da inflação de serviços
(%, acumulada em 12 meses)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

Contribuição para o recuo da inflação IPCA em 2012
(pp)



Inflação de preços monitorados continuará baixa em 2013

- A inflação de preços monitorados diminuirá de 3,2% em 2012 para 2,5% em 2013, com recuo da inflação de tarifas de 4,3% para 3,2% e redução da deflação de combustíveis de -0,5% para 0,0%.
- O grupo das tarifas é composto por 19 itens, dentre os quais energia elétrica, produtos farmacêuticos e plano de saúde. A projeção da inflação desse grupo segue uma abordagem híbrida, com projeções de planilha (i.e., de acordo com a metodologia de reajustes) para a maior parte dos componentes e modelagem econométrica para os demais¹.
- A inflação aumentará nas tarifas que são sensíveis ao ciclo eleitoral (e.g., ônibus urbano) e cujos reajustes foram pouco expressivos em 2012. Porém, a maior inflação nessas tarifas será mais do que compensada pelo declínio dos preços de energia elétrica e pela desaceleração dos preços de produtos farmacêuticos.

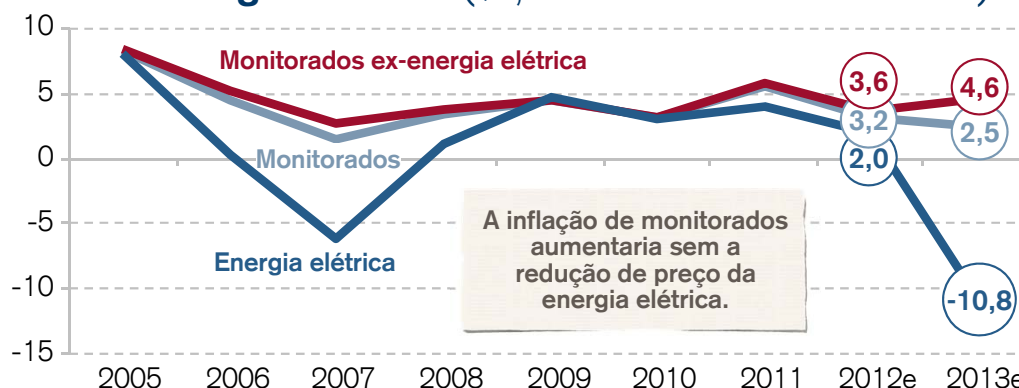
¹ A inflação agregada do seguinte conjunto de itens é projetada por modelagem econométrica: táxi, trem, ônibus intermunicipal, ônibus interestadual, transporte hidroviário e telefone público.

Fonte: IBGE, Credit Suisse

Projeções para as tarifas monitoradas (%, acumulada em 12 meses)

	Peso no IPCA	2012e	2013e
Tarifas	19,1	4,3	3,2
Taxa de água	1,5	8,7	6,6
Energia elétrica residencial	3,4	2,0 -10,8	
Ônibus urbano	2,8	5,3	10,3
Táxi	0,4	4,4	6,5
Ônibus intermunicipal	0,7	6,5	6,5
Emplacamento e licença	1,1	1,3	5,5
Produtos farmacêuticos	3,5	4,1	3,6
Plano de saúde	3,1	7,8	8,3
Telefone fixo	1,5	-1,6	1,0
Outras tarifas ²	1,2	2,6	4,0
Combustíveis	5,3	-0,5	0,0
Monitorados	24,3	3,2	2,5

Inflação de energia elétrica e monitorados ex-energia elétrica (%, acumulada em 12 meses)

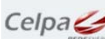
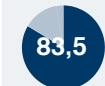


² Composto por: gás encanado, trem, ônibus interestadual, metrô, transporte hidroviário, multa, pedágio, jogos de azar, correio e telefone público.

Forte recuo das tarifas de energia diminuirá a inflação em 2013

- O recuo médio dos preços da energia elétrica residencial de 16,2% reduzirá a inflação IPCA em 0,7 pp em 2013. Essa projeção assume 100% de adesão das concessionárias de transmissão e geração às propostas de renovação das concessões pelo governo federal e, também, repasse de 40% dos menores custos para os preços de bens e serviços. O impacto direto dessa medida será de 0,55 pp entre fev-12 e mar-12. Caso algumas empresas não aceitem a proposta, assumimos que o governo diminuirá outras contribuições para garantir a redução integral anunciada.
- A alta inflação IGP-M, a depreciação cambial em 2012 e o aumento dos preços advindos dos baixos níveis dos reservatórios das hidrelétricas atenuarão o corte dos preços da energia em 2013.

Reajuste das principais tarifas de energia elétrica por região metropolitana e por distribuidora em 2013

														
	Goiânia	Brasília	Belém	Fortaleza	Recife	Salvador	Belo Horizonte	Rio de Janeiro	São Paulo	Curitiba	Porto Alegre			
Distribuidora														
Participação na população (%)														
Data de reajuste														
Reajuste estimado ¹ (%)														

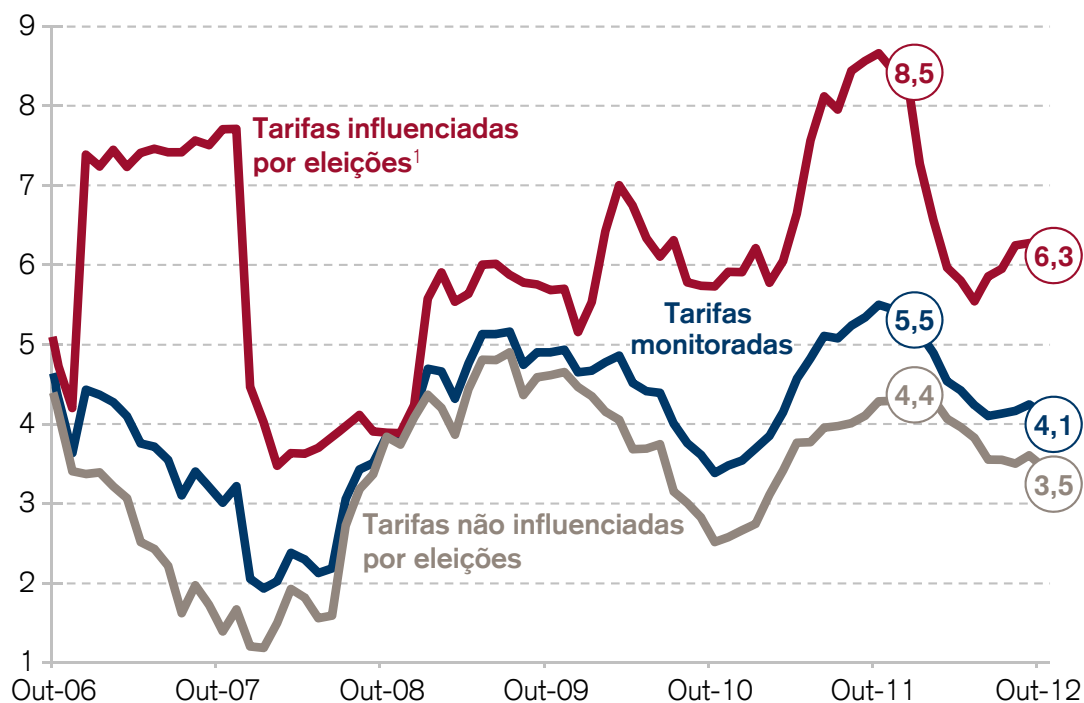
¹ As projeções são apenas para o reajuste tarifário anual das distribuidoras de energia. Não consideram o impacto da medida que resultará na redução das tarifas em 2013.

Fonte: Credit Suisse

Maiores reajustes de ônibus pressionarão a inflação de monitorados

- A inflação no conjunto das tarifas de transporte público que são influenciadas pelas eleições municipais (4,8% do IPCA) diminuiu de 8,5% em 2011 para 6,3% em outubro de 2012. A inflação nesse conjunto de preços aumentará para 9,0% em 2013, pois algumas tarifas não foram reajustadas em 2012, por conta das eleições municipais, e terão elevação significativa em 2013.
- A simples atualização das tarifas de ônibus urbano em São Paulo em janeiro de 2013, de acordo com a inflação acumulada desde o último reajuste, elevaria a inflação IPCA em 0,12 pp em 2013.

Decomposição da inflação de tarifas
(%, acumulada em 12 meses)



¹ O grupo de tarifas influenciadas pelas eleições é composto por: ônibus urbano, táxi, metrô, trem, transporte hidroviário e taxa de água e esgoto.

Fonte: IBGE, Credit Suisse

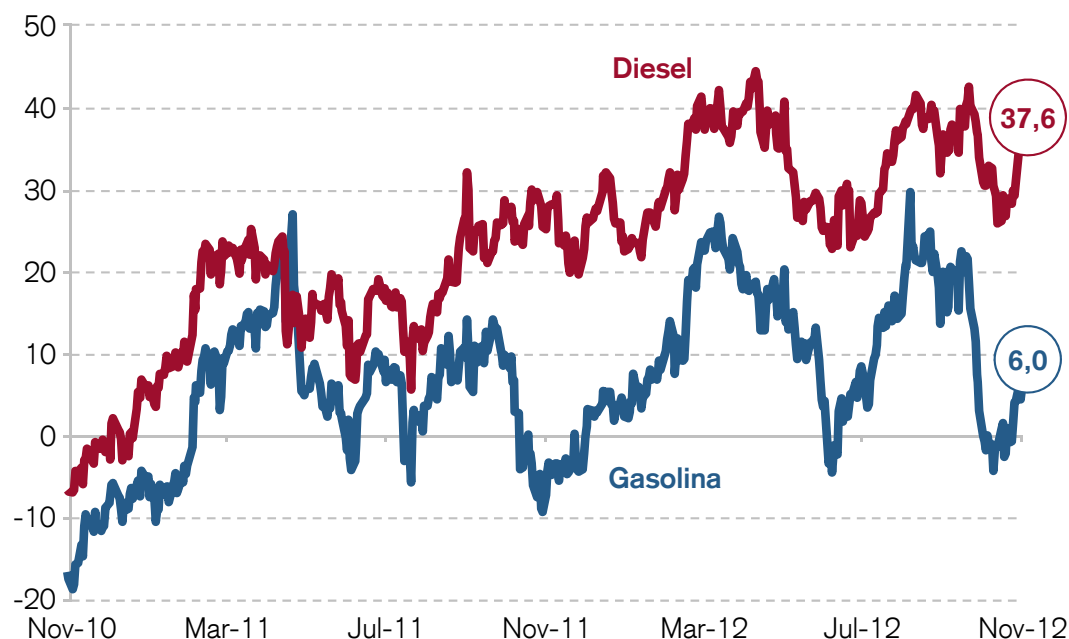
Projeção da inflação de ônibus urbano por região
(%, acumulada em 12 meses)

	2009	2010	2011	2012e	2013e
Goiânia - GO	12,5	0,0	11,1	8,0	9,3
Brasília - DF	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Belém - PA	9,0	8,8	8,1	8,5	9,1
Fortaleza - CE	12,5	0,0	11,1	0,0	12,5
Recife - PE	5,5	0,0	8,1	7,5	9,3
Salvador - BA	10,0	4,5	8,7	12,0	8,9
Belo Horizonte - MG	9,0	0,0	6,5	8,2	9,4
Rio de Janeiro - RJ	1,4	9,1	4,2	10,0	9,1
São Paulo - SP	0,0	17,4	11,1	0,0	13,3
Curitiba - PR	14,7	0,0	12,8	3,9	7,7
Porto Alegre - RS	9,5	6,5	10,2	5,5	8,8
Brasil	5,3	7,5	8,4	5,3	10,3

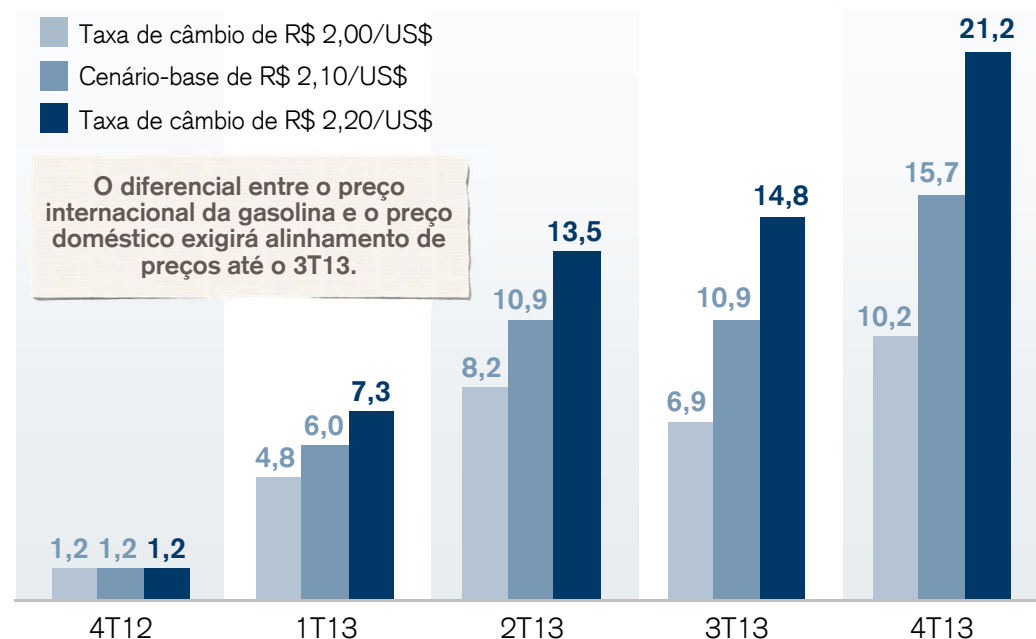
Alta dos preços de combustíveis pode elevar a inflação em 2013

- O diferencial entre os preços externo e doméstico da gasolina foi de 6,0% em 21 de novembro, considerando que o produto nacional é negociado com deságio no mercado internacional.
- Nossas projeções para a taxa de câmbio e o preço do petróleo sugerem que esse diferencial será de 15,7% no 4T13. Nosso cenário considera que um eventual alinhamento de preços (de 10%) seria acompanhado de desoneração tributária de mesma magnitude. A eliminação do PIS/Cofins incidente sobre a gasolina, por exemplo, compensaria um reajuste de até 21% no preço nas refinarias.

Diferencial entre os preços internacionais e domésticos da gasolina e do diesel¹ (%)



Simulações para o diferencial do preço da gasolina (%)



¹ O diferencial entre o preço internacional da gasolina e o preço doméstico é calculado como a razão entre o preço da gasolina negociado no Golfo do México e o preço da gasolina estabelecido pela Petrobras. Além disso, consideramos um deságio para a gasolina comercializada internamente, pois o preço de exportação da gasolina brasileira (custo de oportunidade de se vender a gasolina no mercado doméstico) tem sido inferior ao da gasolina negociada no Golfo do México nos últimos anos.

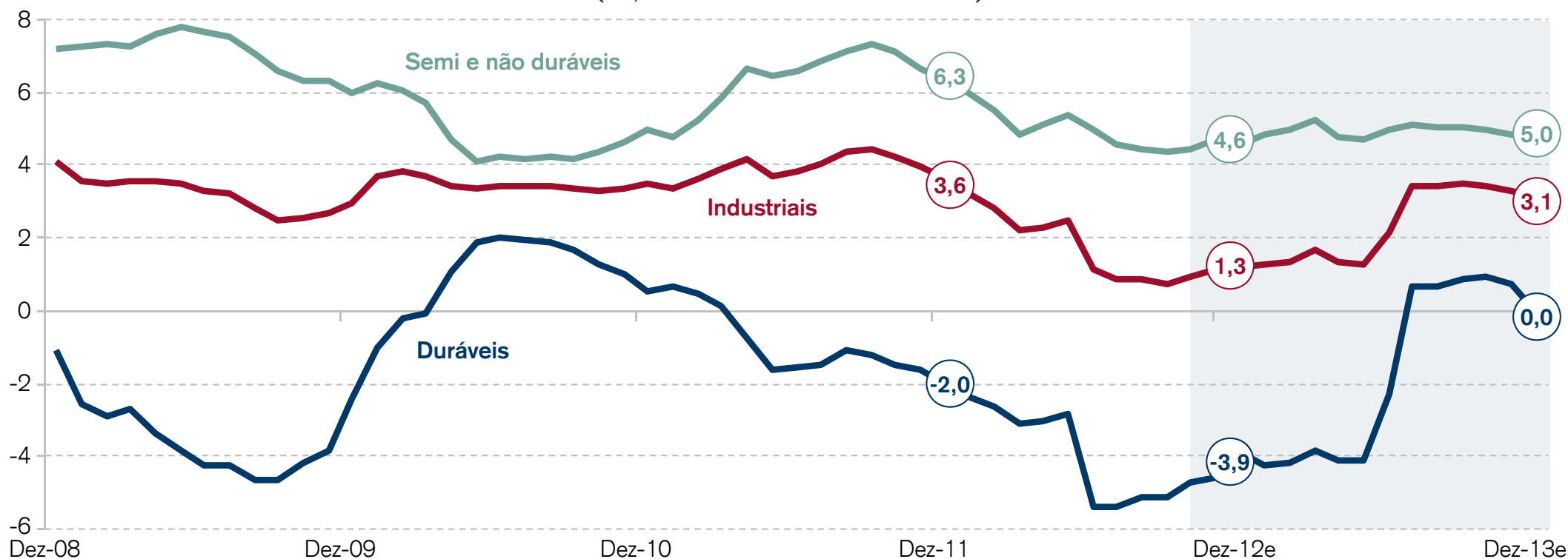
Fonte: © Datastream International Limited Todos os direitos reservados, Credit Suisse

Inflação de bens industriais continuará baixa em 2013

- A inflação dos bens industriais tem sido inferior ao centro da meta há vários anos, com os preços de bens duráveis declinando desde meados de 2011.
- A inflação de bens industriais aumentará de 1,3% em 2012 para 3,1% em 2013, em função da depreciação cambial dos últimos trimestres, da provável reversão do recuo do IPI para automóveis de 2012 e da maior expansão da atividade. A deflação de bens duráveis diminuirá de -3,9% em 2012 para 0,0% em 2013, e a inflação de bens semi e não duráveis aumentará de 4,6% para 5,0%.

Inflação de bens duráveis e de semi e não duráveis

(%, acumulada em 12 meses)

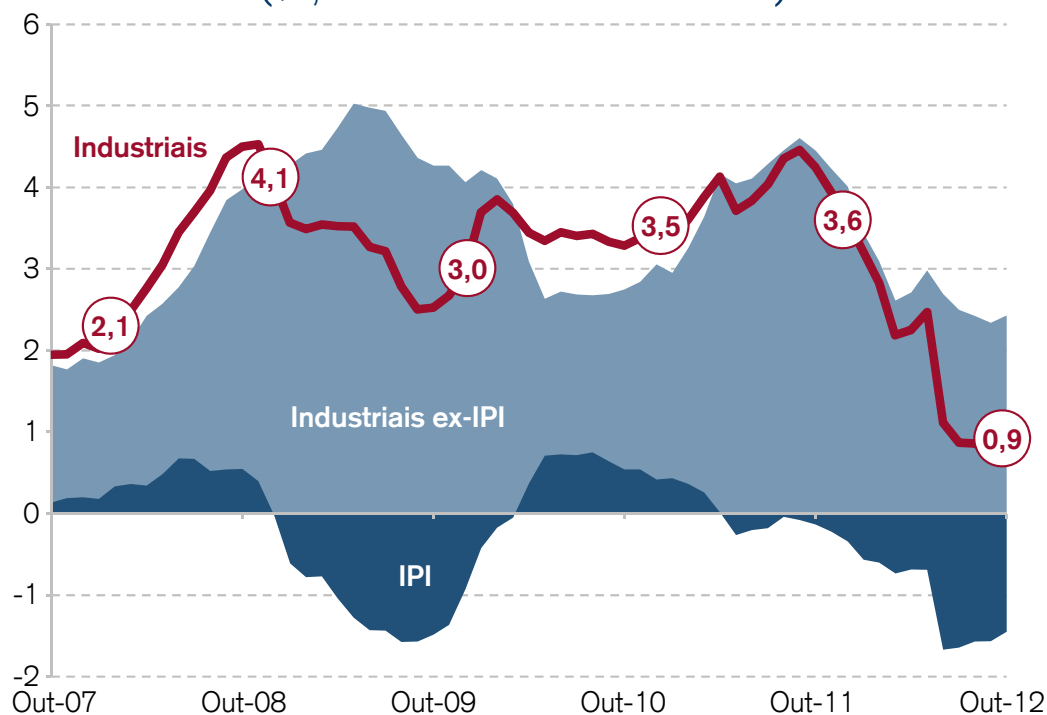


Fonte: IBGE, Credit Suisse

Eventual alta do IPI elevará a inflação de bens industriais em 2013

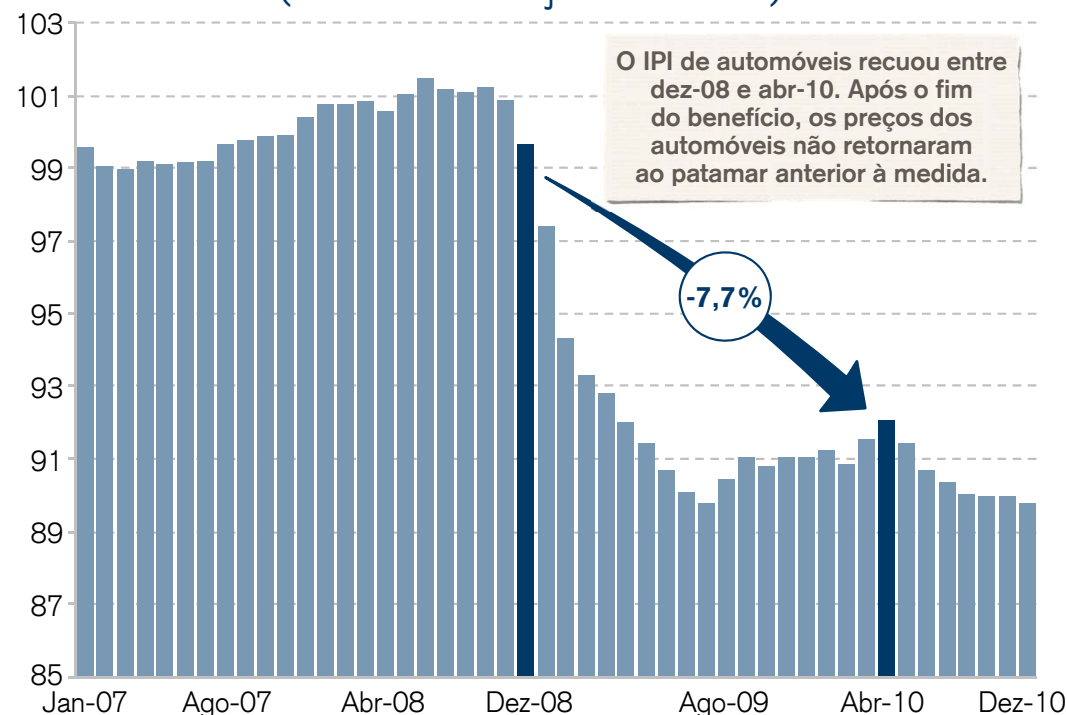
- A deflação dos bens industriais com redução do IPI aumentará de -2,0% em 2011 para -6,0% em 2012. A inflação dos demais itens do grupo recuará de 5,4% para 3,4%. Uma eventual recomposição do IPI nos automóveis elevaria a inflação de bens industriais em 2,9 pp em 2013.
- Como em 2010, quando os preços dos automóveis não retornaram aos níveis anteriores após a recomposição das alíquotas do IPI, é possível que os bens duráveis permaneçam em deflação mesmo com a elevação do IPI, contribuindo para que a inflação de industriais não aumente muito em 2013.

Contribuição para a inflação de bens industriais dos produtos com e sem redução do IPI
(%, acumulada em 12 meses)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

Inflação IPCA nos automóveis novos
(número índice jul-06 = 100)

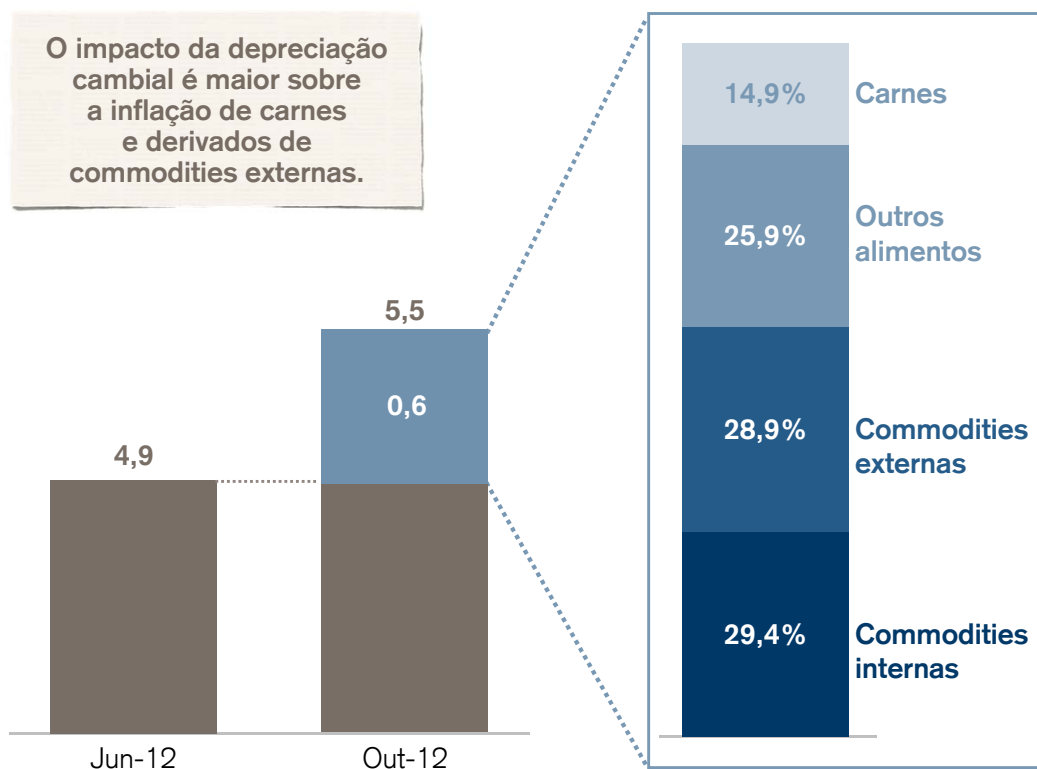


Depreciação cambial elevou a inflação de alimentos em 2012

- Parte do aumento da inflação de alimentos no 3T12 deveu-se à maior inflação dos alimentos sensíveis às oscilações dos preços das commodities agrícolas (e.g., carnes e derivados de grãos).
- Assumindo taxa de câmbio estável em 2012 em R\$ 1,80/US\$ (nível de janeiro), nossos modelos estimam que a inflação IPCA teria sido 0,26 pp menor em outubro. Parte da maior inflação de alimentos em 2012 deveu-se à depreciação cambial, que não compensou a alta de preços das commodities.

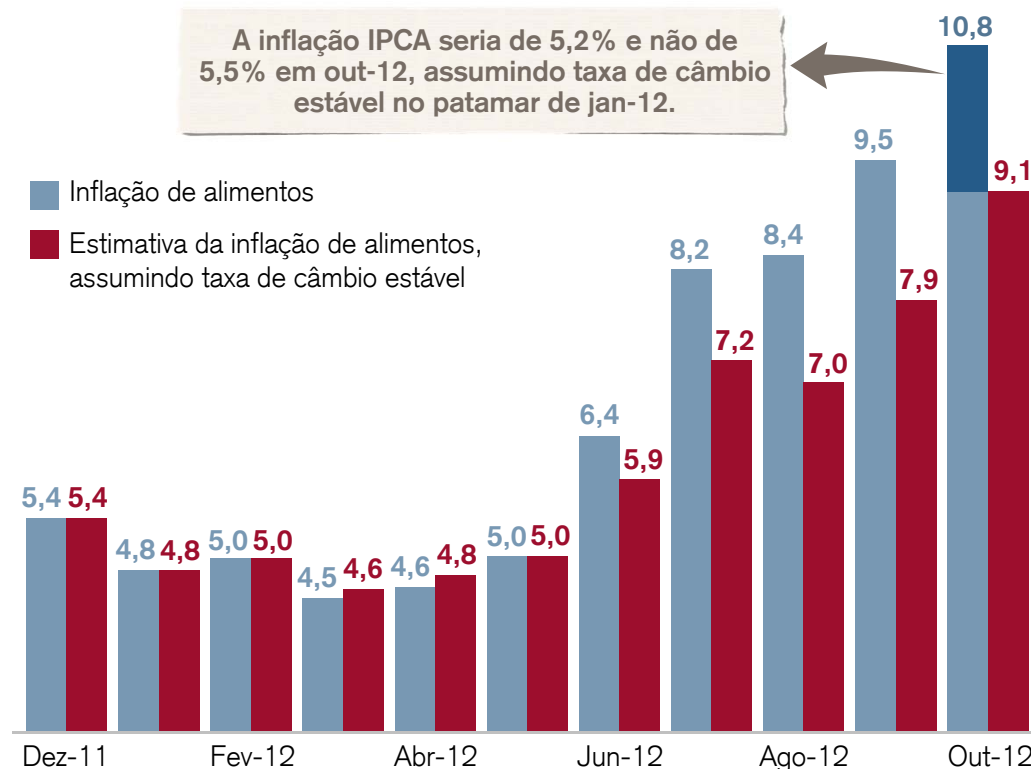
Contribuição para a alta da inflação IPCA

(%, pp, acumulada em 12 meses)



Simulação com a inflação de alimentos

(%, acumulada em 12 meses)



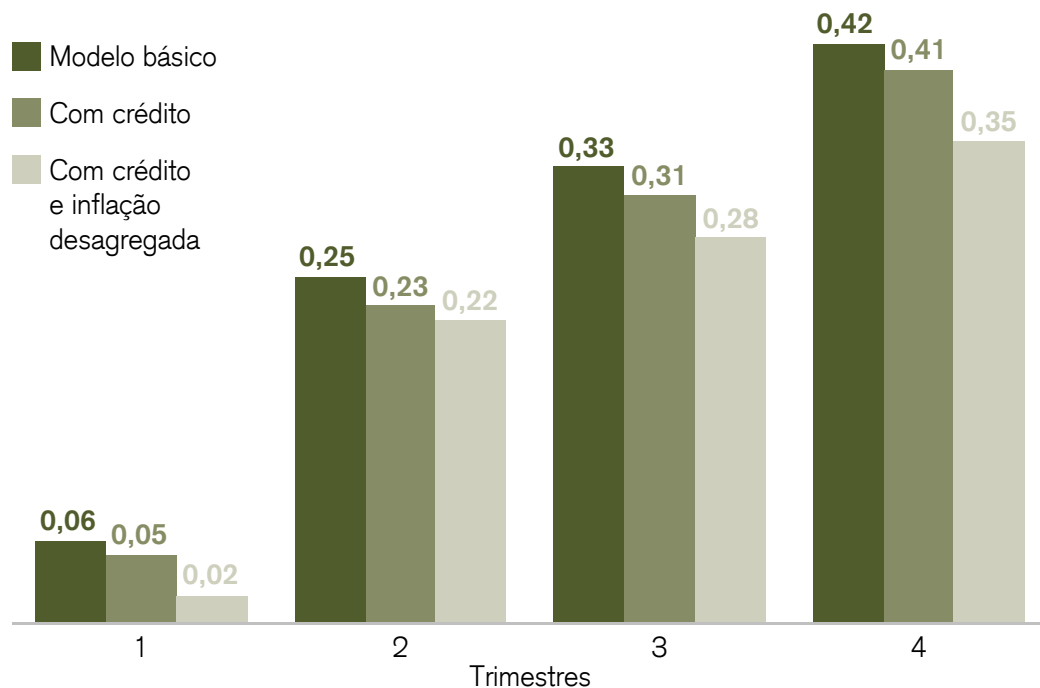
Fonte: IBGE, Credit Suisse

Depreciação cambial de 10% eleva a inflação entre 0,35 pp e 0,61 pp

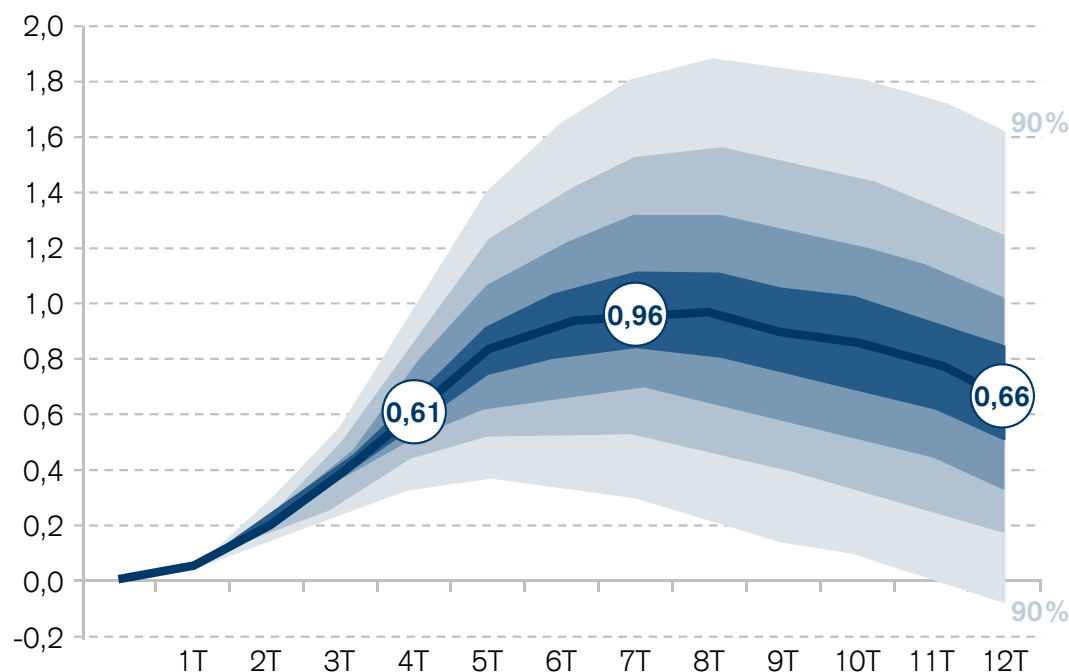
- Modelos similares aos divulgados pelo Banco Central sugerem que o repasse de uma depreciação cambial de 10% para a inflação IPCA varia de 0,35 pp a 0,61 pp em quatro trimestres:
 - ⇒ Modelo semiestrutural de pequeno porte: 0,42 pp
 - ⇒ Modelo semiestrutural de pequeno porte com crédito: 0,41 pp
 - ⇒ Modelo semiestrutural de pequeno porte com crédito e inflação desagregada: 0,35 pp
 - ⇒ Modelo Samba: 0,61 pp

Estimação do repasse de uma depreciação cambial de 10% para a inflação IPCA (pp)

Modelo semiestrutural de pequeno porte



Modelo Samba

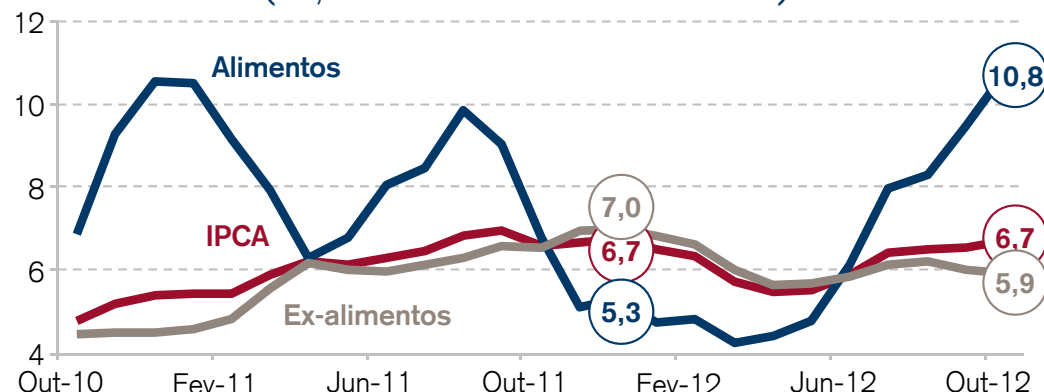


Fonte: Credit Suisse

Desonerações tributárias reduziram a inflação nos últimos anos

- Medidas de desoneração tributária reduziram a inflação IPCA em 2012. A redução da CIDE impediu a elevação dos preços da gasolina ao consumidor, e a diminuição do IPI sobre os preços de automóveis reduziu bastante a inflação de bens industriais.
- Caso os efeitos das medidas tributárias fossem expurgados, a inflação IPCA seria de 6,7% em outubro de 2012, frente aos 5,5% observados e aos 6,7% de dezembro de 2011. A inflação de ex-alimentos recuaria de 7,0% para 5,9% no período, frente aos 6,7% e 4,5% observados.

Inflação IPCA expurgada das desonerações¹
(%, acumulada em 12 meses)



¹ O cálculo também considera as medidas que aumentaram a inflação de alguns itens do IPCA (e.g., fumo, bebidas)

Fonte: IBGE, Credit Suisse

Principais desonerações tributárias nos últimos anos

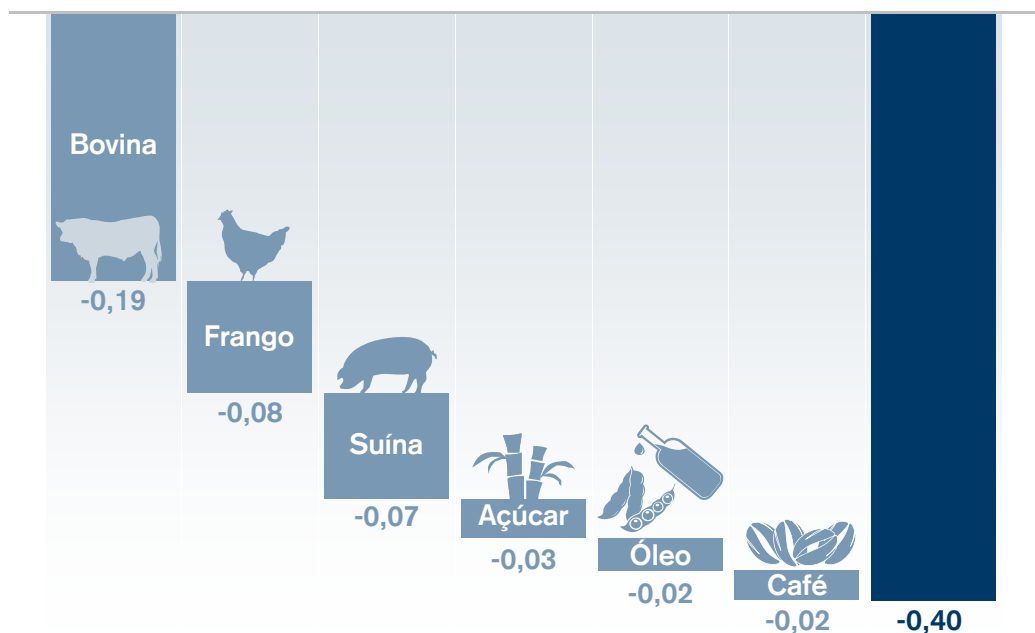
	Data da desoneração	Imposto	Alíquota		Impacto no IPCA
			Antes da desoneração	Depois da desoneração	
Automóveis	22/5/12	IPI	7,0%	0%	-0,36%
Gasolina	25/6/12	CIDE	7,8%	0%	-0,31%
Pães	1/12/11	PIS/Cofins	9,0%	0%	-0,11%
Móveis	26/3/12	IPI	5,0%	0%	-0,07%
Geladeira	1/12/11	IPI	15,0%	5%	-0,05%
Máquina de lavar	1/12/11	IPI	20,0%	10%	-0,02%
Motocicletas	1/4/09	PIS/Cofins	3,0%	0%	-0,01%
Cimento	1/4/09	IPI	4,0%	0%	-0,01%
Fogão	1/12/11	IPI	5,0%	0%	-0,01%
Tintas	1/4/09	IPI	5,0%	0%	-0,01%
Farinha de trigo	1/12/11	PIS/Cofins	9,0%	0%	-0,01%
Diesel	25/6/12	CIDE	3,9%	0%	0,00%
Telha	3/9/12	IPI	5,0%	0%	0,00%
Ferragens	1/4/09	IPI	10,0%	5%	0,00%
Material de eletricidade	1/4/09	IPI	5,0%	0%	0,00%
Material de pintura	1/4/09	IPI	5,0%	2%	0,00%

Desoneração da cesta básica pode reduzir a inflação em 0,40 pp

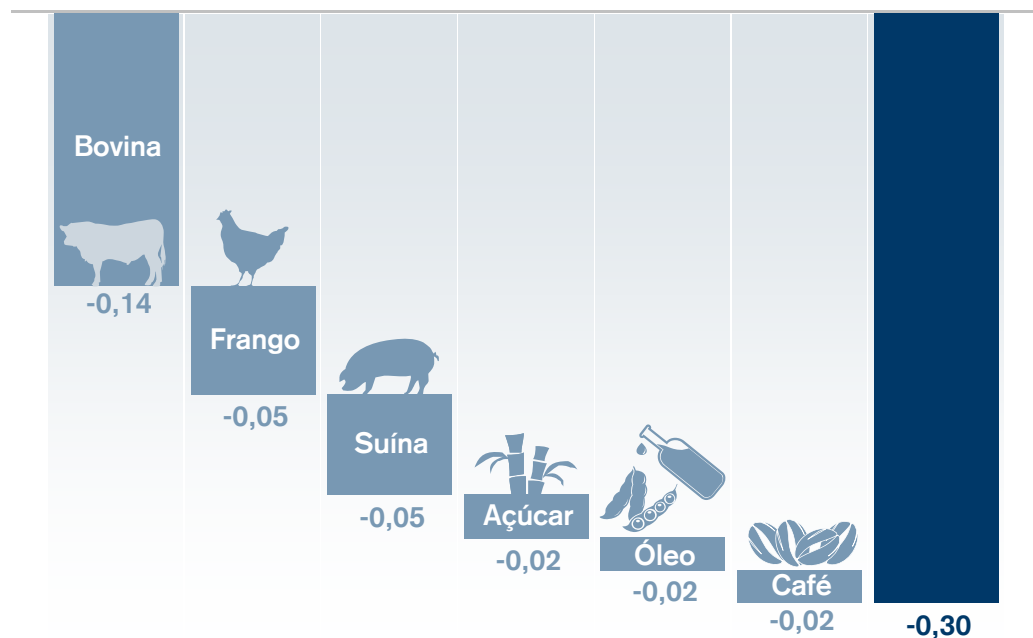
- A desoneração do PIS/Cofins sobre os produtos da cesta básica, em estudo no governo, diminuiria a inflação IPCA de forma significativa. Assumindo repasse integral para os preços dos bens finais e incorporação de todo o complexo carnes, a desoneração de impostos reduziria a inflação IPCA em:
 - ⇒ 0,40 pp, assumindo que 100% dos estabelecimentos comerciais adotam o regime cumulativo¹.
 - ⇒ 0,30 pp, com 50% dos estabelecimentos adotando o regime cumulativo e 50%, o não cumulativo².

Impacto da desoneração da cesta básica sobre a inflação IPCA (pp)

Considerando que 100% dos supermercados adotam o regime cumulativo



Considerando que 50% dos supermercados adotam o regime cumulativo e os outros 50% adotam o regime não cumulativo



¹ O regime de incidência cumulativa é aplicado às empresas de direito privado e àquelas equiparadas pela legislação do imposto de renda, com apuração do IRPJ baseada no lucro presumido ou arbitrado.

² O regime de incidência não cumulativa é aplicado às pessoas jurídicas de direito privado e àquelas equiparadas pela legislação do imposto de renda, com apuração do IRPJ baseada no lucro real.

Fonte: IBGE, Credit Suisse

Inércia inflacionária continuará a diminuir nos próximos anos

- A inércia da inflação ainda é um importante determinante da inflação IPCA, embora o seu impacto venha diminuindo. A inflação passada influencia, diretamente, o preço de serviços e as tarifas monitoradas.
- A redução da inércia da inflação IPCA é comprovada em exercícios SARC (soma dos coeficientes autorregressivos) e observando-se as funções de impulso-resposta de um choque de 1,0 pp sobre a inflação IPCA, em janelas móveis de 50 meses entre janeiro de 1998 e setembro de 2012.
- A inflação mais baixa e a diminuição da indexação dos preços de alguns itens aos IGPs (e.g., tarifas de telefonia e de água e esgoto) reduziram o efeito da inércia sobre a inflação corrente.

Resultados dos exercícios de inércia inflacionária

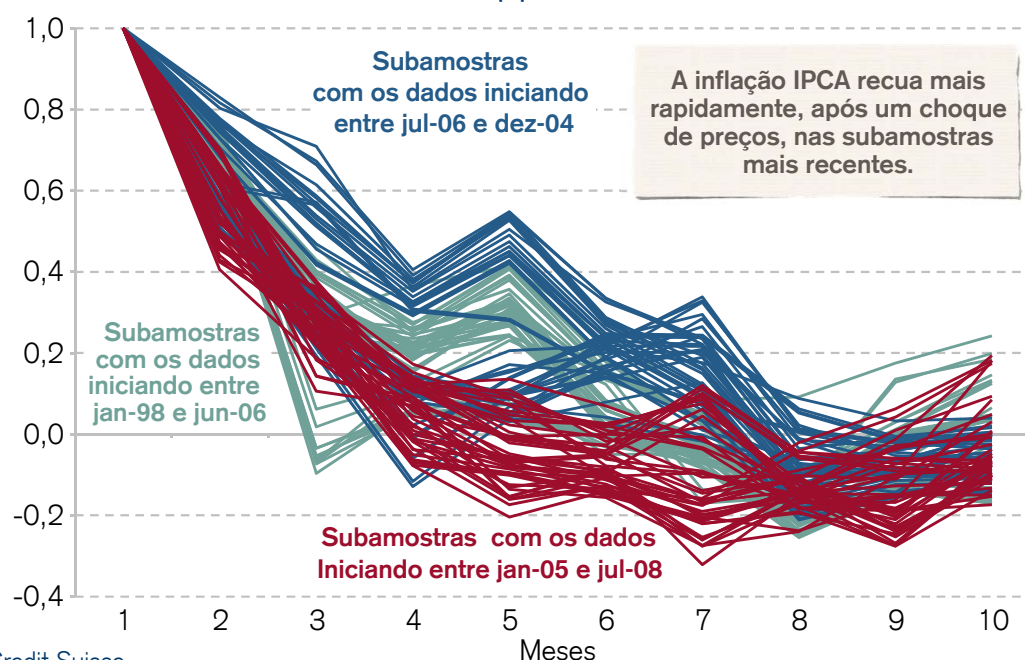
(SARC – soma dos coeficientes autorregressivos)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

Função de impulso-resposta da inflação IPCA a um choque de 1,0 pp na própria inflação IPCA

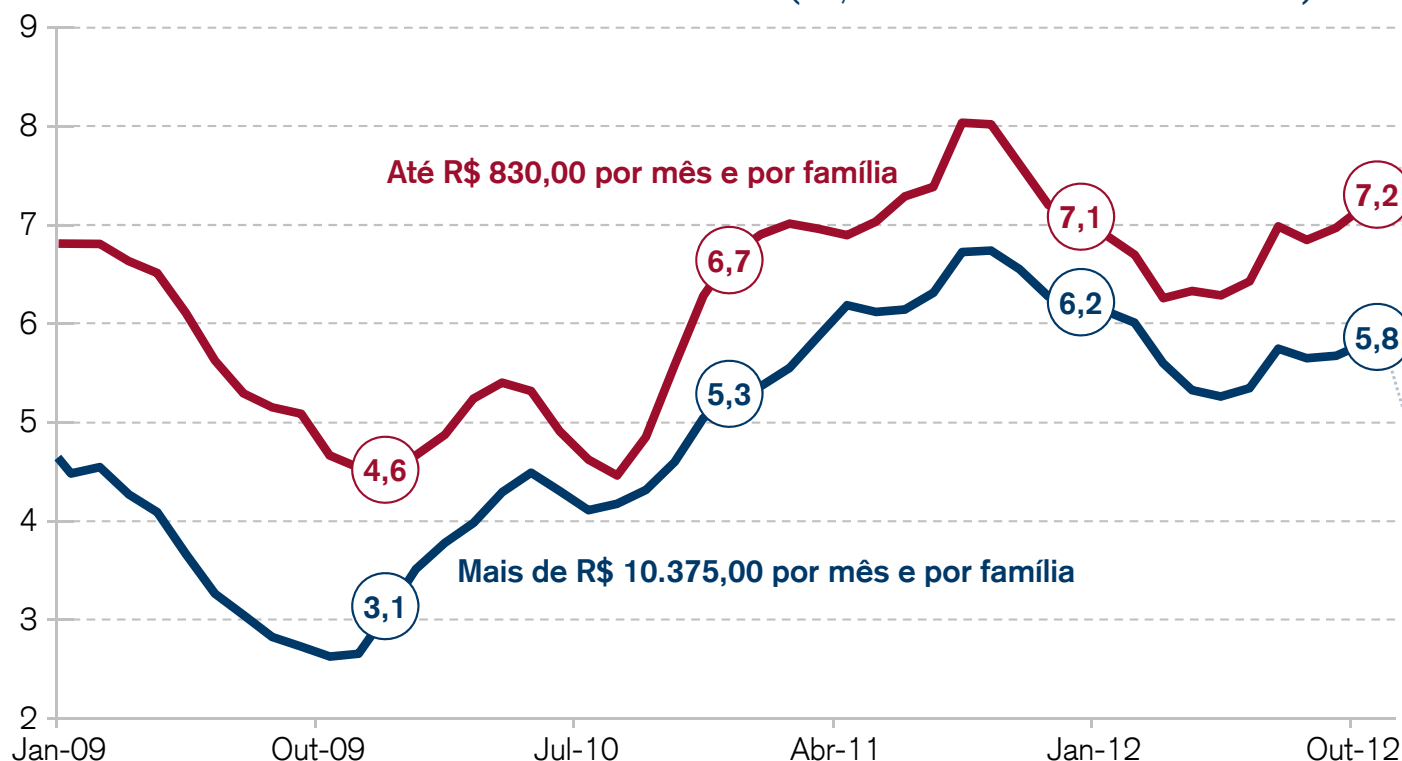
(pp)



Inflação dos mais ricos tem sido inferior à dos mais pobres

- A inflação ao consumidor nas classes mais baixas de renda tem sido superior à das classes mais altas.
- Considerando a composição das despesas por classe de renda da Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) de 2009 e a inflação IPCA por subitem, a inflação acumulada em 12 meses do grupo de renda acima de R\$ 10.375,00 foi de 5,8% em out-12, enquanto a da camada de renda mais baixa de até R\$ 830,00 foi de 7,2%. A alta inflação dos alimentos, com maior peso para os mais pobres, e a baixa inflação de automóveis, com peso mais alto para os mais ricos, é determinante para essa diferença.

Inflação IPCA para as classes de maior renda e de menor renda (%, acumulada em 12 meses)

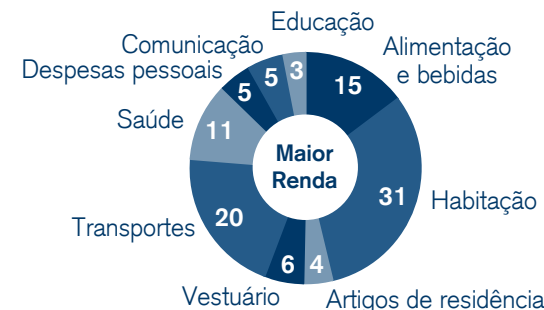


Fonte: IBGE, Credit Suisse

Distribuição da cesta de consumo



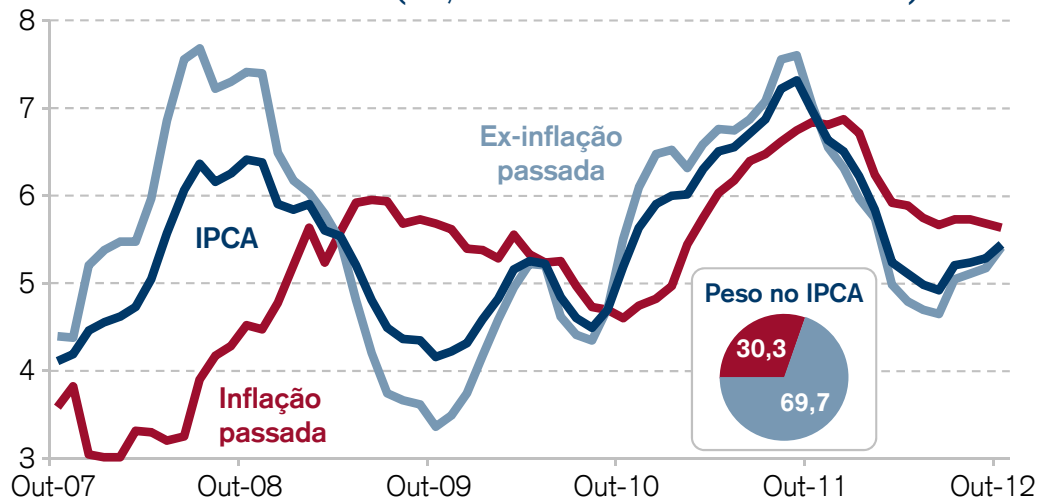
Distribuição da cesta de consumo



Medidas de núcleo não antecipam a inflação IPCA

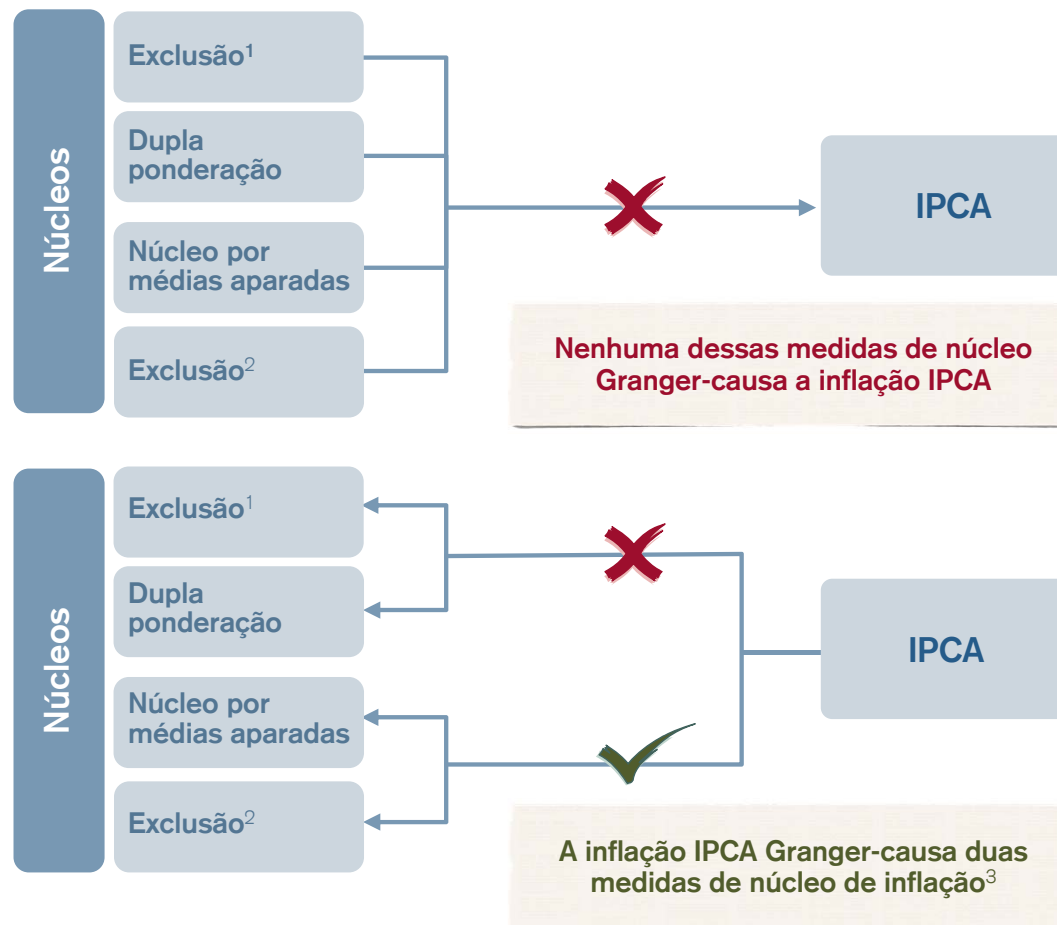
- A inflação em muitos componentes do IPCA, como tarifas monitoradas e serviços (grupo inércia inflacionária), embora em redução, ainda é muito sensível à inflação passada.
- Exercícios como os de causalidade de Granger apontam que a inflação IPCA não é causada pelas medidas de núcleo. Pelo contrário, uma alta da inflação IPCA tende a elevar a inflação nos núcleos no futuro. Esse efeito é o oposto do que é estimado para os índices e núcleos de inflação de outros países (e.g., EUA).

Inflação nos itens sensíveis à inflação passada e nos demais (% , acumulada em 12 meses)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

Exercícios de causalidade de Granger (jan-99 a set-12)



¹ Exclusão: exclui alimentos no domicílio, energia e preços monitorados.

² Exclusão: exclui 12 itens pré-selecionados.

³ A inflação IPCA Granger-causa a medida de núcleo por médias aparadas em 2 e 3 trimestres, e no caso da medida de núcleo por exclusão, a causalidade é de 1 a 4 trimestres.

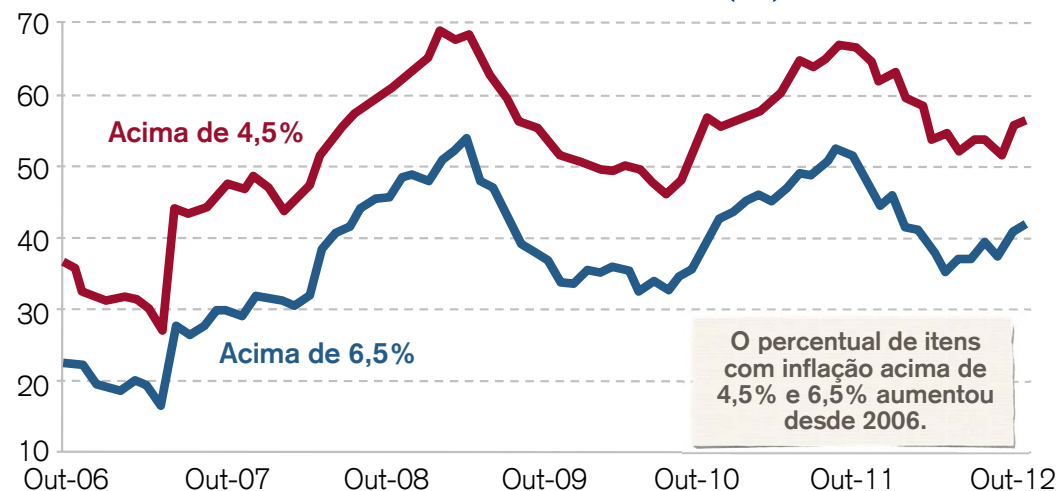
Atual composição da inflação dificultará convergência para 4,5%

- A atual composição da inflação IPCA tem um perfil desfavorável:
 - ⇒ Os itens com inflação menos volátil (e.g., serviços), cuja dinâmica de preços é mais associada à dinâmica do consumo e do mercado de trabalho, têm maior inflação.
 - ⇒ Os bens industriais, cuja inflação é mais volátil e sensível às variações cambiais e ao cenário global, têm menor inflação.
- A perspectiva de manutenção da elevada inflação de serviços dificultará a convergência da inflação para mais próximo de 4,5%. Essa redução dependeria de uma dinâmica muito benigna dos preços de alimentos, tarifas públicas, combustíveis e bens industrializados.
- O alto percentual de itens com inflação acima de 4,5% e de 6,5% reforça a dificuldade de a inflação convergir para o centro da meta no curto prazo.

Contribuição de cada grupo para a inflação IPCA (pp, acumulada em 12 meses)



Parcela de itens com inflação acima de 4,5% e 6,5% (%)

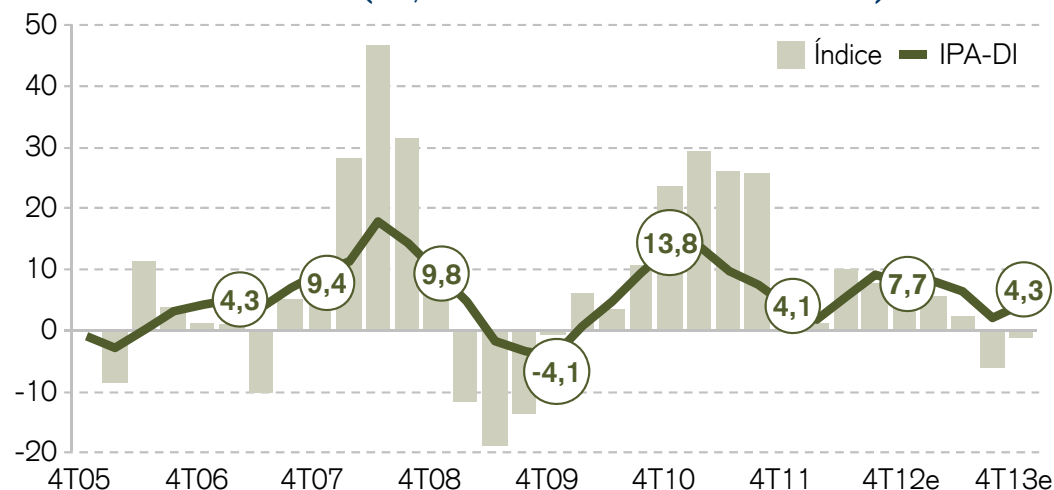


Fonte: IBGE, Credit Suisse

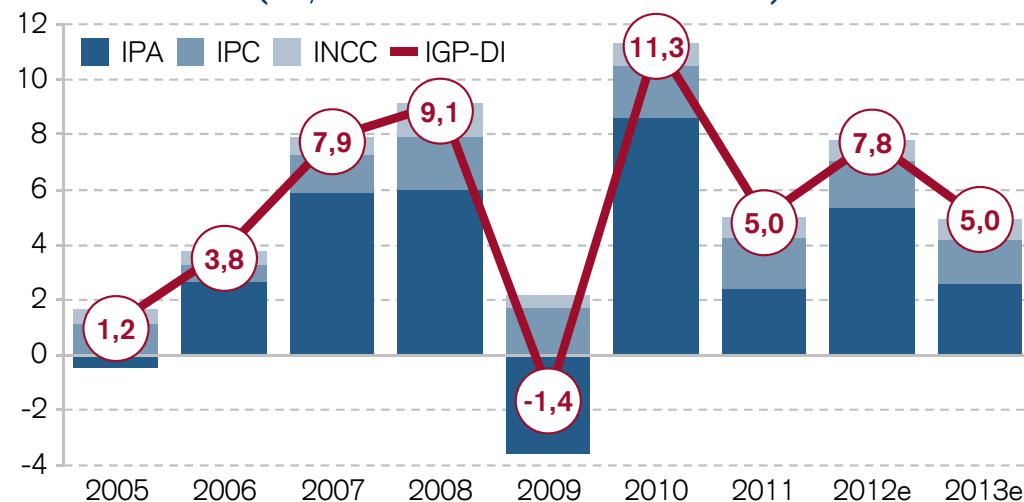
Inflação IGP-DI de 5,0% em 2013

- A inflação IGP-DI diminuirá de 7,8% em 2012 para 5,0% em 2013:
 - ⇒ IPA-DI (60% do IGP-DI): recuo da inflação de 7,7% em 2012 para 4,3% em 2013, com a inflação de produtos agrícolas (e.g., commodities e carnes) diminuindo de 18,9% para 6,3% no período e a de bens industriais permanecendo baixa, assumindo aumento do crescimento global e declínio dos preços do minério de ferro.
 - ⇒ IPC-DI (30% do IGP-DI): inflação estável em 5,5% em 2013. Essa estabilidade será decorrente da menor alta dos preços de alimentos e das tarifas administradas.
 - ⇒ INCC-DI (10% do IGP-DI): recuo da inflação da construção civil de 7,6% em 2012 para 7,2% em 2013, com o menor reajuste do salário mínimo compensando a alta dos custos da mão de obra.

Inflação IPA-DI e variação do índice de commodities em reais¹ (% , acumulada em 12 meses)



Inflação em cada componente do IGP-DI (% , acumulada em 12 meses)



¹ O índice de commodities é composto por petróleo, minério de ferro, aço, alumínio, soja, milho, trigo, açúcar e carne bovina.

Fonte: FGV, Credit Suisse

Inflação IPCA entre 5,0% e 5,5% até o fim de 2014

- O aumento da inflação IPCA para 5,5% em 2014 será decorrente de:
 - ⇒ maior inflação de tarifas administradas, assumindo que não haverá redução de impostos tão expressiva como a da energia elétrica de 2013.
 - ⇒ inflação de preços industriais mais alta, em função do cenário de maior expansão global.
- Medidas como a desoneração da cesta básica manteriam a inflação mais próxima de 5,0% em 2014.

Projeções para a inflação (% , acumulada em 12 meses)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Inflação IPCA	5,7	3,1	4,5	5,9	4,3	5,9	6,5	5,4	5,0	5,5
Preços livres	4,5	2,5	5,6	6,9	4,2	7,0	6,8	6,2	5,8	5,8
Alimentação no domicílio	0,6	-0,1	12,4	10,7	0,9	10,7	5,4	8,9	4,9	5,0
Produtos industriais	4,3	1,5	2,1	4,1	3,0	3,5	3,6	1,3	3,1	4,0
Serviços	7,3	5,2	5,6	7,3	6,8	7,8	9,7	8,6	8,2	7,5
Preços monitorados	8,4	4,5	1,5	3,5	4,5	3,2	5,6	3,2	2,5	4,5
IGP-DI	1,2	3,8	7,9	9,1	-1,4	11,3	5,0	7,5	5,0	4,5
IPA-DI	-1,0	4,3	9,6	9,8	-4,1	13,8	4,1	7,7	4,3	4,5
IPC-DI	4,9	2,1	4,6	6,1	3,9	6,2	6,4	5,5	5,5	4,5
INCC-DI	6,8	5,0	6,2	11,9	3,2	7,8	7,5	7,6	7,2	4,5

Fonte: IBGE, Credit Suisse

Política Monetária



Maior discricionariedade na condução da política econômica

- Algumas das políticas adotadas pelo governo nas últimas décadas (i.e., regimes de metas de inflação e fiscais e taxa de câmbio flutuante) tiveram suas regras flexibilizadas, provisoriamente ao menos. A argumentação é que essas mudanças impediriam efeitos desfavoráveis à economia brasileira advindos da crise global e das políticas expansionistas de outros países.

Regime de Metas de Inflação



A inflação IPCA completará em 2014, possivelmente, cinco anos consecutivos acima do centro da meta. Esse cenário terá poucas consequências no curto prazo. Porém, a redução da inflação no futuro tende a ser ainda mais custosa.

A gestão atual da política monetária sugere que a implementação de ações para convergir a inflação para o centro da meta é contingente, no curto prazo, à dinâmica da atividade. Assim, há alguma incerteza sobre a resposta da autoridade monetária na eventualidade de elevação da inflação para patamar bem acima do atual. Nesse caso, avaliamos que o Banco Central implementaria uma política monetária mais restritiva, com medidas macroprudenciais adicionais e aumento dos juros básicos.

Regime de câmbio flutuante



O governo adotou a tese de que a apreciação do real é danosa para o País, em particular para a competitividade da indústria, sendo consequência das políticas expansionistas dos países desenvolvidos.

Várias medidas foram implementadas nos últimos anos para restringir a entrada de divisas no Brasil. Assim, na eventualidade de forte influxo de capitais no País, haverá, provavelmente, intervenções adicionais no mercado de câmbio.

Essa política sugere um regime de câmbio, pelo menos temporariamente, menos flutuante do que no passado.

Responsabilidade fiscal



O governo flexibilizou, pelo menos provisoriamente, o cumprimento da meta integral de superávit primário. Como o superávit primário requerido para garantir o declínio da dívida pública é bem inferior ao do passado, sua diminuição não impedirá o declínio dessa dívida e tampouco do déficit nominal.

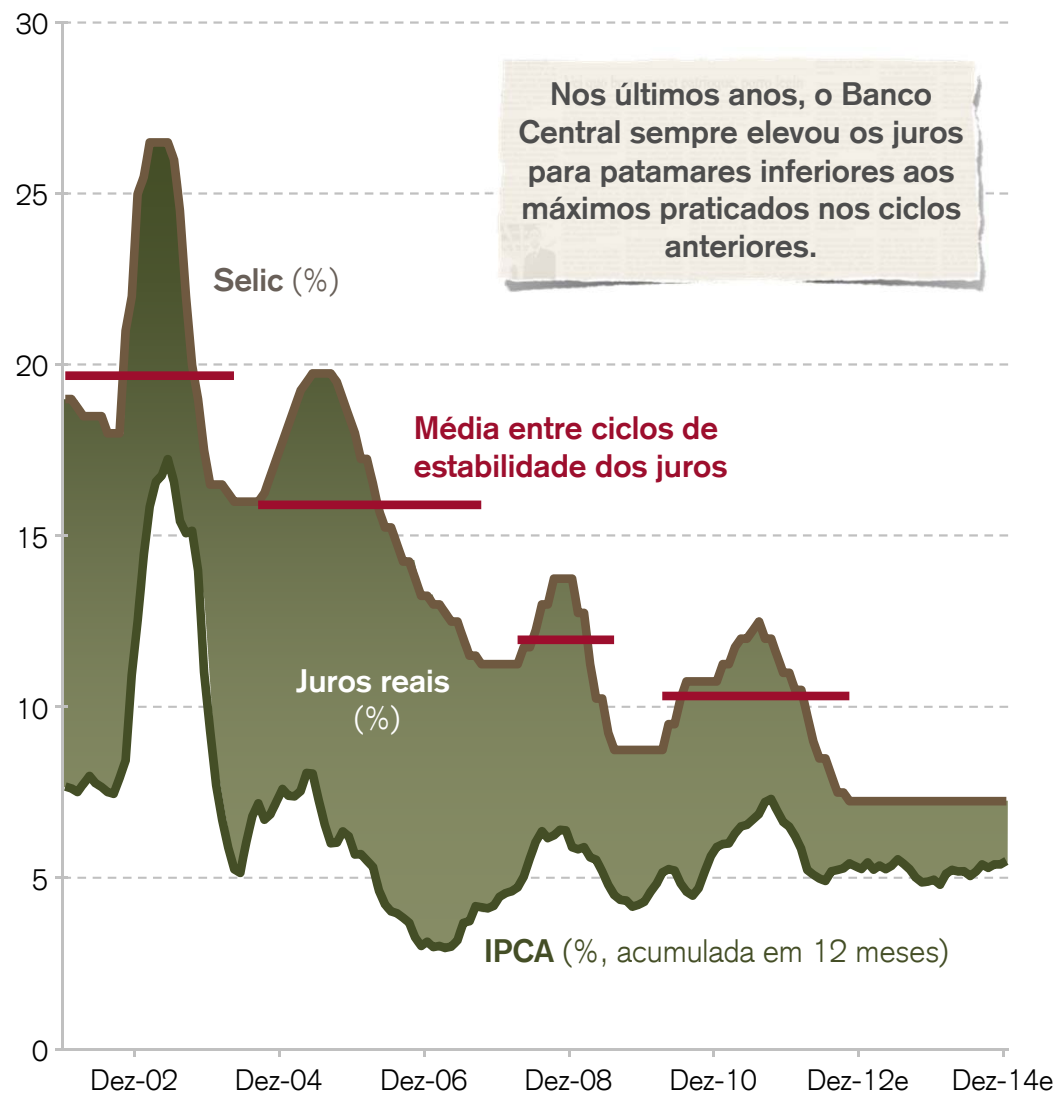
Porém, uma política responsável de corte de impostos exigirá menor expansão dos gastos públicos nos próximos anos.

Além disso, uma eventual alta significativa dos juros domésticos pode exigir um aumento do superávit primário para evitar a elevação dos riscos fiscais.

Juros estáveis em 7,25% em 2013 e 2014

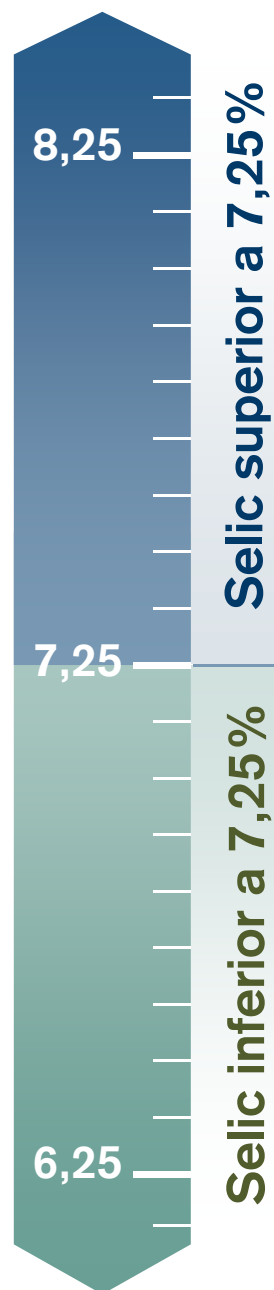
- A manutenção da taxa de juros básica Selic no atual patamar de 7,25% durante 2013 e 2014 resultará não apenas do cenário doméstico, como também do ambiente global.
- A estabilidade dos juros no Brasil até 2014 pressupõe que a retomada da atividade no País não pressionará a inflação de forma expressiva.
- A permanência da Selic no atual patamar é compatível com uma retomada global gradual, com as taxas de juros nas principais economias permanecendo relativamente estáveis até 2014. Um aprofundamento da crise global tornaria a manutenção dos juros no atual patamar ainda mais provável.
- Os juros podem permanecer estáveis, mesmo no caso de pressões inflacionárias significativas, por conta da possível adoção de novas desonerações tributárias que atenuariam a alta de preços.

Taxa de juros básica Selic
(%, ao ano)



Fonte: IBGE, Banco Central, Credit Suisse

Cenário alternativo mais provável é o de alta de juros em 2013



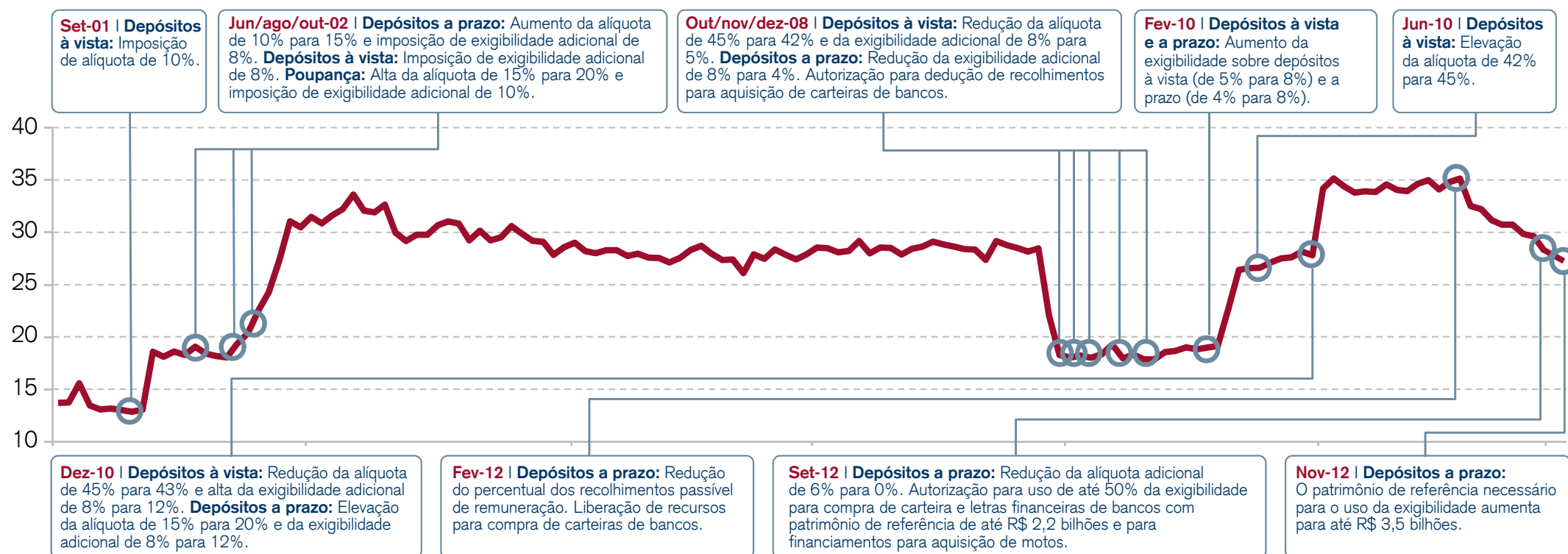
- Alternativamente ao nosso cenário-base de juros estáveis em 7,25% por um período prolongado, o mais provável seria uma alta da Selic para, digamos, 8,25%.
 - Esse seria um cenário com:
 - ⇒ Recuperação expressiva dos investimentos e da produção industrial doméstica.
 - ⇒ Aumento da inflação IPCA para próximo de 6,5% (limite superior do intervalo de tolerância da meta) em 2013, por conta de:
 - ✓ Alta dos preços de commodities agrícolas e dos preços dos alimentos in natura no 1S13.
 - ✓ Inflação mais elevada no setor industrial, advinda de pressões de custos externas (e.g., commodities industriais) não compensadas por apreciação cambial.
 - ✓ Elevação da inflação de serviços, com maior consequência da maior atividade doméstica.
-
- Um cenário menos provável seria o de redução adicional dos juros para, digamos, 6,25% no fim de 2013. Esse cenário seria compatível com:
 - ⇒ Forte redução dos preços de commodities, com o recuo dos preços de alimentos e a diminuição da inflação IPCA.
 - ⇒ Maior incerteza global, que impediria a recuperação dos investimentos e manteria a produção industrial estagnada.
 - ⇒ Menor atividade doméstica, que reduziria a pressão inflacionária advinda do canal de demanda.

Medidas macroprudenciais precederiam eventual alta dos juros

- As medidas macroprudenciais serão utilizadas em conjunto com o instrumento dos juros quando da necessidade de aperto da política monetária. Essas medidas incluem, entre outras, a imposição de impostos sobre operações financeiras e a alteração das alíquotas de recolhimentos compulsórios.
- A alíquota efetiva do compulsório diminuiu de 35,1% em janeiro de 2012, valor máximo desde 1995, para 28,2% em setembro de 2012. Esse valor é superior à média de 18,4% em 2009, menor patamar desde o início de 2002, e próximo à média de 29,0% entre 2003 e 2008.

Alíquota efetiva de recolhimentos compulsórios

(%, compulsórios em proporção do estoque de depósitos à vista, a prazo e de poupança)



Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Compulsórios utilizados como instrumentos de política monetária

- A autoridade monetária tem sido ativa na alteração das regras dos recolhimentos compulsórios por julgar, provavelmente, que o seu impacto sobre a atividade é expressivo.
- O governo tem reduzido as alíquotas dos depósitos compulsórios desde o início de 2012, com a finalidade de contribuir para a gestão de política monetária e de fortalecer a estabilidade financeira no País. Os depósitos compulsórios totalizaram cerca de R\$ 400 bilhões, na média, em 2012.

Regras dos recolhimentos compulsórios

(depósitos à vista, depósitos a prazo e caderneta de poupança)

		À vista			A prazo e interfinanceiros			Poupança		
		Set-08	Jan-11	Nov-12	Set-08	Jan-11	Nov-12	Set-08	Jan-11	Nov-12
Alíquota total		50	55	43	23	32	31	30	30	30
Recolhimentos compulsórios	Alíquota	45	43	43	15	20	20	20	20	20
	Dedução	R\$ 44 milhões			R\$ 300 milhões	R\$ 2,5 bilhões	R\$ 3,5 bilhões	-	-	-
	Recolhimento	Em espécie			100% em títulos	Em espécie, com opção de compra de ativos de bancos menores em até 36% do compulsório	Em espécie, sendo 36% não remunerados e podem ser usados na compra de ativos de bancos menores (PR até R\$ 3,5 bi) ou na compra de veículos.	Em espécie		
	Remuneração	Remunerados à taxa Selic			Índice de carteira	Em espécie	Em espécie	Taxa de poupança		
Exigibilidade adicional	Alíquota	5	12	0	8	12	11	10	10	10
	Dedução	R\$ 100 milhões	R\$ 2,5 bilhões	R\$ 2,5 bilhões	R\$ 100 milhões	R\$ 3 bilhões	R\$ 3 bilhões ¹	R\$ 100 milhões	R\$ 2,5 bilhões	R\$ 2,5 bilhões
	Recolhimento	Título	Espécie	Espécie	Título	Espécie	Espécie	Título	Espécie	Espécie
	Remuneração	Índice de carteira	Taxa Selic	Taxa Selic	Índice de carteira	Taxa Selic	Taxa Selic	Índice de carteira	Taxa Selic	Taxa Selic

¹ 50% não é remunerado e pode ser usado na compra de ativos de bancos com PR de até R\$ 3,5 bilhões.

Estabilidade dos juros será a mais longa da história recente

- Desde a introdução do regime de metas de inflação em junho de 1999, o período mais longo com taxa de juros estável foi entre agosto de 2009 e março de 2010, i.e., oito meses.
- Nosso cenário de Selic estável em 7,25% até o fim de 2014 corresponde a 26 meses sem alteração na Selic. Esse seria o maior período de estabilidade dos juros desde o advento do regime de metas de inflação em 1999. Desde então, os juros permaneceram estáveis por 3,8 meses na média e 3 meses na mediana.
- Os ciclos de aperto monetário tendem a perdurar por, na média, seis meses, enquanto os ciclos de afrouxamento monetário duram, em média, 10 meses. O período mais longo de aperto monetário foi entre setembro de 2004 e maio de 2005, totalizando nove meses. Já o mais longo ciclo de afrouxamento ocorreu entre setembro de 2005 e julho de 2007, totalizando 25 meses.

Duração dos ciclos monetários

Ínicio	Selic (%)		Fim	Duração (meses)	
Jun-99	23,50		15,25	Jan-01	20
Fev-01	15,25		15,25	Fev-01	1
Mar-01	15,25		19,00	Jul-01	5
Ago-01	19,00		19,00	Jan-02	6
Fev-02	19,00		18,50	Mar-02	2
Abr-02	18,50		18,50	Jun-02	3
Jul-02	18,50		18,00	Jul-02	1
Ago-02	18,00		18,00	Set-02	2
Out-02	18,00		26,50	Fev-03	5
Mar-03	26,50		26,50	Mai-03	3
Jun-03	26,50		16,50	Dez-03	7
Jan-04	16,50		16,50	Fev-04	2
Mar-04	16,50		16,00	Abr-04	2
Mai-04	16,00		16,00	Ago-04	4
Set-04	16,00		19,75	Mai-05	9
Jun-05	19,75		19,75	Ago-05	3
Set-05	19,75		11,25	Set-07	25
Out-07	11,25		11,25	Mar-08	6
Abr-08	11,25		13,75	Set-08	6
Out-08	13,75		13,75	Dez-08	3
Jan-09	13,75		8,75	Jul-09	7
Ago-09	8,75		8,75	Mar-10	8
Abr-10	8,75		10,75	Jul-10	4
Ago-10	10,75		10,75	Dez-10	5
Jan-11	10,75		12,50	Jul-11	7
Ago-11	12,50		7,25	Nov-12	16
				Média	10,0 3,8 6,0
				Mediana	7 3 5,5

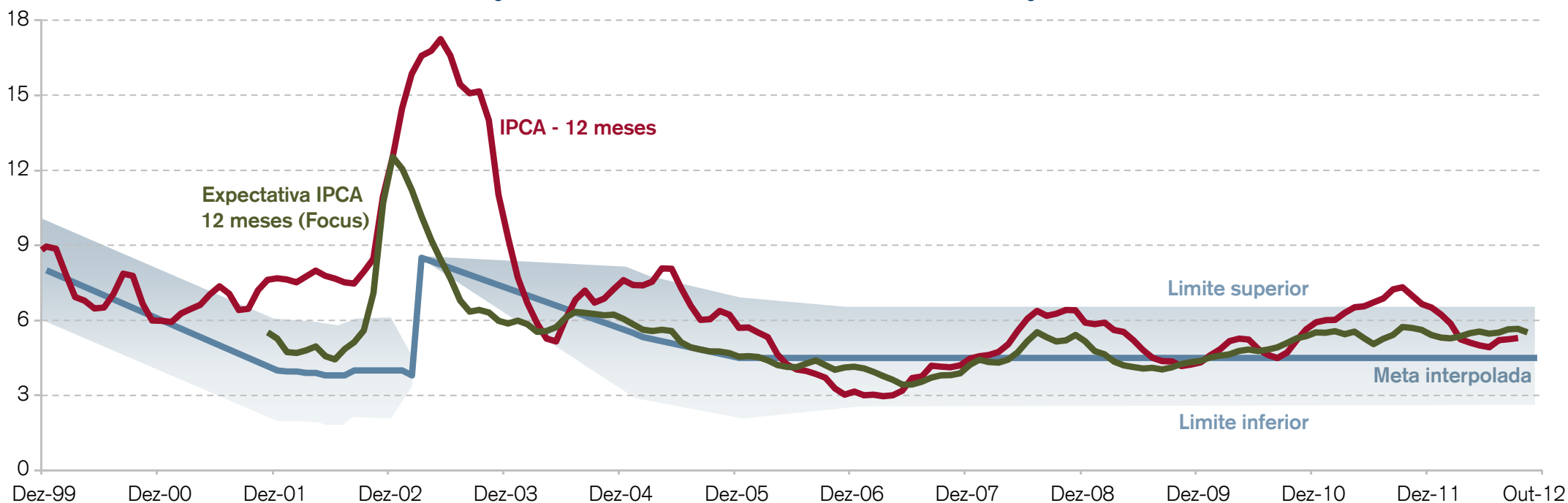
 Aperto  Estabilidade  Afrouxamento

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Desvio da inflação do centro da meta repercutirá no médio prazo

- A média e a mediana da inflação desde 2000 foram, respectivamente, de 6,7% e 6,2%. A inflação superou o centro da meta, na média, em 0,8 pp desde 2000, sendo inferior ao limite de tolerância superior em 1,3 pp. A média da inflação desde 2006, quando o centro e o intervalo de tolerância foram alterados pela última vez para 4,5% $\pm$ 2,0%, é de 5,1%, também acima do centro da meta.
- A permanência da inflação acima do centro da meta desde dezembro de 2009¹ torna mais difícil a convergência da inflação para um nível mais próximo ao de outros emergentes e países desenvolvidos. Essa redução é ainda mais difícil, por conta de expectativas de inflação elevada, que refletem a percepção de que a Selic só aumentará se houver forte retomada do crescimento.

Inflação IPCA e Sistema de Metas de Inflação (%)



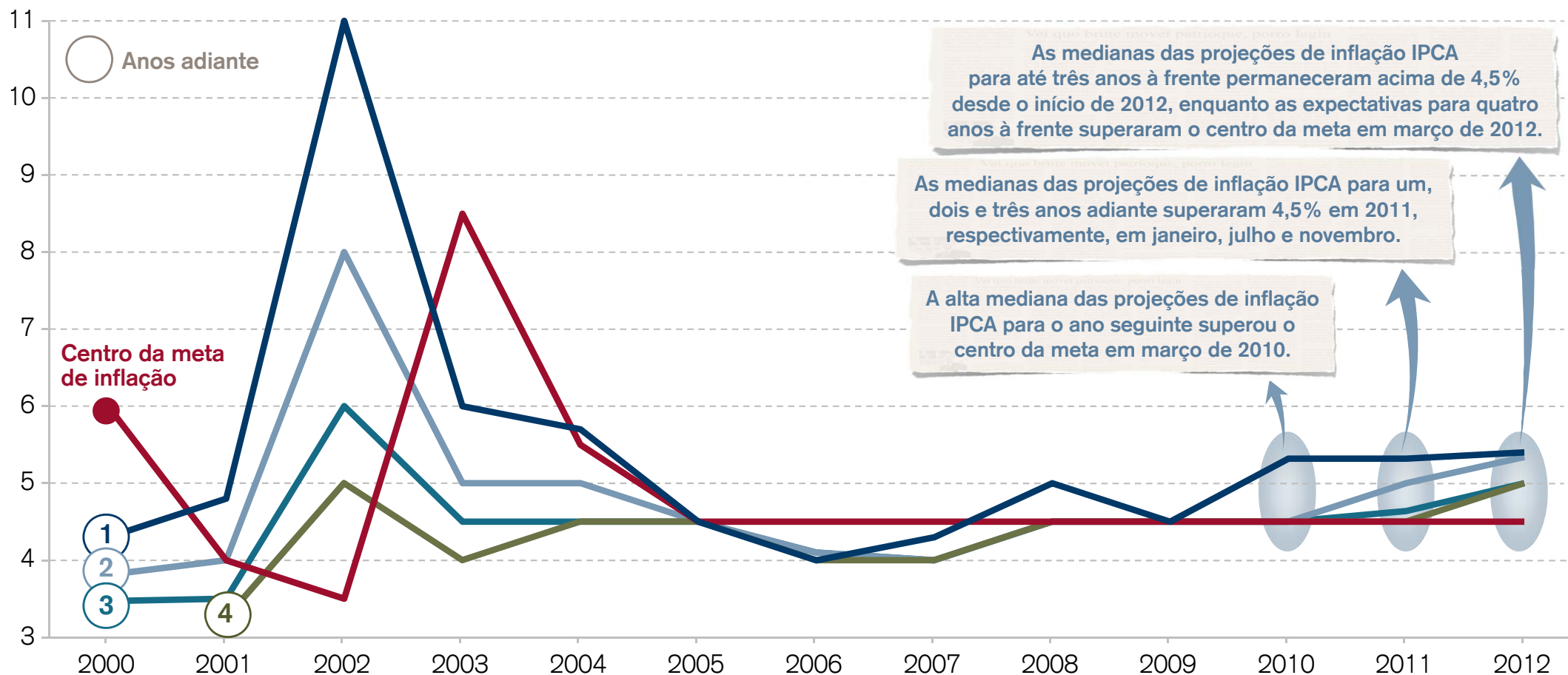
¹ A inflação foi igual à meta em agosto de 2010.

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Elevação das expectativas de inflação para prazos mais longos

- A alta das expectativas de inflação em 2010 para patamar acima do centro da meta de 4,5% foi restrita à projeção para o ano seguinte. Porém, as expectativas de inflação dois e três anos à frente também superaram o centro da meta a partir de 2011. As expectativas até quatro anos adiante superaram 4,5% em 2012, sinalizando a menor relevância do centro da meta como âncora inflacionária.

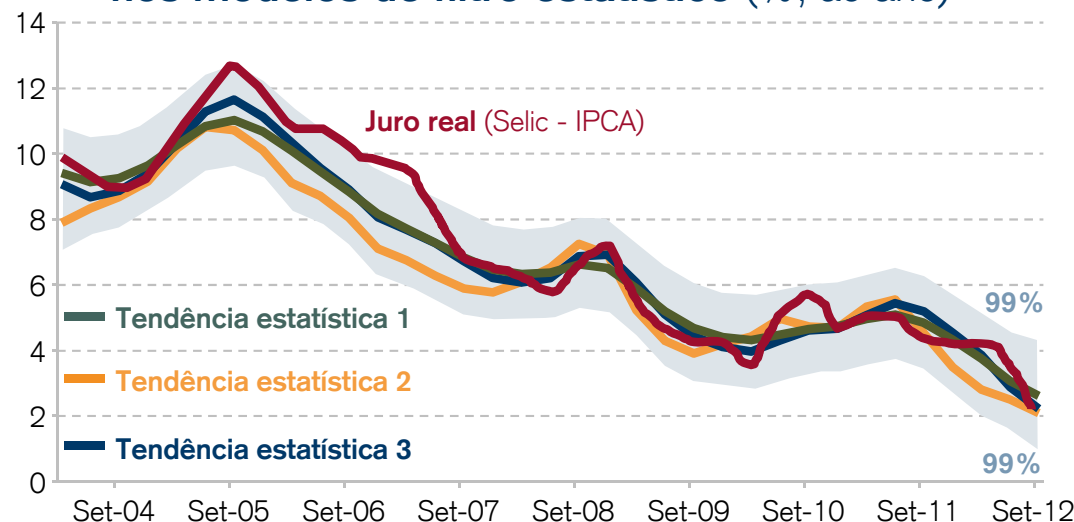
Expectativas de inflação IPCA para prazos mais longos (%)



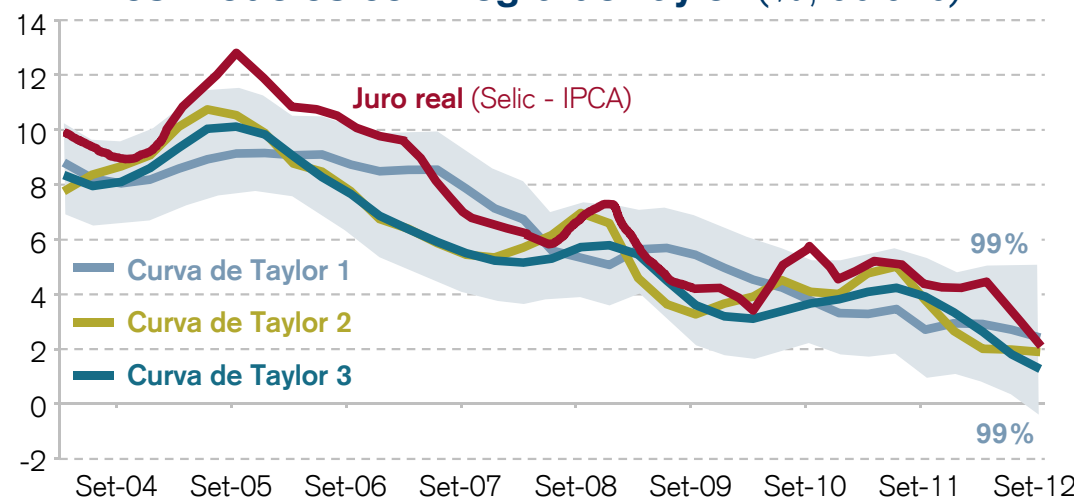
Estimativa de juro real de equilíbrio acompanha o declínio da Selic

- O Banco Central divulgou alguns métodos para estimar o juro real de equilíbrio, definido como “a taxa de juros real consistente, no médio prazo, com inflação estável e expansão do produto igual ao crescimento potencial”¹.
- Utilizamos três métodos distintos para estimar a trajetória do juro real de equilíbrio, todos estimados por máxima verossimilhança:
 - ⇒ Extração de uma tendência estatística comum entre as taxas curtas e longas (três especificações).
 - ⇒ Estimação de uma função de reação do Banco Central, tal como definida pela Curva de Taylor² (três especificações distintas).
 - ⇒ Modelos estruturais de pequeno porte (duas especificações distintas).
- O declínio contínuo das trajetórias do juro real de equilíbrio estimado pelos modelos tem acompanhado a diminuição da Selic desde 2003.

Estimativa do juro real de equilíbrio nos modelos de filtro estatístico (% , ao ano)



Estimativas do juro real de equilíbrio nos modelos com regra de Taylor (% , ao ano)



Fonte: Credit Suisse

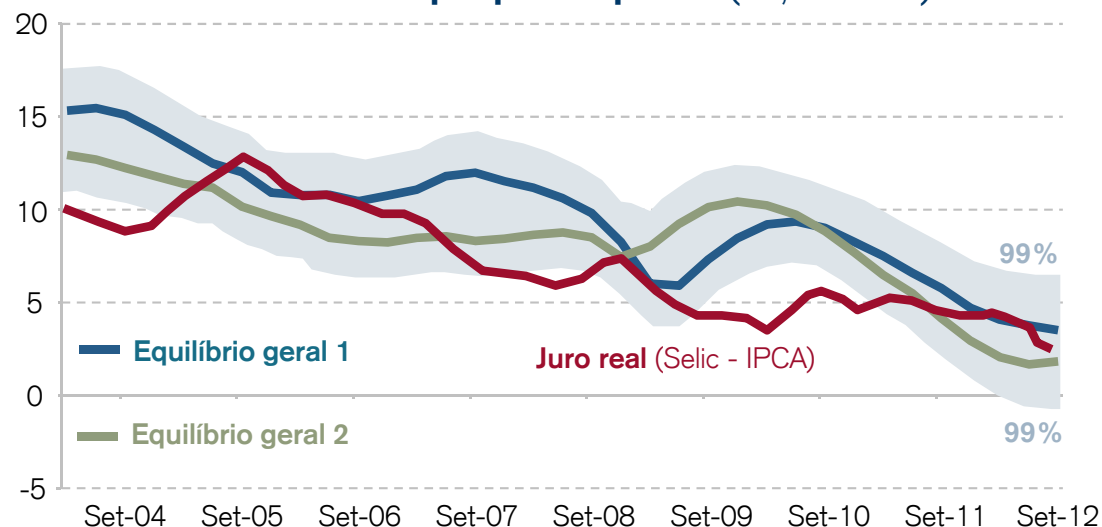
¹ Blinder, Alan. (1998). Central Banking in Theory and Practice. Cambridge: The MIT Press

² Taylor, John B. (1993). Discretion versus Policy Rules in Practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, pág. 195-214

Juro real de equilíbrio não pode pautar a política monetária

- Nossas estimativas sugerem que a taxa de juros de equilíbrio recuou quase que continuamente nos últimos anos, em linha com as conclusões sugeridas pelos documentos do Banco Central.
- No entanto, as estimativas são pouco robustas. As projeções centrais dos diferentes modelos apontam uma redução das taxas de um intervalo de 8,2% a 14,3% em 2004 para 1,3% a 3,5% em 2012.
- Por incorporarem um número mais significativo de variáveis endógenas, as estimativas de juro real de equilíbrio nos modelos estruturais de pequeno porte têm intervalos de confiança mais dispersos.
- Por conta de estimativas pouco robustas, não parece adequado atribuir um peso significativo ao conceito de taxa de juros real de equilíbrio na definição das decisões de política monetária.

Estimativa do juro real de equilíbrio nos modelos de estruturais de pequeno porte (% , ao ano)



Resumo dos principais resultados das estimativas para juro real de equilíbrio (% , ao ano, fim de período)

	Média das estimativas dos modelos			Mínimo	Máximo
	Filtro estatístico	Regra de Taylor	Equilíbrio geral		
2004	9,4	8,6	13,1	8,2	14,3
2005	10,6	9,6	10,3	9,2	11,1
2006	7,8	7,4	9,5	6,7	10,8
2007	6,2	5,9	10,0	5,2	11,5
2008	6,8	5,8	7,9	5,1	8,3
2009	4,2	3,9	9,5	3,2	10,4
2010	4,7	3,7	8,0	3,3	8,3
2011	4,1	3,0	3,8	2,7	4,7
2012	2,3	1,9	2,7	1,3	3,5

Fonte: Credit Suisse

Maioria dos nossos modelos prevê alta da inflação em 2014

- Para a elaboração das nossas projeções de inflação, avaliamos vários modelos: Modelos de Vetores Autorregressivos (VAR); Modelos de Vetores Autorregressivos com Estimação Bayesiana (BVAR); Modelos Semiestruturais de Pequeno Porte; e Modelo Dinâmico Estocástico de Equilíbrio Geral (SAMBA). Documentos do Banco Central sugerem a utilização desses modelos pela instituição na análise de cenários.
- Assumindo nosso cenário para as variáveis exógenas, todos esses modelos indicam que a inflação IPCA permanecerá acima do centro da meta no horizonte de previsão.
- As projeções desses modelos para a inflação IPCA variam entre 5,0% e 5,5% para 2013 e de 5,3% a 6,1% para 2014.

Modelos de projeção da inflação

		Variáveis endógenas	Variáveis exógenas	Projeção IPCA	
				2013e	2014e
Vetores autorregressivos	VAR 1 M	Inflação de livres, de monitorados, variação cambial, juros reais	Constante	5,4	5,8
	VAR 2 M	Inflação de livres, M4/Base monetária, variação cambial, juros reais	Constante	5,3	5,8
	VAR 3 M	Inflação de livres, produção industrial, juros reais	Constante	5,3	5,8
	VAR 4 M	Inflação de livres, M1, juros reais	Constante	5,2	5,7
	BVAR 1 M	Inflação de livres, variação cambial, juros reais	Constante	5,4	5,9
	BVAR 2 T	Inflação de livres, crescimento do PIB, juros reais	Constante	5,0	5,3
Semiestruturais de pequeno porte	Externo T	Inflação de livres, hiato do produto, taxa de juros de longo prazo	Dummies sazonais, expectativas de inflação, inflação externa, atividade global, variação do superávit primário, Selic e aversão ao risco	5,5	6,1
	CNC T	Inflação de comercializáveis, de não comercializáveis, hiato do produto, taxa de juros de longo prazo	Dummies sazonais, expectativas de inflação, salário mínimo, inflação externa, variação do superávit primário, hiato do produto global e Selic	5,3	5,9
Modelo DSGE	SAMBA T	Variáveis de atividade, inflação, fiscal, setor externo, monetário e economia global	Choques associados com variáveis domésticas e externas	5,3	5,4

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Frequência dos dados: T Trimestral M Mensal

Modelos VAR: inflação IPCA de 5,3% em 2013 e 5,8% em 2014

- Nossos modelos de Vetores Autorregressivos (VAR), com dados mensais, projetam alta da inflação IPCA para, na média, 5,3% em 2013 e 5,8% em 2014. A previsão de inflação IPCA em 2013 advém do recuo da inflação de monitorados de 3,2% em 2012 para 2,5% em 2013, compensando o aumento da projeção para a inflação de livres. A previsão de inflação de monitorados é de 4,5% para 2014.
- Os modelos VAR estimam a relação entre a inflação de preços livres com variáveis como taxa de câmbio, juros reais, produção industrial e agregados monetários. O número de defasagens das variáveis endógenas foi de até três meses em cada um dos VARs estimados.

Exemplo: modelo VAR 1

$$\pi_{L,t} = \beta_0^1 + \sum_i \beta_{1,i}^1 \pi_{L,t-i} + \sum_i \beta_{2,i}^1 \pi_{M,t-i} + \sum_i \beta_{3,i}^1 \Delta e_{t-i} + \sum_i \beta_{4,i}^1 \Delta r_{t-i} + \varepsilon_{1,t}$$

$$\pi_{M,t} = \beta_0^2 + \sum_i \beta_{1,i}^2 \pi_{L,t-i} + \sum_i \beta_{2,i}^2 \pi_{M,t-i} + \sum_i \beta_{3,i}^2 \Delta e_{t-i} + \sum_i \beta_{4,i}^2 \Delta r_{t-i} + \varepsilon_{2,t}$$

$$\Delta e_t = \beta_0^3 + \sum_i \beta_{1,i}^3 \pi_{L,t-i} + \sum_i \beta_{2,i}^3 \pi_{M,t-i} + \sum_i \beta_{3,i}^3 \Delta e_{t-i} + \sum_i \beta_{4,i}^3 \Delta r_{t-i} + \varepsilon_{3,t}$$

$$\Delta r_t = \beta_0^4 + \sum_i \beta_{1,i}^4 \pi_{L,t-i} + \sum_i \beta_{2,i}^4 \pi_{M,t-i} + \sum_i \beta_{3,i}^4 \Delta e_{t-i} + \sum_i \beta_{4,i}^4 \Delta r_{t-i} + \varepsilon_{4,t}$$

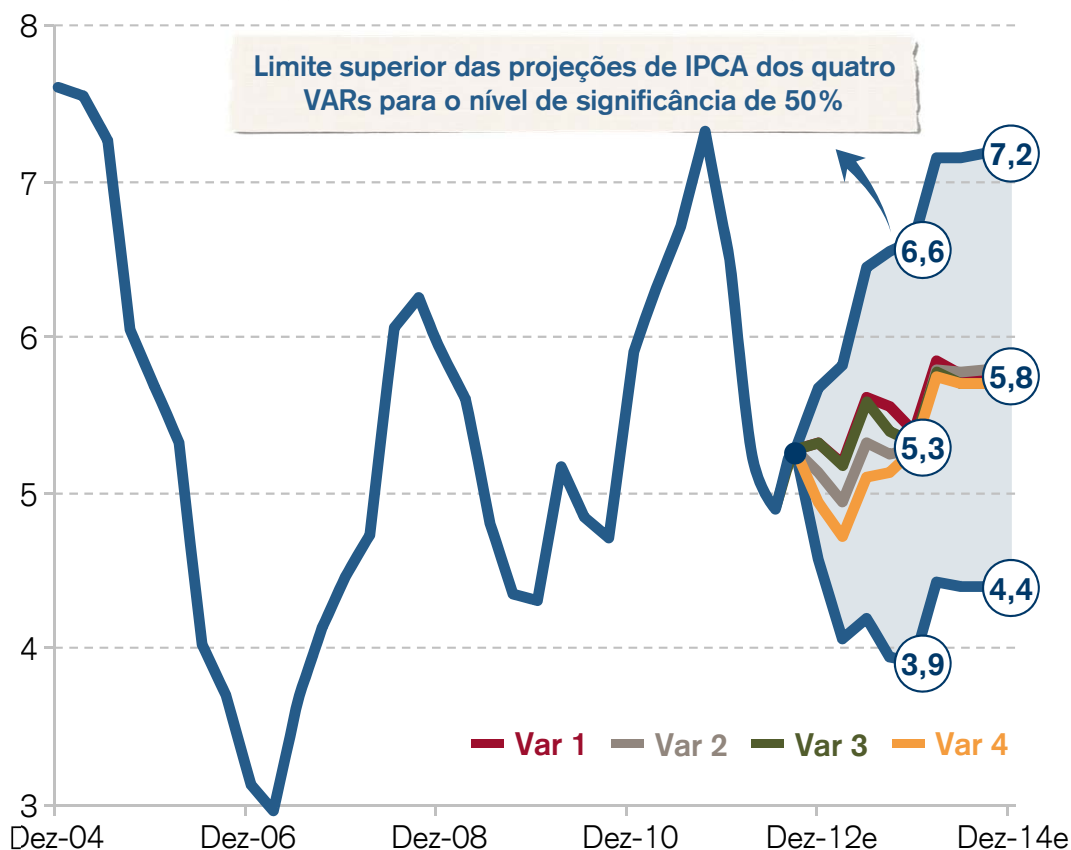
π_L = inflação de preços livres

Δe = variação da taxa de câmbio

π_M = inflação de preços monitorados

Δr = 1ª diferença da taxa de juros real

Projeção da inflação IPCA nos modelos VAR mensais (%, acumulada em 12 meses)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

Modelo BVAR^{Mensal}: inflação IPCA de 5,4% em 2013 e 5,9% em 2014

- Nosso modelo de Vetores Autorregressivos com Estimação Bayesiana (BVAR^{Mensal}), com dados mensais, projeta inflação de livres de 6,1% em 2012, 6,3% em 2013 e 6,4% em 2014. Dada a nossa projeção de inflação de monitorados, o modelo projeta inflação IPCA de, respectivamente, 5,3%, 5,4% e 5,9%. Assim, o modelo prevê inflação acima do centro da meta em todo o horizonte de previsão.
- O modelo de projeção BVAR^{Mensal} relaciona a inflação de preços livres com a variação cambial e a primeira diferença dos juros reais. Cada uma das variáveis entra no modelo com 13 defasagens. A projeção de preços administrados é exógena ao modelo.

Representação do modelo BVAR^{Mensal}

$$\pi_{L,t} = \beta_0^1 + \sum_i \beta_{1,i}^1 \pi_{L,t-i} + \sum_i \beta_{2,i}^1 \Delta e_{t-i} + \sum_i \beta_{3,i}^1 \Delta r_{t-i} + \varepsilon_{1,t}$$

$$\Delta e_t = \beta_0^2 + \sum_i \beta_{1,i}^2 \pi_{L,t-i} + \sum_i \beta_{2,i}^2 \Delta e_{t-i} + \sum_i \beta_{3,i}^2 \Delta r_{t-i} + \varepsilon_{2,t}$$

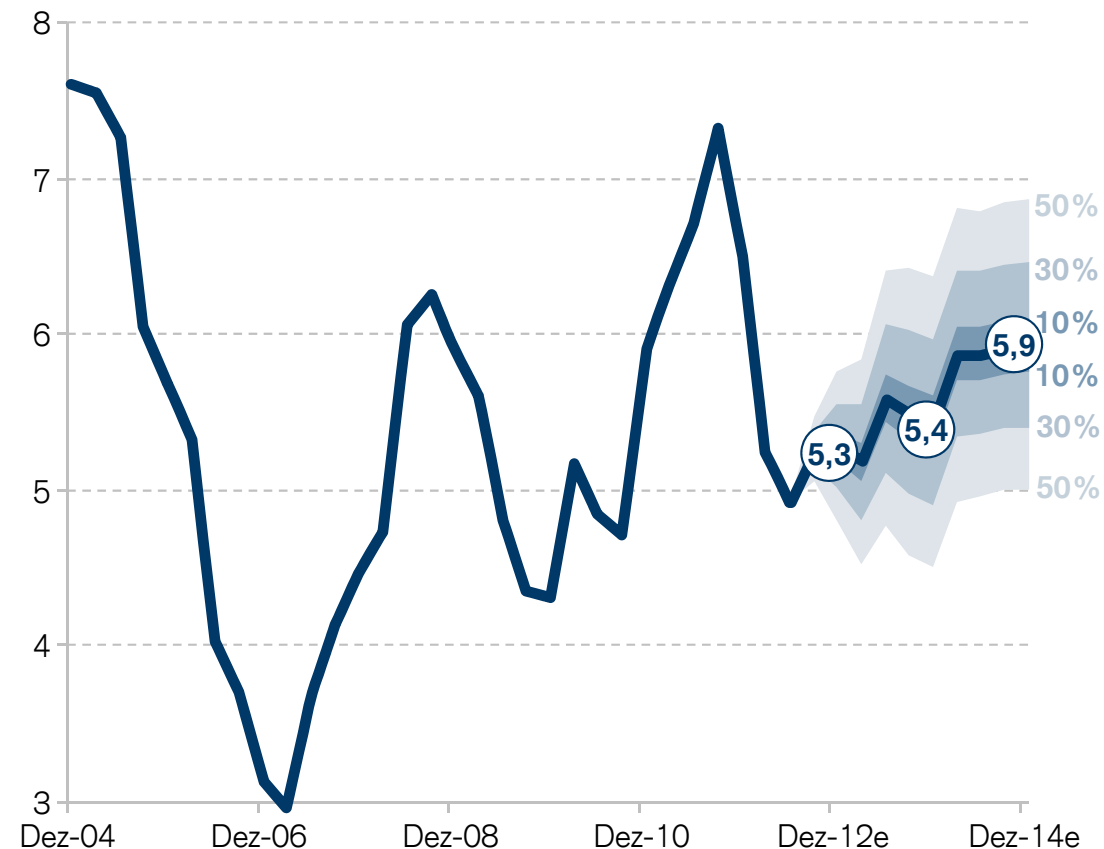
$$\Delta r_t = \beta_0^3 + \sum_i \beta_{1,i}^3 \pi_{L,t-i} + \sum_i \beta_{2,i}^3 \Delta e_{t-i} + \sum_i \beta_{3,i}^3 \Delta r_{t-i} + \varepsilon_{3,t}$$

π_L = inflação de preços livres

Δr = 1ª diferença da taxa de juros real

Δe = variação da taxa de câmbio

Projeção da inflação IPCA no modelo BVAR^{Mensal} (%, acumulada em 12 meses)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

Modelo BVAR^{Trimestral}: inflação IPCA de 5,0% em 2013 e 5,3% em 2014

- O nosso modelo de Vetores Autorregressivos com Estimação Bayesiana (BVAR^{Trimestral}), com dados trimestrais, projeta inflação IPCA de 5,0% em 2013 e 5,3% em 2014.
- Dentre todos os modelos de vetores autorregressivos estimados, o BVAR^{Trimestral} é o que prevê menor inflação IPCA para os próximos anos.
- O BVAR^{Trimestral} relaciona a inflação de preços livres com a variação do PIB e a da Selic, utilizando cinco defasagens de cada variável para a estimação do modelo.

Representação do modelo BVAR^{Trimestral}

$$\pi_{L,t} = \beta_0^1 + \sum_i \beta_{1,i}^1 \pi_{L,t-i} + \sum_i \beta_{2,i}^1 \Delta y_{t-i} + \sum_i \beta_{3,i}^1 \Delta i_{t-i} + \varepsilon_{1,t}$$

$$\Delta y_t = \beta_0^2 + \sum_i \beta_{1,i}^2 \pi_{L,t-i} + \sum_i \beta_{2,i}^2 \Delta y_{t-i} + \sum_i \beta_{3,i}^2 \Delta i_{t-i} + \varepsilon_{2,t}$$

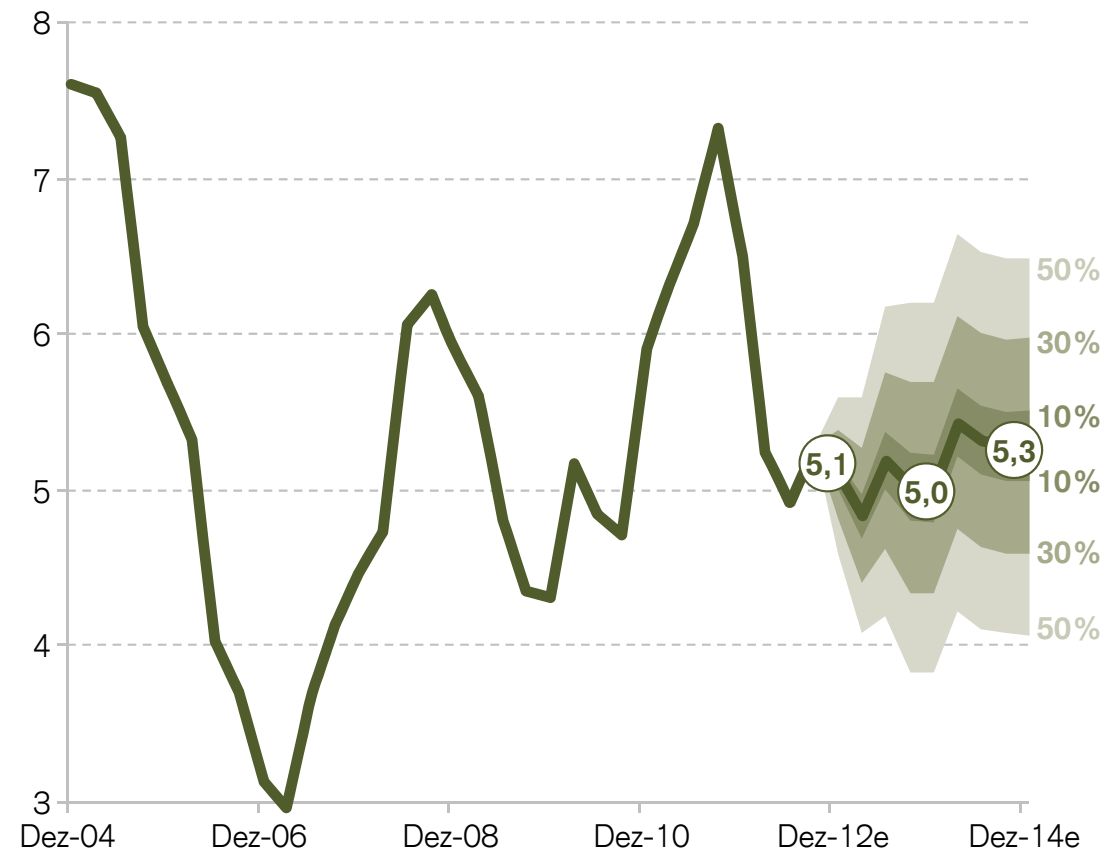
$$\Delta i_t = \beta_0^3 + \sum_i \beta_{1,i}^3 \pi_{L,t-i} + \sum_i \beta_{2,i}^3 \Delta y_{t-i} + \sum_i \beta_{3,i}^3 \Delta i_{t-i} + \varepsilon_{3,t}$$

π_L = inflação de preços livres

Δy = taxa de crescimento do PIB

Δi = 1ª diferença da taxa de juros nominal

Projeção da inflação IPCA no modelo BVAR^{Trimestral} (%, acumulada em 12 meses)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

Modelo semiestrutural: inflação IPCA de 5,5% em 2013

- O nosso modelo semiestrutural com setor externo prevê inflação IPCA de 5,0% em 2012, 5,5% em 2013 e 6,1% em 2014. A projeção do modelo é a maior dentre aquelas dos modelos estimados. O modelo projeta gradual elevação de preços de commodities em 2013 e 2014.
- Este modelo é composto por uma curva de Phillips para a inflação de livres; uma curva IS para o hiato do produto; e uma equação para a política monetária, que relaciona os juros de longo e curto prazos. O modelo também estima a relação entre variáveis externas (e.g., VIX, CRB e CLI).

Estrutura do modelo com setor externo

$$\pi_{L,t} = \beta_0^1 + \sum_{i>0} \beta_{1,i}^1 E_t \pi_{t+i} + \sum_{j>0} \beta_{2,j}^1 \pi_{t-j} + \sum_{k>0} \beta_{3,k}^1 \pi_{t-k}^* + \sum_{l>0} \beta_{4,l}^1 h_{t-l} + \varepsilon_t$$

$$h_t = \beta_0^2 + \sum_{i>0} \beta_{1,i}^2 h_{t-i} + \sum_{j>0} \beta_{2,j}^2 r_{t-j} + \sum_{k>0} \beta_{3,k}^2 \Delta \text{sup}_{t-k} + \sum_{l>0} \beta_{4,l}^2 \Delta \bar{y}_{t-l} + \sum_{m>0} \beta_{5,m}^2 \Delta h_{t-m}^* + u_t$$

$$\text{Swp}_t - S_t = \beta_0^3 + \sum_{i>0} \beta_{1,i}^3 (\text{Swp}_{t-i} - S_{t-i}) + \beta_{2,1}^3 \Delta E_t \pi_{t+3}^* + \sum_{j>0} \beta_{3,j}^3 \Delta h_{t-j} + \sum_{k>0} \beta_{4,k}^3 \Delta X_{t-k} + v_t$$

π_t^* = inflação externa medida pelo índice CRB em moeda nacional

π_L = inflação de preços livres

h_t = hiato do produto doméstico

Δh_t^* = variação do hiato do produto mundial

$\Delta \bar{y}_t^*$ = taxa de crescimento do produto potencial global

$E_t \pi_{t+j}$ = expectativa de inflação j trimestres à frente (Focus)

Δsup_t = variação do superávit primário

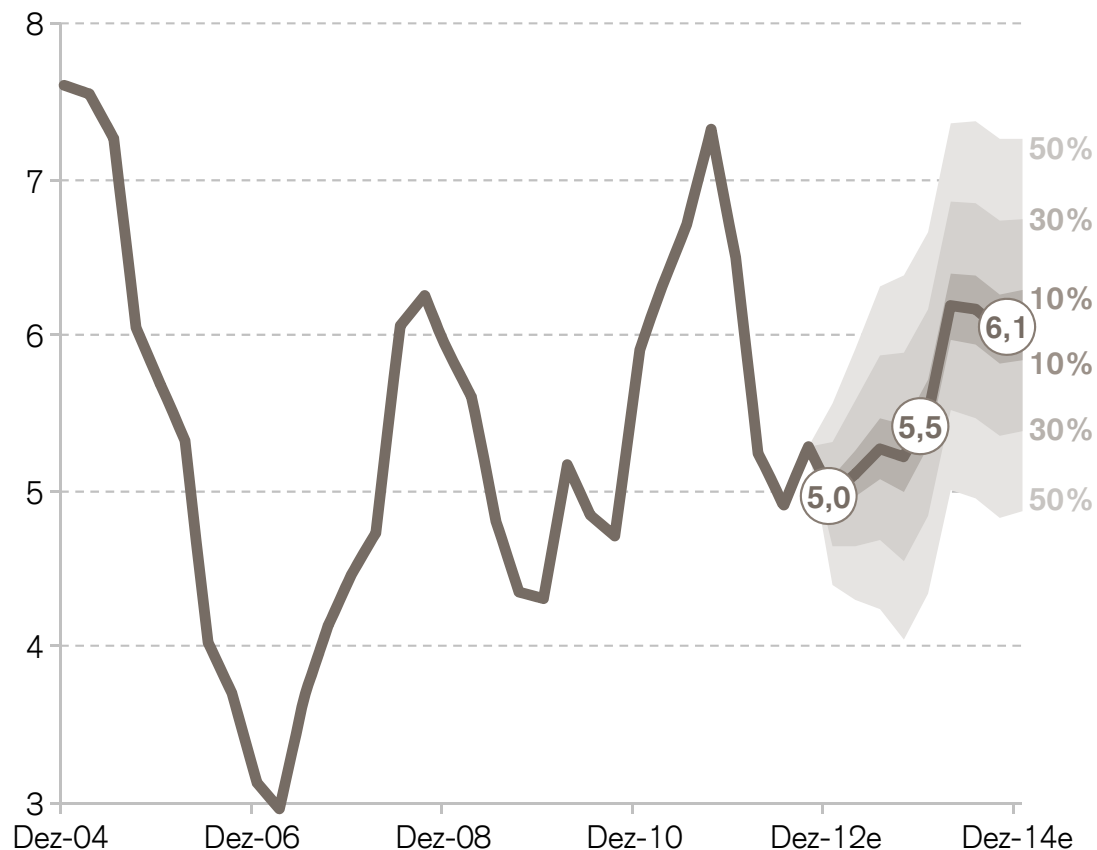
r_t = juros real

Δx_t = variação do prêmio de risco

$\text{Swp}_t - S_t$ = spread entre a taxa de juros longa e a taxa curta

VIX: Índice de volatilidade da bolsa de Chicago, representando a aversão ao risco. CRB: Índice de preços de commodities agrícolas, energéticas e metálicas. Composite Leading Indicators (CLI): Índice de atividade que pretende antecipar os pontos de reversão do ciclo em uma economia. O CLI utilizado no modelo foi o da China.

Projeção da inflação IPCA no modelo semiestrutural de pequeno porte com setor externo (% , acumulada em 12 meses)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

Modelo CNC: inflação IPCA de 5,3% em 2013 e 5,9% em 2014

- O nosso modelo semiestrutural de pequeno porte com desagregação da inflação em bens comercializáveis e não comercializáveis (CNC) projeta inflação de 5,4% em 2012, 5,3% em 2013 e 5,9% em 2014. Enquanto a previsão da inflação de bens não comercializáveis permanece relativamente estável no horizonte de previsão, a previsão de inflação de comercializáveis aumenta de forma expressiva.

Estrutura do modelo CNC

$$\pi_{NC,t} = \sum_{i=1}^4 \beta_{0,i}^1 D_i + \sum_{j>0} \beta_{1,j}^1 E_t \pi_{t+j} + \sum_{k>0} \beta_{2,k}^1 \pi_{NC,t-k} + \sum_{l>0} \beta_{3,l}^1 h_{t-l} + \beta_{4,1}^1 \Delta SM_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\pi_{C,t} = \sum_{i=1}^4 \beta_{0,i}^2 D_i + \sum_{j>0} \beta_{1,j}^2 E_t \pi_{t+j} + \sum_{k>0} \beta_{2,k}^2 \pi_{C,t-k} + \sum_{l \geq 0} \beta_{3,l}^2 \pi_{t-l}^* + \sum_{m>0} \beta_{4,m}^2 h_{t-m} + \eta_t$$

$$h_t = \beta_0^3 + \sum_{i>0} \beta_{1,i}^3 h_{t-i} + \sum_{j>0} \beta_{2,j}^3 r_{t-j} + \sum_{k>0} \beta_{3,k}^3 \Delta \text{sup}_{t-k} + \sum_{l \geq 0} \beta_{4,l}^3 \Delta y_{t-l}^* + \sum_{m \geq 0} \beta_{5,m}^3 \Delta h_{t-m}^* + u_t$$

$$\text{Swp}_t - S_t = \beta_0^4 + \sum_{i>0} \beta_{1,i}^4 (\text{Swp}_{t-i} - S_{t-i}) + \beta_{2,1}^4 \Delta E_t \pi_{t+3}^* + \sum_{j>0} \beta_{3,j}^4 \Delta h_{t-j} + v_t$$

π_{NC} = inflação de não comercializáveis

r_t = juros real

π_C = inflação de comercializáveis

sup_t = superávit primário

$E_t \pi_{t+j}$ = expectativa de inflação
j trimestres à frente (Focus)

Δy_t^* = taxa de crescimento
do produto potencial

π_t^* = inflação externa medida pelo
índice CRB em moeda nacional

Δh_t^* = variação do hiato
do produto mundial

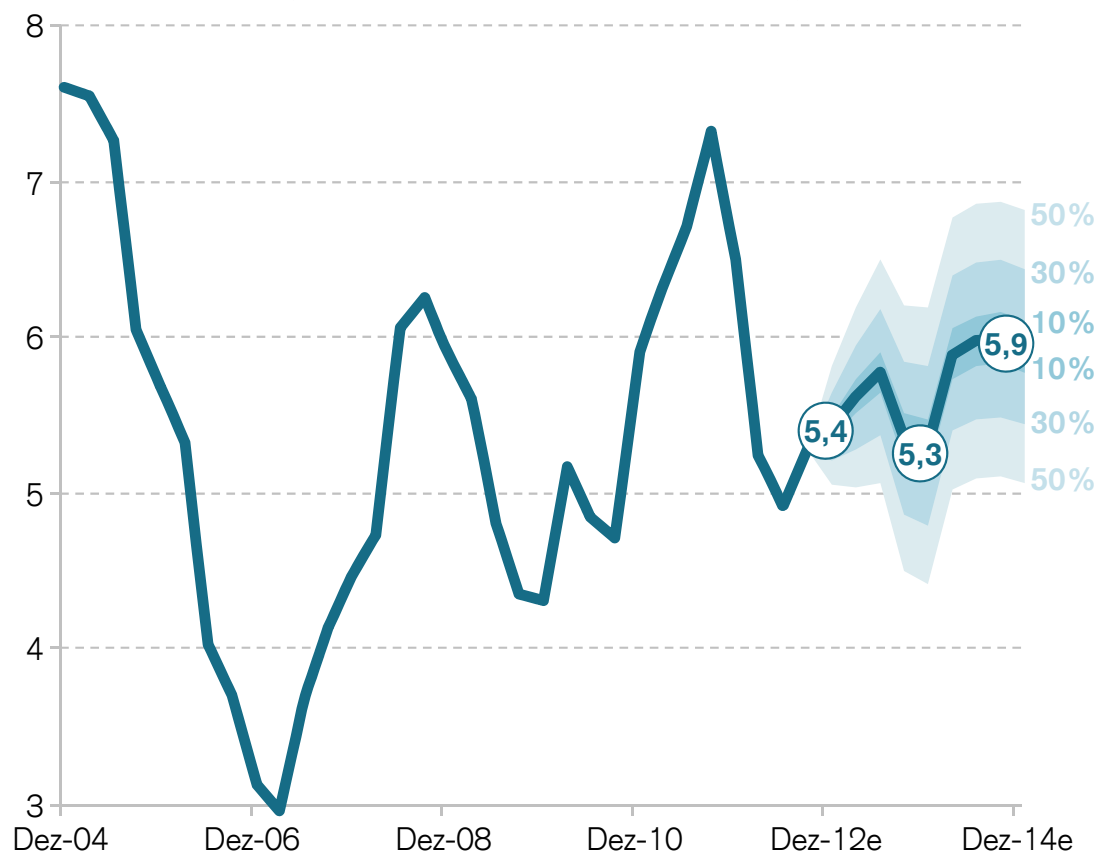
ΔSM_t = variação do rendimento médio
habitual

$\text{Swp}_t - S_t$ = spread entre a taxa de
juros longa e a taxa curta

h_t = hiato do produto doméstico

Projeção da inflação IPCA no modelo CNC

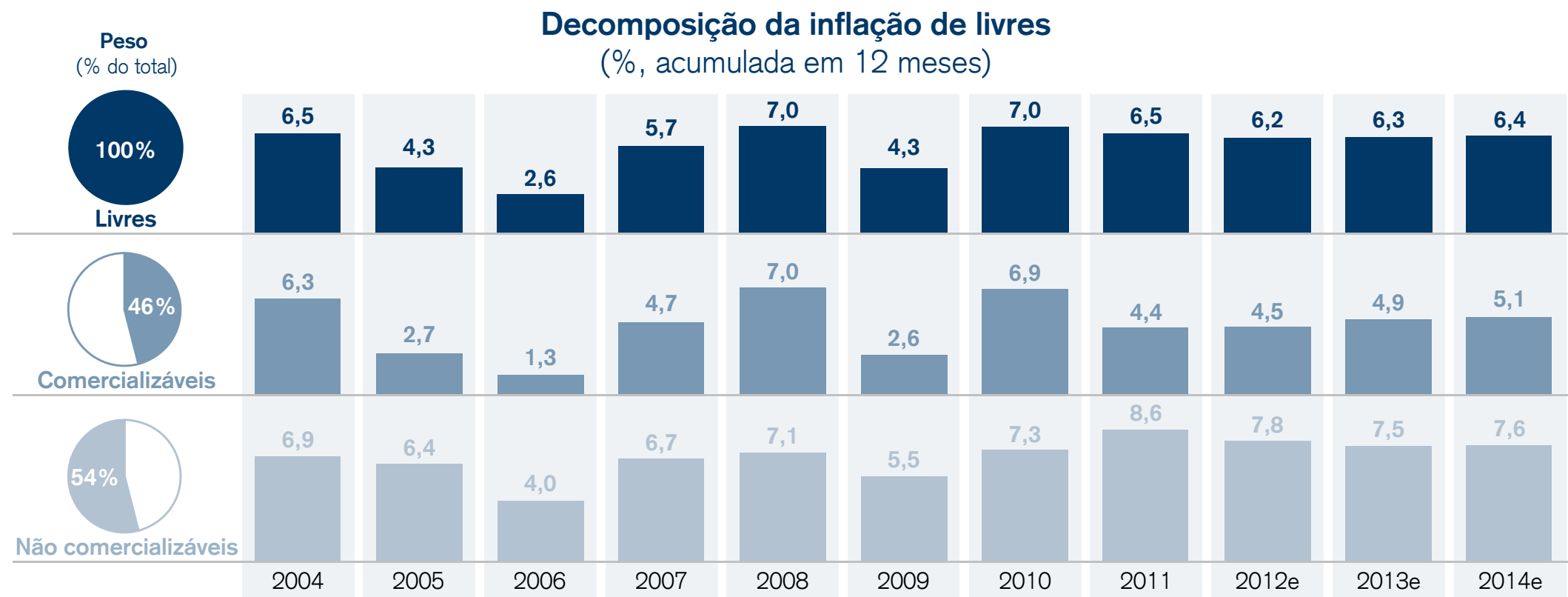
(%, acumulada em 12 meses)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

Menor alta de salários reduzirá a inflação de não comercializáveis

- O nosso modelo semiestrutural de pequeno porte com desagregação da inflação em bens comercializáveis e não comercializáveis (CNC) prevê que a inflação de bens não comercializáveis permanecerá muito superior à de bens comercializáveis no horizonte de previsão.
- O modelo indica que a aceleração da atividade elevará a inflação de comercializáveis em 2013 e 2014. Além disso, projeta diminuição da inflação de não comercializáveis em 2013, em função do impacto favorável da menor elevação dos rendimentos sobre os preços, que mais do que compensa o efeito desfavorável resultante da maior expansão da atividade.

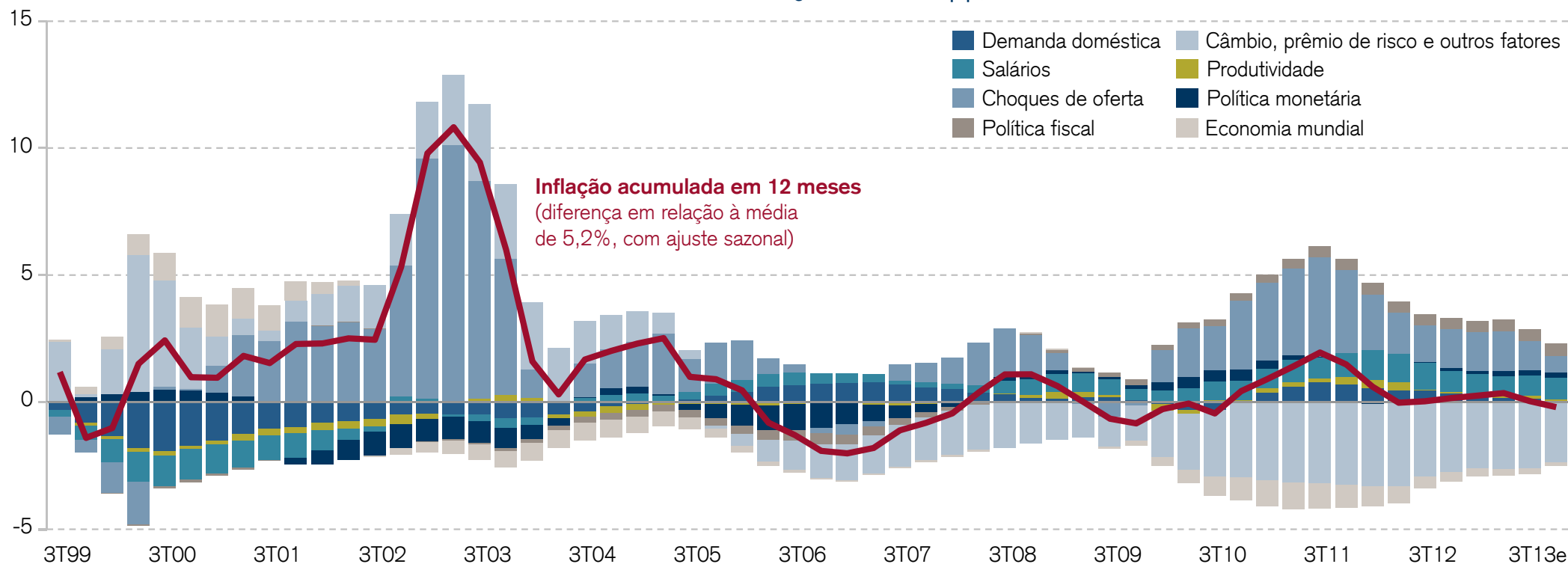


Fonte: IBGE, Credit Suisse

Menor efeito defasado de choques de oferta sobre a inflação

- O exercício de decomposição de variância obtido por meio da estimativa do modelo SAMBA¹, do Banco Central, sugere que a elevação da inflação entre o 3T10 e o 3T11 foi resultado de choques típicos de oferta, que se dissiparam gradualmente ao longo de 2012.
- Nossa estimativa de inflação para 2013 assume menores contribuições das pressões de oferta sobre preços, além de uma moderação na contribuição dos ajustes salariais sobre a inflação.

Decomposição de variância dos choques estruturais sobre a inflação anual (pp)



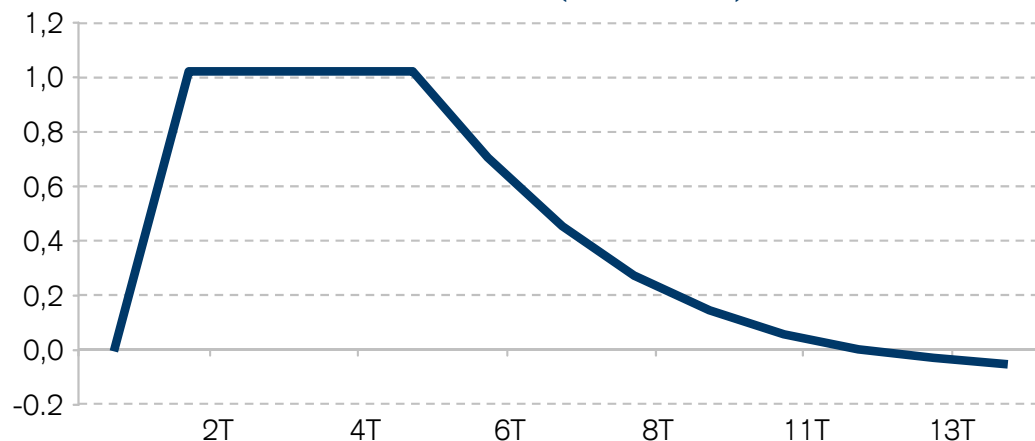
¹ Castro, M., S. Gouvea, A. Minella, R. Santos e N. Sobrinho (2011): SAMBA: Stochastic Analytical Model with Bayesian Approach, Banco Central do Brasil, Working Paper Series 239

Fonte: Credit Suisse

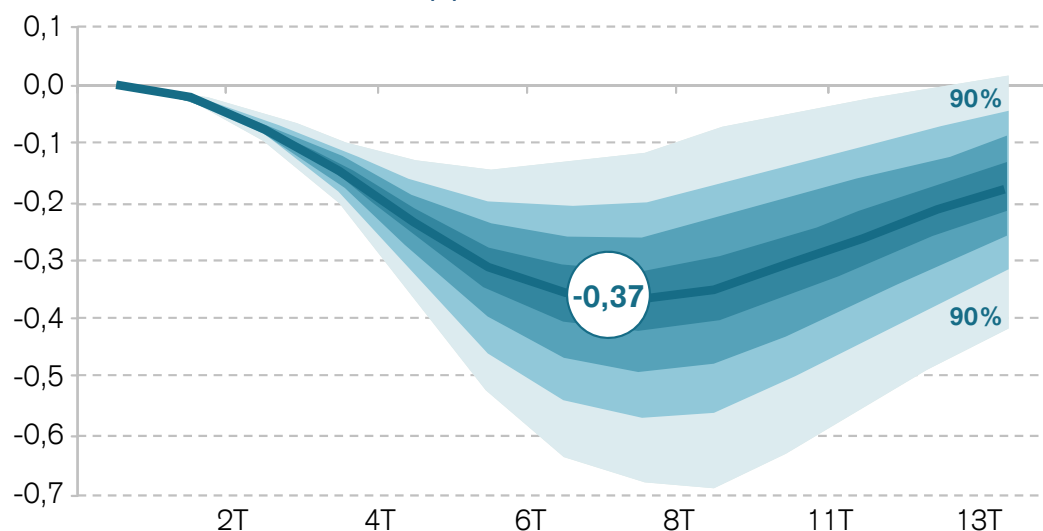
SAMBA sugere altas defasagens nas ações de política monetária

- Um aumento de 100 pontos-base na Selic, mantida constante por quatro trimestres consecutivos, reduziria a inflação IPCA acumulada em 12 meses em 0,37 pp, tendo decorridos sete trimestres.
- A expansão trimestral do PIB recuaria 1,8% após 4 trimestres, na média, em termos anualizados. Em exercício similar, o Banco Central¹ estimou que a desaceleração da atividade seria de 2,4 pp em um período equivalente.

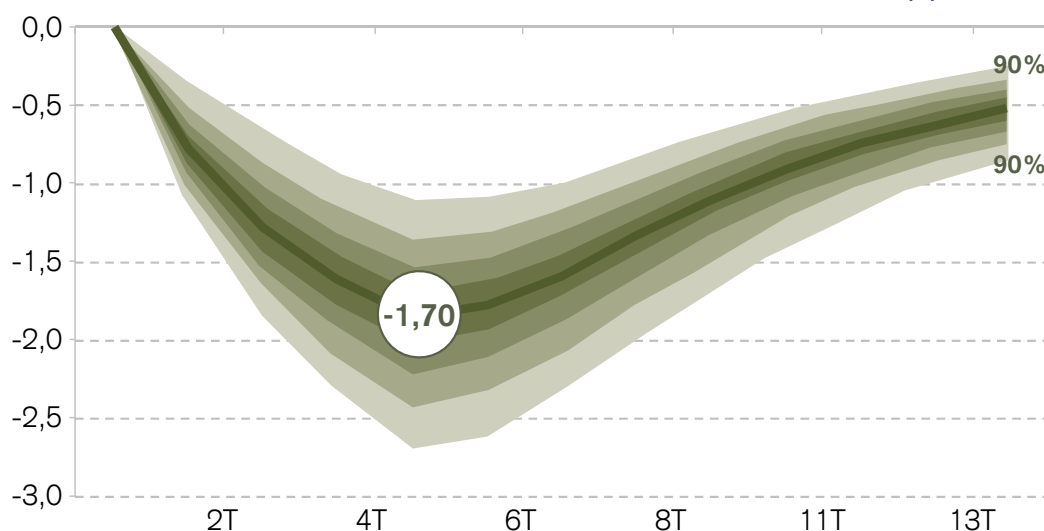
Aumento de 100 pontos-base na Selic por 4 trimestres (% ao ano)



Impacto de uma alta de juros de 100pb sobre a inflação IPCA (pp, acumulado em 12 meses)



Impacto de uma alta de juros de 100pb sobre a taxa anualizada de crescimento do PIB (pp)



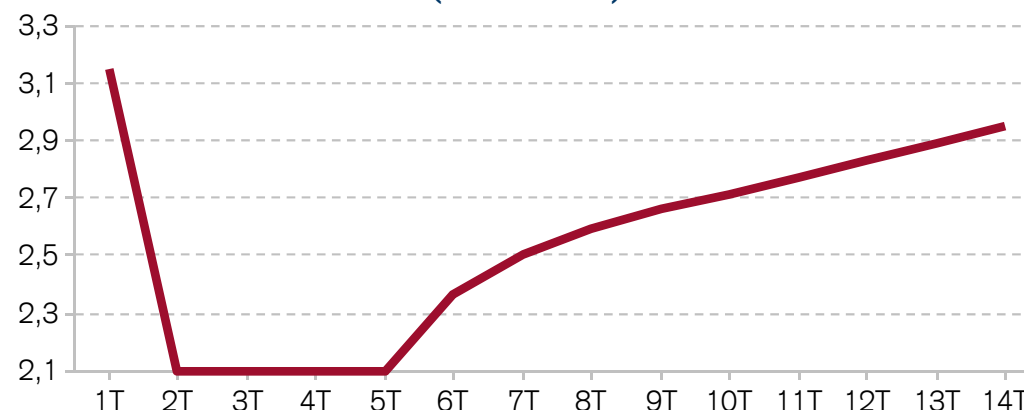
¹ Relatório de Inflação de março de 2012

Fonte: Credit Suisse

Corte de impostos teria efeito mais persistente sobre a atividade

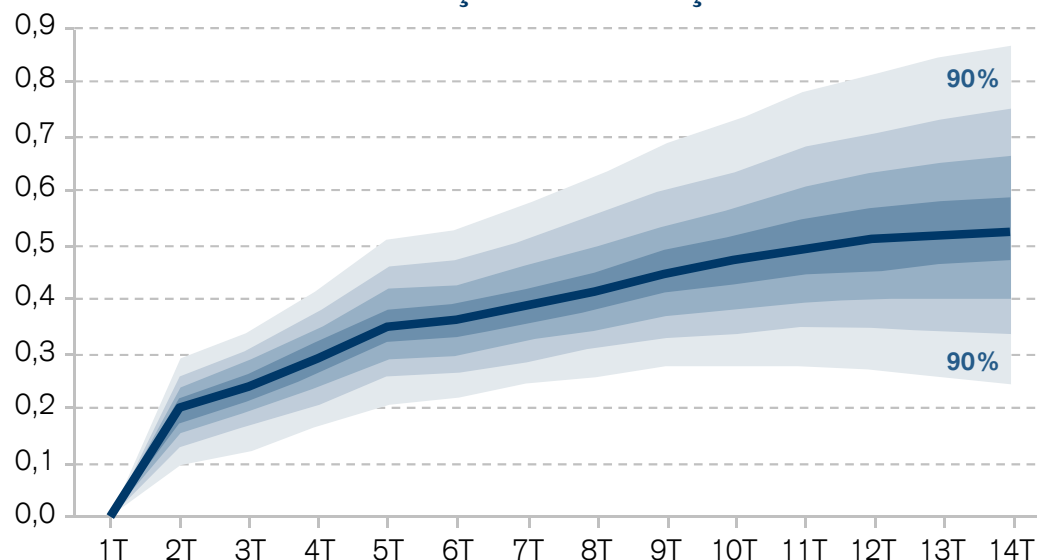
- Considerando uma redução do superávit primário de 1,0 pp do PIB por 4 trimestres, nosso modelo similar ao SAMBA indica que o estímulo para a atividade seria mais significativo no curto prazo pelo aumento de despesas do que pelo corte de tributos.
- Os efeitos no longo prazo são similares, uma vez que o impacto sobre o PIB por meio da redução de tributos é mais persistente.

Simulação para o superávit primário
(% do PIB)

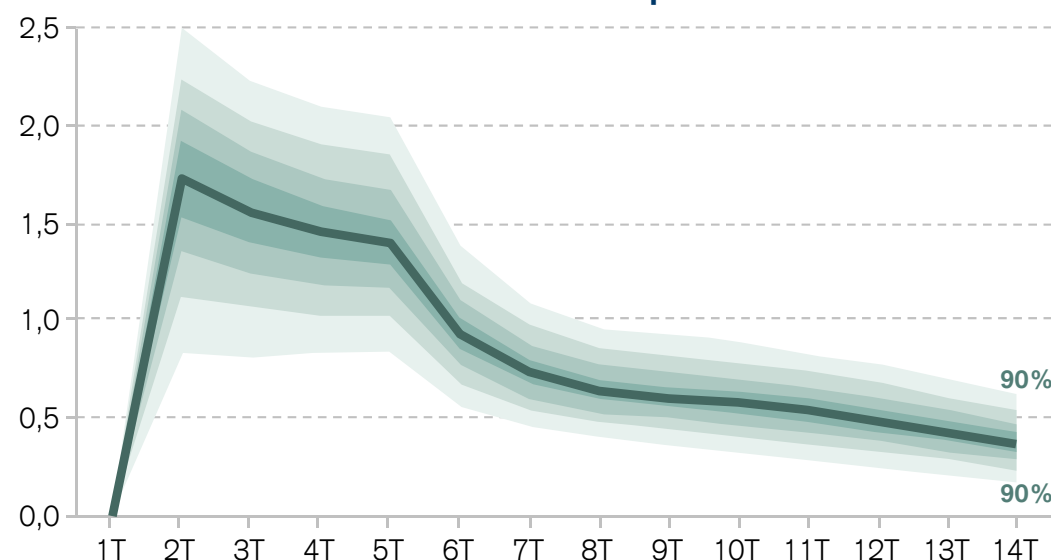


Impacto na taxa anualizada de crescimento do PIB de uma redução de 1 pp no primário por 4 trimestres (pp)

Via redução da tributação



Via aumento de despesas

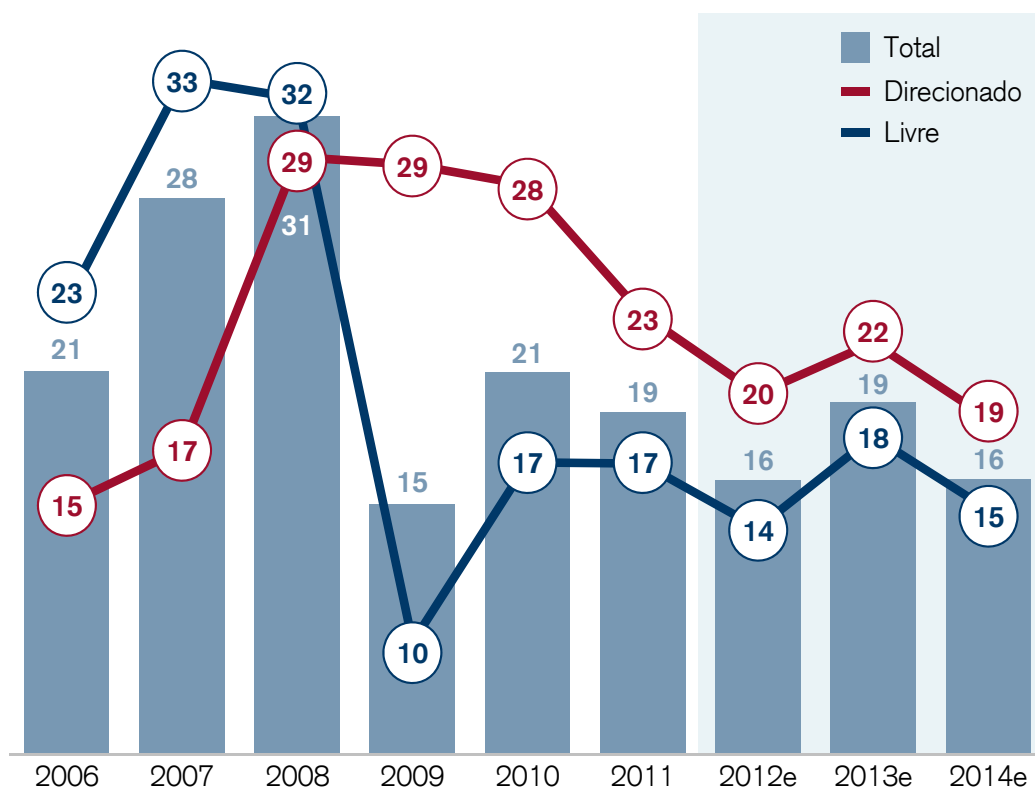


Crescimento do crédito bancário aumentará para 19% em 2013

- As condições de crédito mais favoráveis, com taxas de juros e de inadimplência em declínio, favorecerão o aumento do crescimento do crédito bancário, de 16% em 2012 para 19% em 2013. A expansão do crédito direcionado continuará sendo maior do que a do crédito livre.
- O crédito bancário crescerá como proporção do PIB de 53% em 2012 para 58% em 2013 e 61% em 2014.

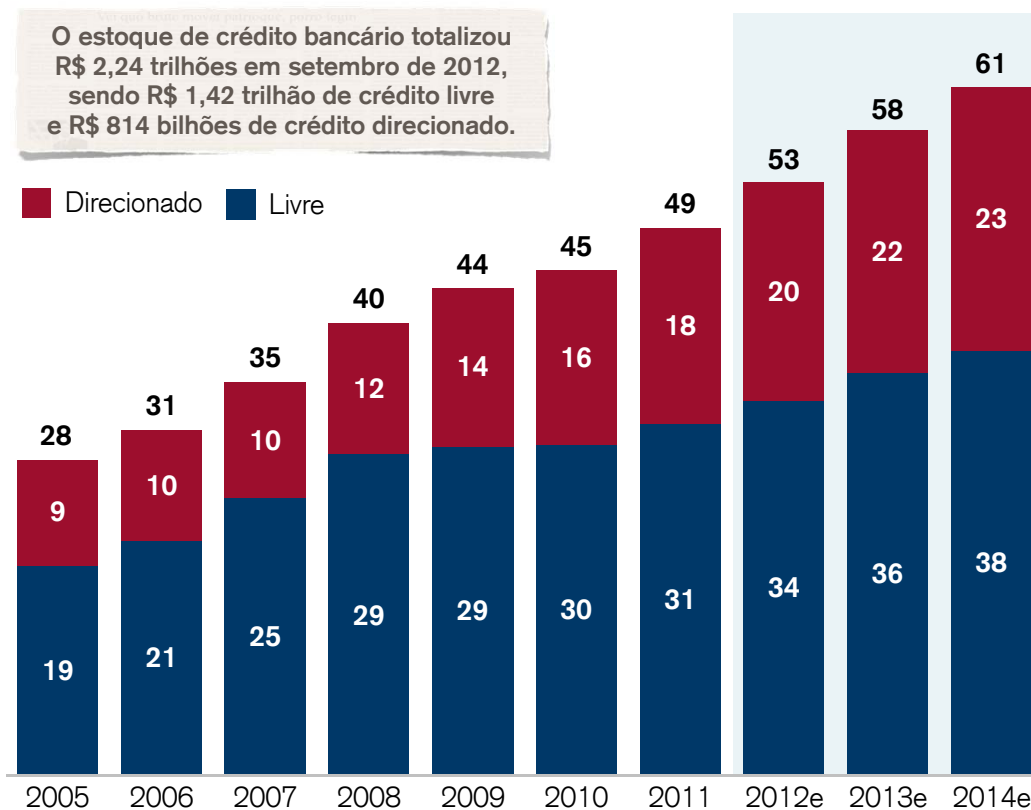
Crescimento do estoque de crédito bancário

(%, ante o mesmo período do ano anterior)



Estoque de crédito bancário

(% do PIB)



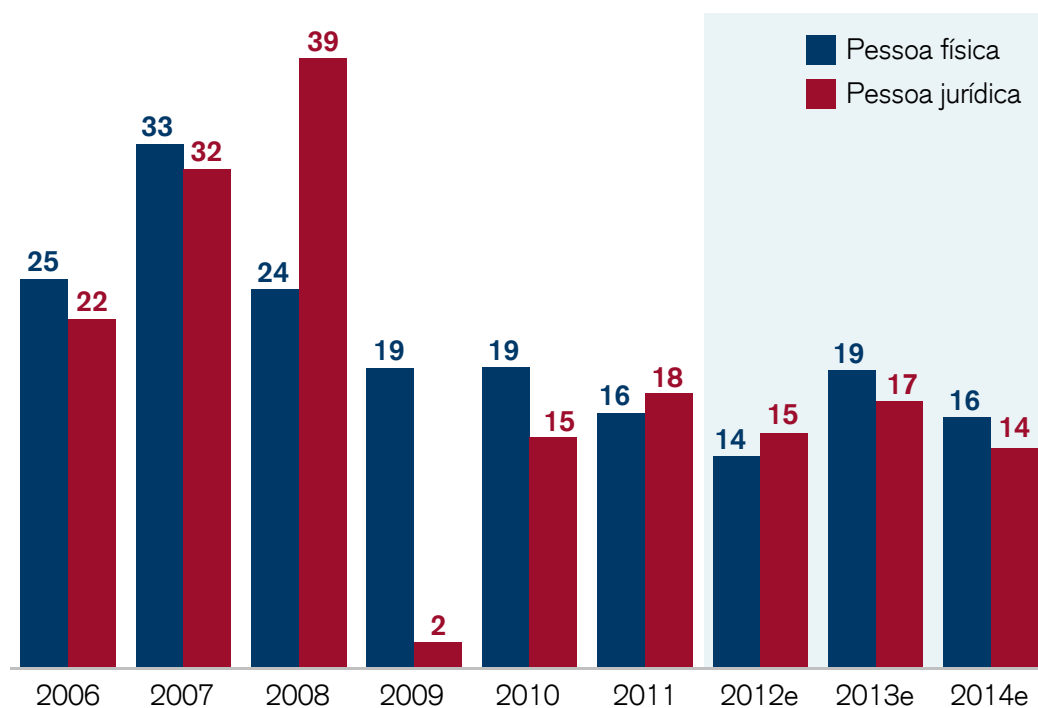
Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Maior expansão do crédito bancário para pessoa física e jurídica

- O maior crescimento da atividade econômica, a gradativa redução dos riscos, os menores juros dos empréstimos bancários e os estímulos do governo acelerarão a oferta do crédito bancário livre em 2013, tanto para pessoa física quanto para pessoa jurídica.
- O crescimento do crédito direcionado permanecerá alto, em particular, para o setor habitacional. Porém, sua expansão será mais moderada. As operações do BNDES crescerão mais em 2013 do que em 2012, com a maior demanda por crédito para investimentos.

Crédito bancário com recursos livres¹

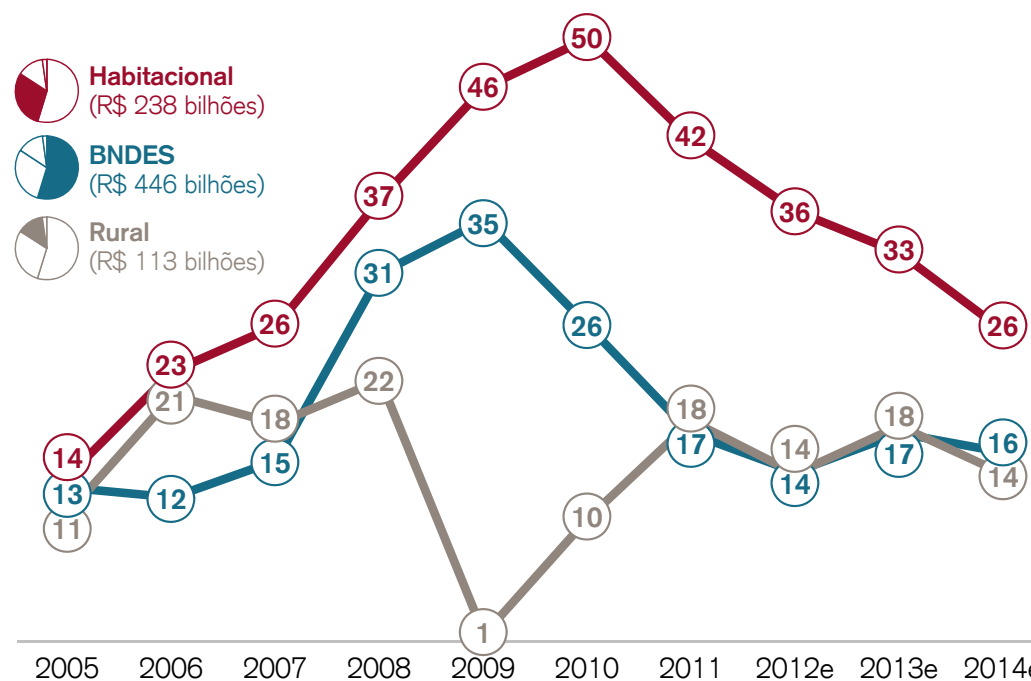
(%, ante o ano anterior)



¹ Do estoque de crédito livre em setembro de 2012, R\$ 720 bilhões foram operações para pessoa jurídica e R\$ 703 bilhões para pessoa física.

Crédito bancário com recursos direcionados²

(%, ante o ano anterior)



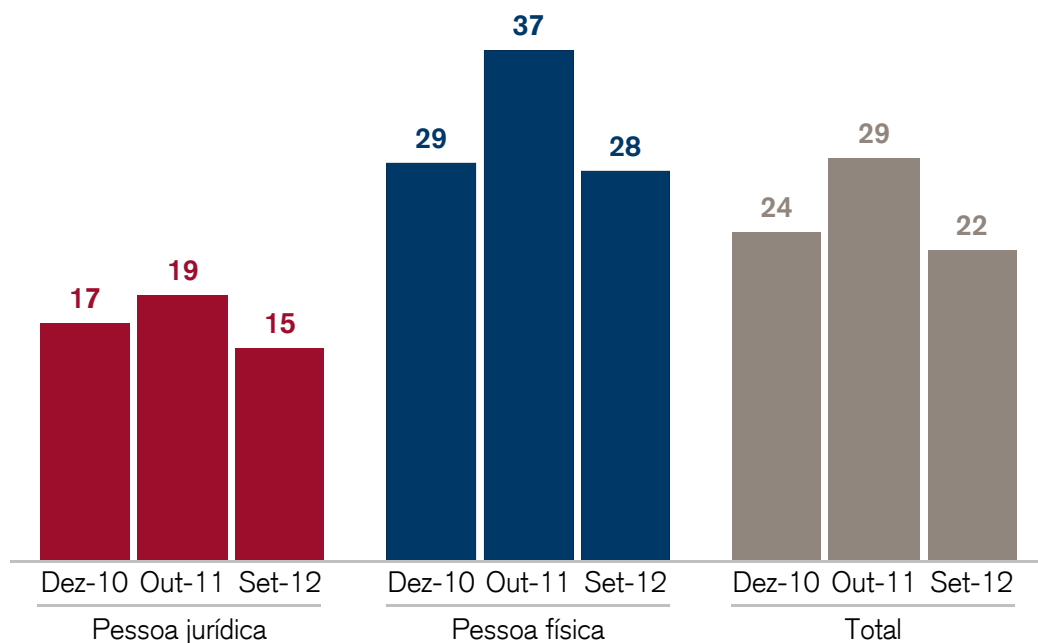
² O crédito direcionado totalizou R\$ 814 bilhões em setembro de 2012. Os R\$ 17 bilhões restantes referem-se a empréstimos de fundos constitucionais e bancos de fomento regionais.

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

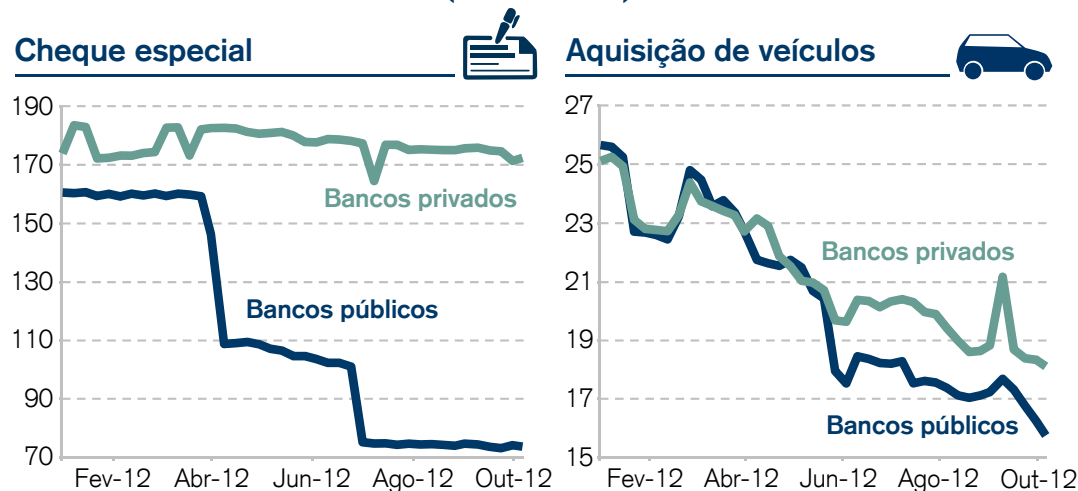
Spreads bancários diminuirão ainda mais em 2013

- A redução dos juros nos bancos públicos foi expressiva a partir de abril. Os juros bancários continuarão diminuindo em 2013, com recuo adicional dos spreads bancários.
- Os juros de várias operações ainda são muito altos. O diferencial de juros entre as instituições privadas e públicas diminuirá em 2013, assumindo que não haja deterioração da crise global.

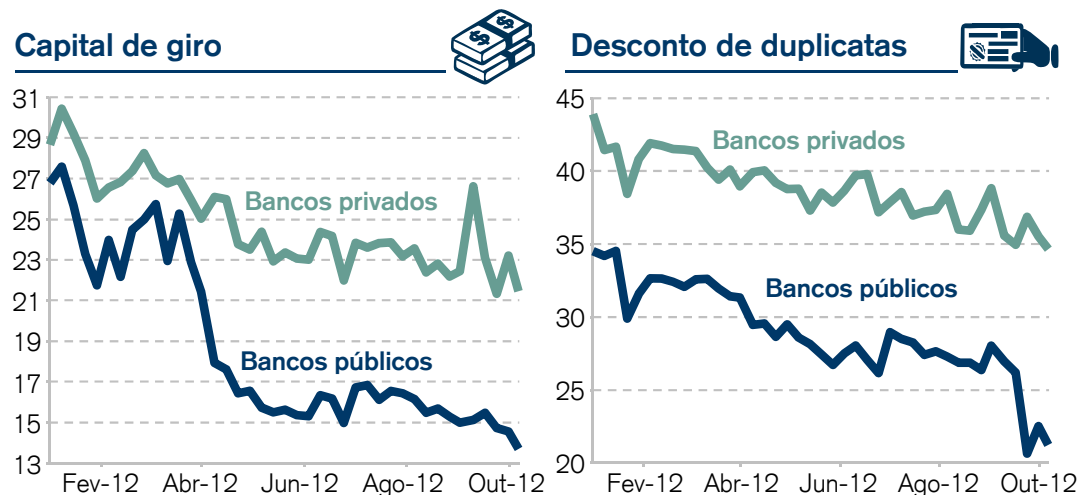
Spreads bancários no crédito livre (% ao ano)



Taxas de juros em operações para pessoa física (% ao ano)



Taxas de juros em operações para pessoa jurídica (% ao ano)

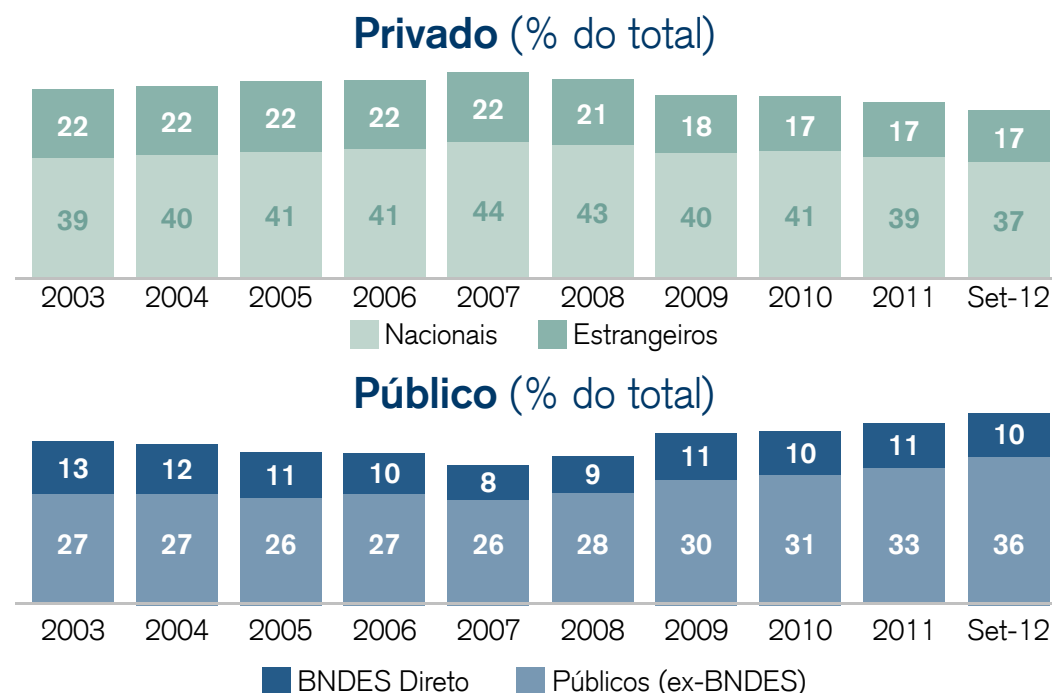
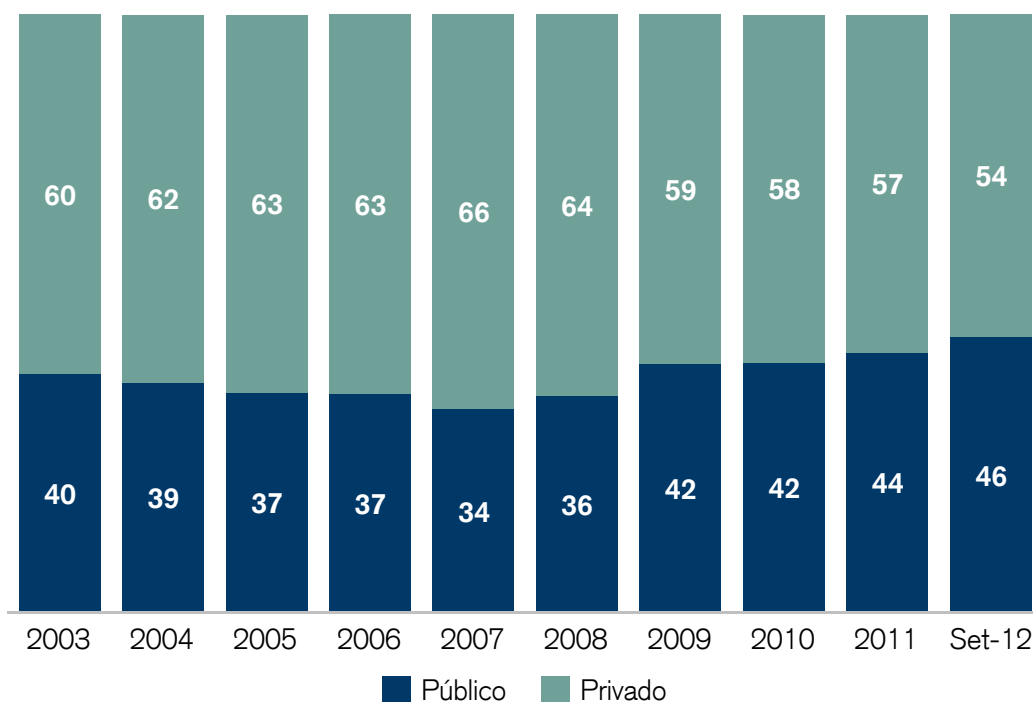


Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Aumento da participação dos bancos públicos nos últimos anos

- A proporção dos financiamentos dos bancos públicos no crédito bancário total aumentou de 34,1% em 2007 para 46,1% em setembro de 2012. A participação das operações diretas do BNDES cresceu de 8,3% para 10,4% no mesmo período, diminuindo ligeiramente em 2012 frente a 2011, como reflexo da menor demanda por investimentos.
- O crédito dos bancos públicos ex-BNDES aumentou de 25,8% do crédito bancário em 2007 para 35,7% em setembro de 2012. O aumento da participação de mercado desses bancos foi de 2,7 pp em 2012, obtidos, em grande parte, com a diminuição da participação dos bancos privados nacionais em 2,1 pp. O peso desses bancos diminuiu de 43,8% em 2007 para 37,1% em 2012.

Crédito bancário por controle de capital (% do total)

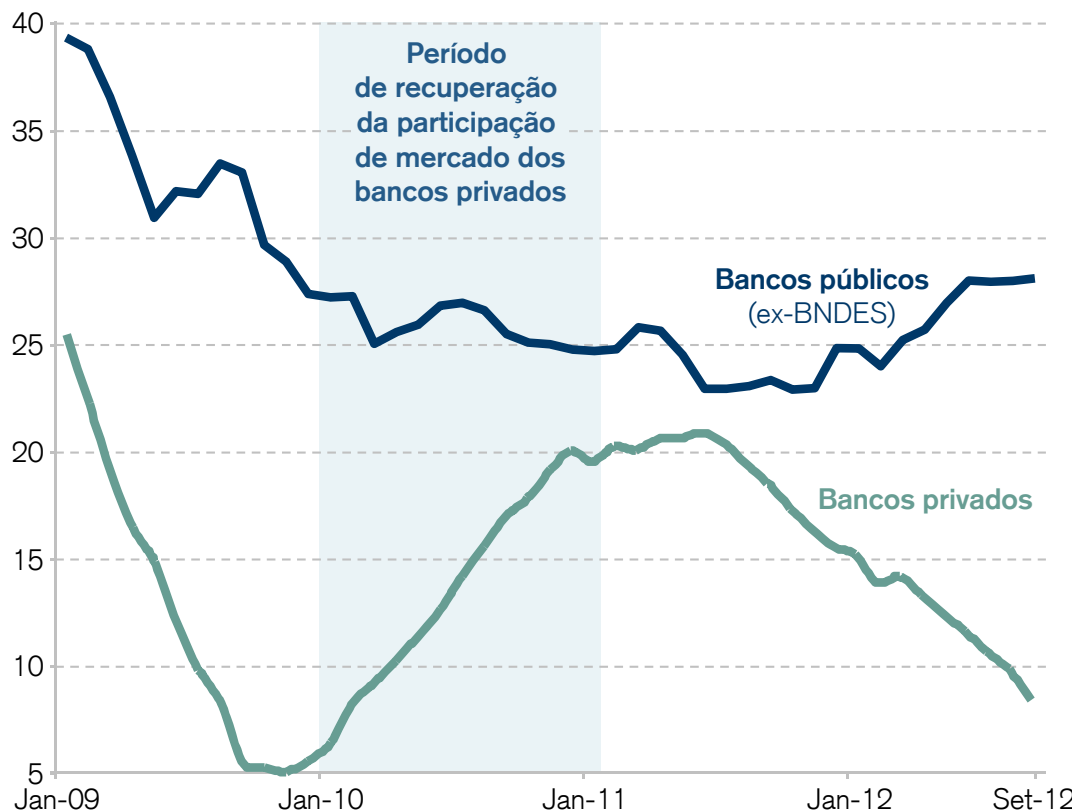


Fonte: Banco Central, Credit Suisse

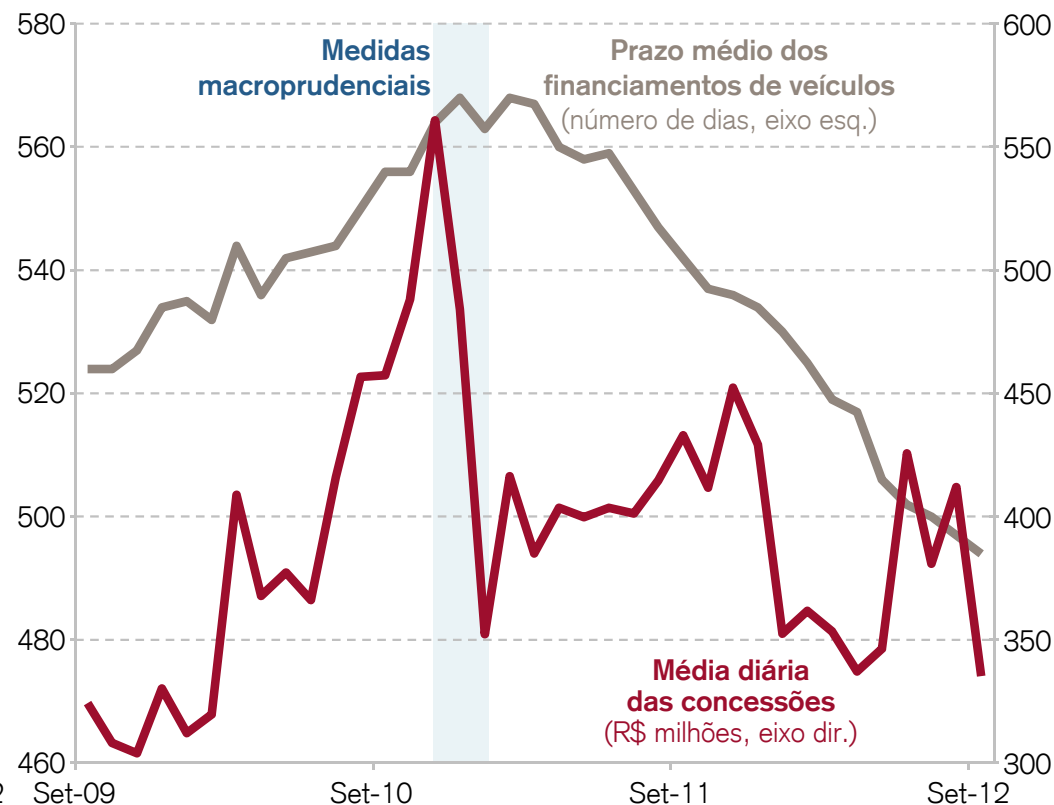
Bancos privados acelerarão operações de crédito em 2013

- Os bancos privados acelerarão suas operações de crédito em 2013 e 2014, com o intuito de recuperar participação de mercado, perdida para as instituições públicas nos últimos trimestres.
- Esse movimento tende a ser similar ao de 2010, quando houve forte aceleração das concessões e alongamento dos prazos até o início da adoção das medidas macroprudenciais no fim daquele ano.

Crescimento do crédito bancário
(%, ante o mesmo período do ano anterior)



Financiamento de veículos – concessões e prazo médio (Número de dias, R\$ milhões)



Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Expansão do crédito bancário para empresas de 17% em 2013

- A redução dos spreads bancários, a retomada dos investimentos e a maior expansão da produção industrial elevarão o crescimento do crédito para pessoa jurídica de 15% em 2012 para 17% em 2013.
- O maior crescimento do crédito para pessoa jurídica será associado à aceleração das operações de capital de giro e de conta garantida.
- A taxa de juros média do crédito livre para pessoa jurídica tende a diminuir em 2013.

Crédito livre para pessoa jurídica (%, ante o mesmo período do ano anterior)

	Peso	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Crédito livre para pessoa jurídica	100	39	2	15	18	15	17
Recursos domésticos	89	41	11	18	17	14	18
Capital de giro	49	75	27	23	18	18	21
Conta garantida	8	21	-5	19	12	2	10
Demais	32	22	0	12	16	13	15
Recursos externos	11	32	-40	-11	26	23	10

Aceleração das linhas de crédito mais sensíveis à atividade econômica.

Depreciação cambial acelerou os créditos externos em 2012. Esses créditos tendem a desacelerar em 2013.

Juros e spreads bancários médios no crédito livre para pessoa jurídica (%, ao ano)



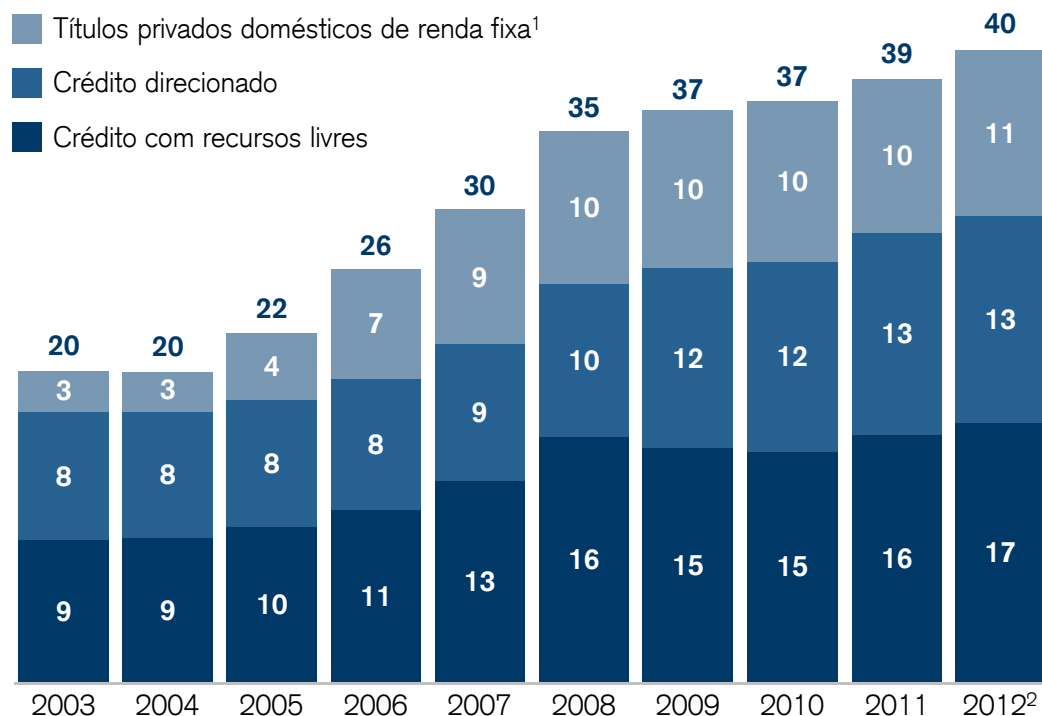
¹ Para pessoas jurídicas com operações em três ou mais bancos e pelo menos um crédito acima de R\$ 5 milhões. As operações consideradas são as de capital de giro e de Vendor.

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

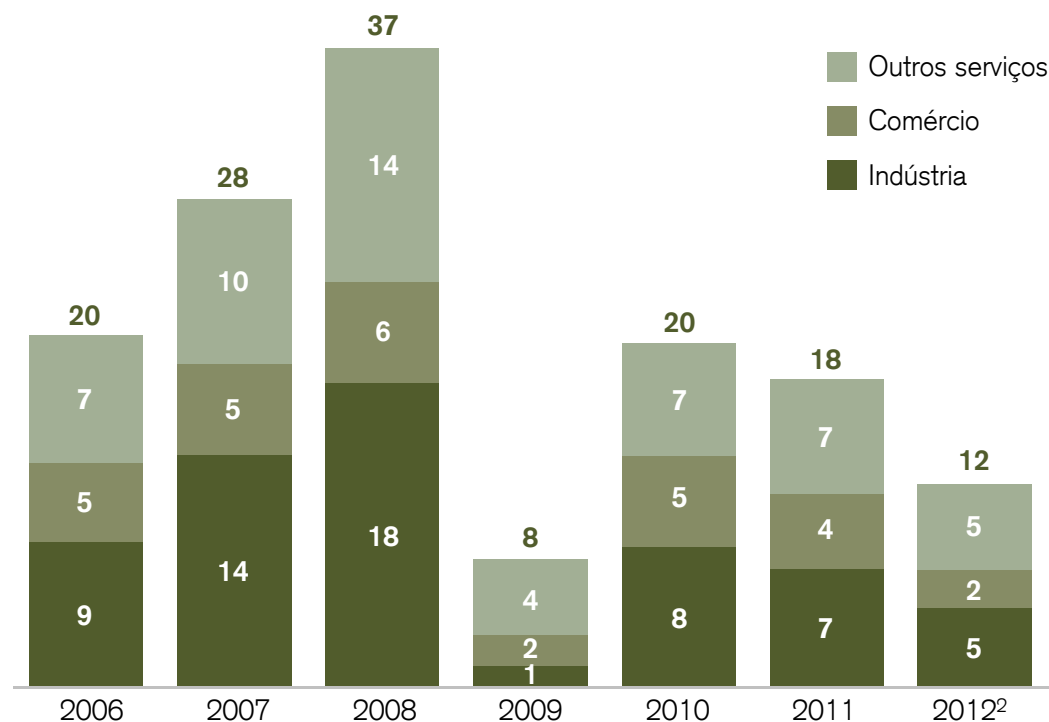
Crédito para pessoa jurídica em 2013 aumentará em várias frentes

- O endividamento doméstico das empresas tem crescido de forma bem mais moderada desde 2009. A expansão do crédito para as empresas diminuiu em todos os setores. Essa desaceleração do crédito para pessoa jurídica deveu-se à menor expansão da atividade econômica, notadamente na indústria.
- Em um cenário global menos incerto, a forte redução dos juros bancários e as medidas do governo de estímulo à atividade ampliarão a demanda por crédito das empresas em 2013. A manutenção da taxa Selic em níveis reduzidos elevará a demanda por títulos corporativos.

Endividamento doméstico das empresas
(% do PIB)



Crédito bancário às empresas, por setor
(%, ante o mesmo período do ano anterior)



¹ Total do estoque de CCB, CCCB, CRI, debêntures e notas promissórias

Fonte: Banco Central, Cetip, Credit Suisse

² Em setembro de 2012

Crescimento do crédito livre para pessoa física de 19% em 2013

- A expansão do crédito livre para pessoa física aumentará de 13,5% em 2012 para 19,0% em 2013, com aceleração dos financiamentos para aquisição de veículos e crédito consignado. A expansão do crédito livre imobiliário, cujo estoque ainda é baixo, permanecerá alta nos próximos anos.
- A taxa de juros no crédito livre para pessoa física diminuirá mais em 2013, como consequência da redução da taxa dos bancos privados para mais próxima daquela praticada nos bancos públicos.

Crescimento do crédito livre para pessoa física (%, ante o ano anterior)

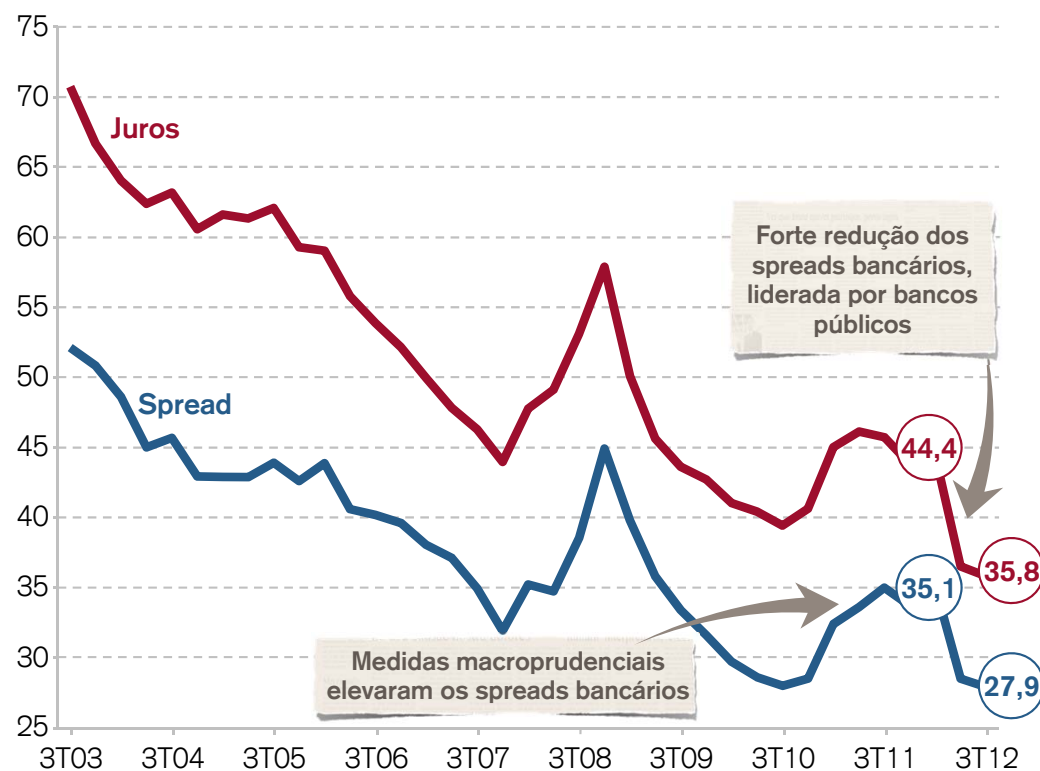
	Peso	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Total	100	24	19	19	16	14	19
Pessoal	39,0	32	24	25	19	15	19
Consignado	25,8	22	37	28	15	17	21
Não consignado	13,2	49	4	18	28	13	16
Veículos	28,9	25	13	18	8	3	18
Cartão de crédito	5,3	29	16	14	22	7	10
Cooperativas	2,7	36	25	20	27	26	30
Cheque especial	2,9	24	-2	3	16	2	5
Imobiliário	5,3	57	27	64	89	53	44
Demais	15,8	6	28	12	16	25	17

Maior crescimento das operações de menor risco

Aceleração do crédito para aquisição de veículos

Expansão moderada dos créditos de maior risco

Taxa de juros e spreads médios no crédito livre para pessoa física (%, ao ano)

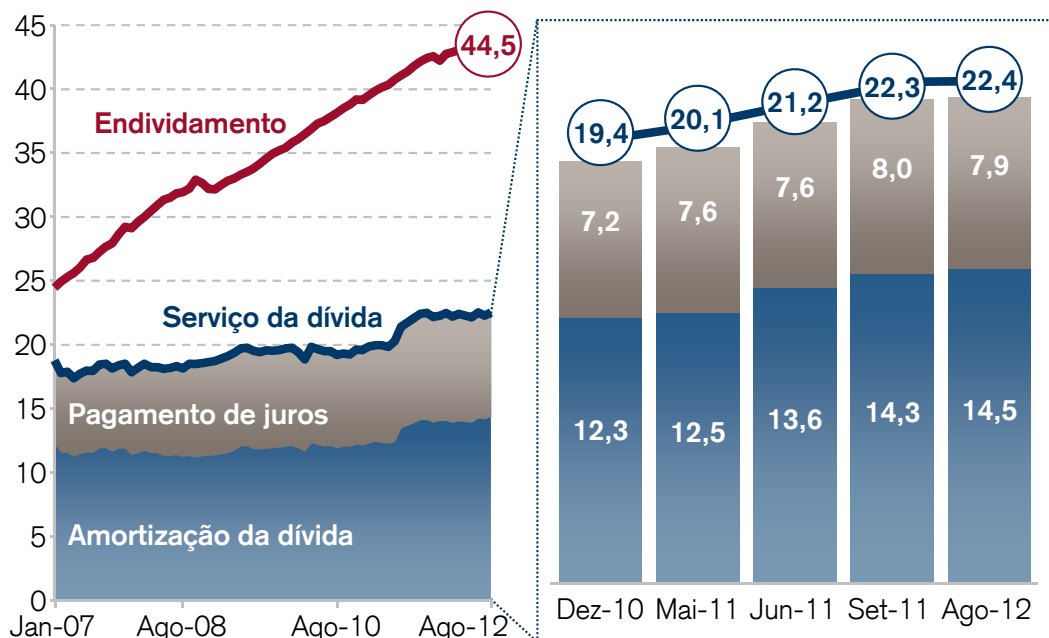


Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Comprometimento da renda das famílias diminuirá em 2013

- As medidas macroprudenciais de 2011 elevaram o comprometimento da renda das famílias com crédito, que alcançou 22,4% da renda disponível em agosto de 2012. O serviço da dívida das famílias será menor em 2013, como resultado do forte declínio da Selic e dos spreads e da mudança na composição do crédito, com destaque para o aumento da parcela dos empréstimos de prazos médios elevados (e.g., crédito imobiliário).
- O comprometimento da renda diminuiria para 20,2% da renda disponível no fim de 2013, assumindo que a diferença entre os juros atuais dos bancos privados e públicos recue em 50% no próximo ano.

Comprometimento da renda das famílias com crédito (% da renda disponível)



Simulações do comprometimento da renda das famílias para 2013 (% da renda disponível)

Hipóteses:

- Elevação da renda disponível em 11,3%, em linha com a acumulada em 2012.
- Expansão do crédito para pessoa física de 22,5% em 2013 (cenário base).

		Juros médios		
		Nível das concessões de Set-12	Diferença entre as taxas dos bancos privados e públicos diminui em 50%	Igual ao dos bancos públicos ³
Variação do prazo médio (ante ago-12)	Estável	22,2	21,0	19,8
	8% ¹	21,4	20,2	19,0
	30% ²	19,9	18,7	17,5

¹ Aumento igual ao de 2012

² Crescimento similar ao de 2007, quando houve a maior alta dos prazos

³ Juros médios no Banco do Brasil e na Caixa Econômica Federal nas principais operações para pessoas físicas em out-12

Cenário base

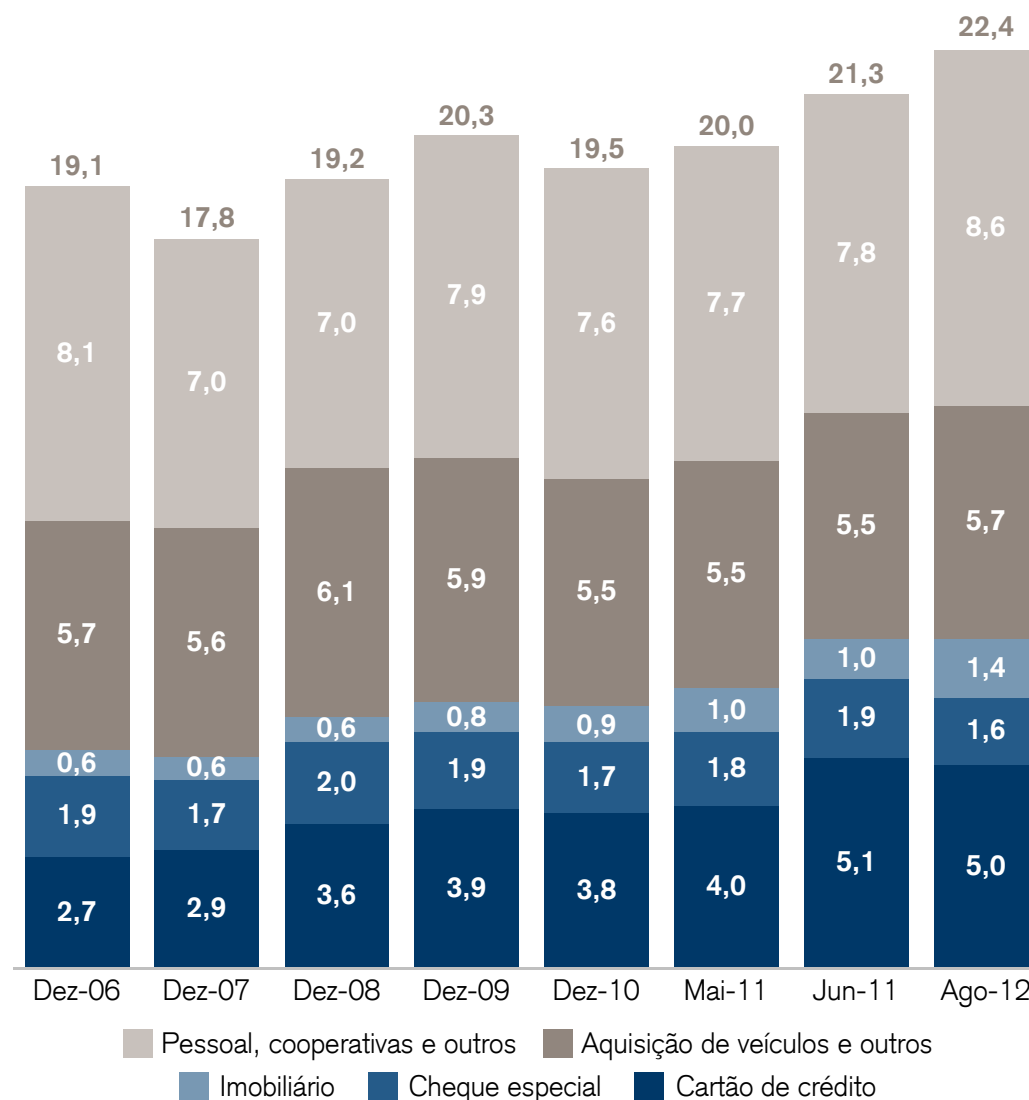
Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Menores juros em linhas de prazo curto reduzirão serviço da dívida

- A expansão do crédito bancário nos próximos anos será caracterizada por um gradual aumento da parcela dos financiamentos imobiliários e uma diminuição do peso dos empréstimos com prazos mais curtos (rotativo e pessoal).

- ⇒ Embora represente 6,8% do endividamento bancário das pessoas físicas, a participação do financiamento rotativo (i.e., cheque especial e cartão de crédito) no crédito total responde por 30% do serviço da dívida das famílias. A redução dos juros do crédito rotativo contribuirá para diminuir o serviço da dívida das famílias com essa modalidade.
- ⇒ O declínio do serviço da dívida das famílias com crédito pessoal e financiamento de veículos também tende a ser gradual, devido ao maior prazo dessas operações e da demanda ainda forte por veículos.
- ⇒ O serviço da dívida das famílias com financiamento imobiliário aumentará nos próximos anos.

Composição do serviço da dívida das famílias
(% da renda disponível)

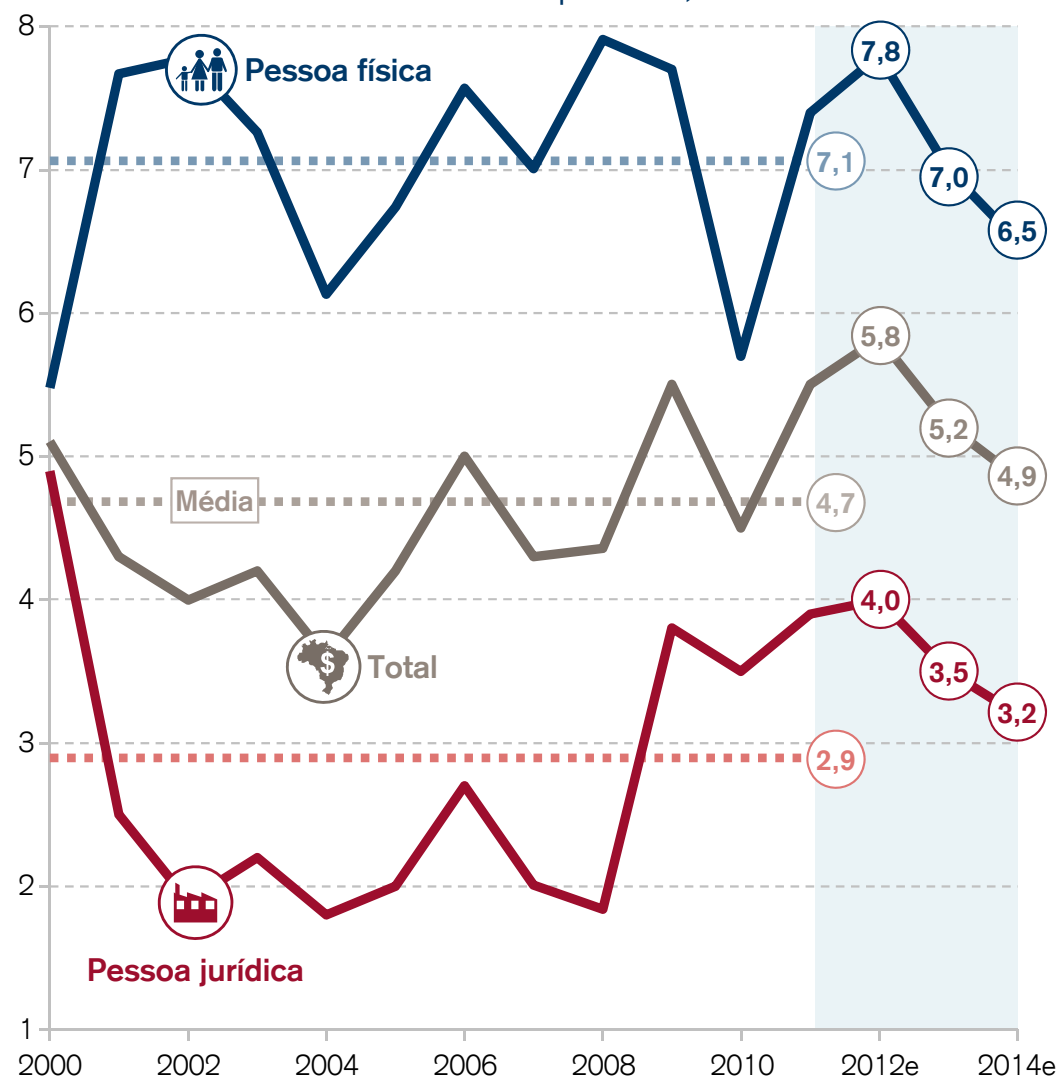


Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Taxa de inadimplência no crédito livre recuará para 5,2% em 2013

- A alta da inadimplência nos bancos privados desde 2011 reduziu a expansão da concessão de crédito nessas instituições, tornando a renovação das carteiras e o recuo da taxa de inadimplência mais demorados.
- A taxa de inadimplência (atrasos acima de 90 dias) nas operações de crédito livre recuará de 5,8% em 2012 para 5,2% em 2013 e 4,9% em 2014, devido a:
 - ⇒ Padrões mais rígidos nas concessões de crédito, sobretudo para veículos.
 - ⇒ Efeito favorável da redução dos spreads bancários sobre o serviço da dívida de famílias e empresas, elevando a capacidade de pagamento.
 - ⇒ Manutenção das condições favoráveis no mercado de trabalho, com aumento da massa salarial e recuo da taxa de desemprego.

Inadimplência nas operações de crédito livre
(% do crédito com atraso superior a 90 dias, em fim de período)



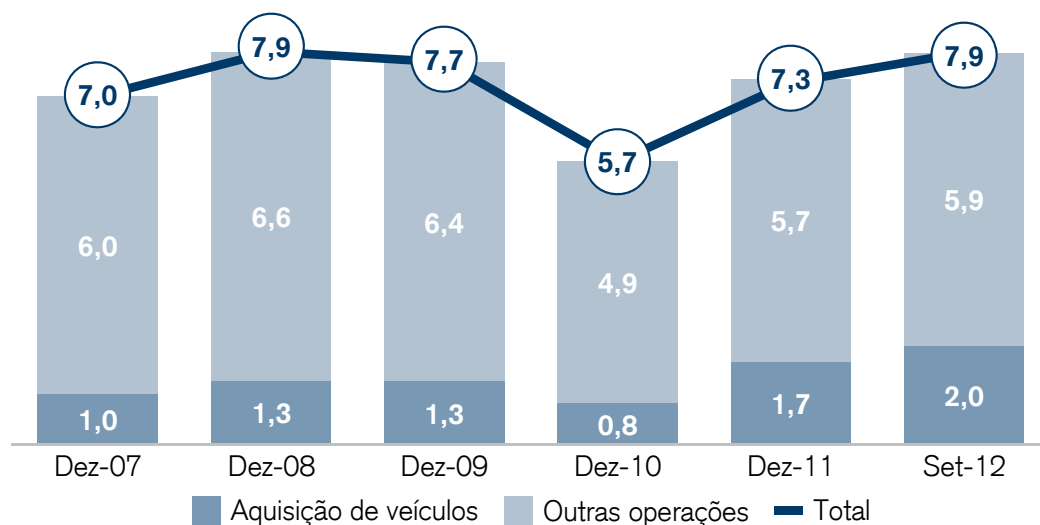
Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Inadimplência recuará com a sua diminuição em veículos

- A maior parte do aumento da taxa de inadimplência no crédito pessoa física, de 5,7% em dez-10 para 7,9% em set-12, deveu-se à alta da inadimplência nos empréstimos para aquisição de veículos.
- Esse aumento da inadimplência tornou as condições de crédito para aquisição de veículos mais rígidas. A taxa de inadimplência nos financiamentos de veículos diminuiu na margem por conta: da redução da parcela financiada do veículo, no acumulado, de 79% em junho de 2011 para 72% em junho de 2012; e do recuo do prazo médio das operações de 559 dias para 502 dias no período.

Taxa de inadimplência nas operações de crédito livre para pessoas físicas

(% das operações com atraso superior a 90 dias)



Houve forte alta da inadimplência no crédito para veículos em 2011 e 2012. A taxa de inadimplência nas demais operações também aumentou, mas foi inferior aos níveis de 2007 a 2009.

Taxa de inadimplência no financiamento de veículos

(% das operações com atraso superior a 90 dias)

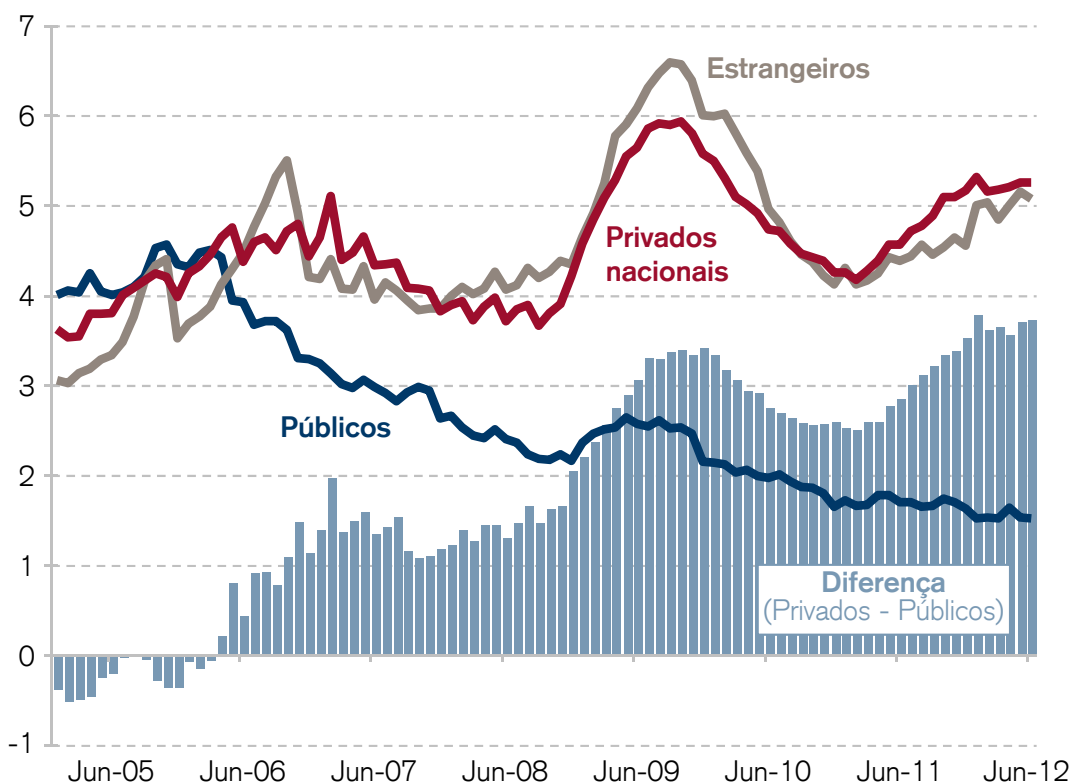


Fonte: Banco Central, Credit Suisse

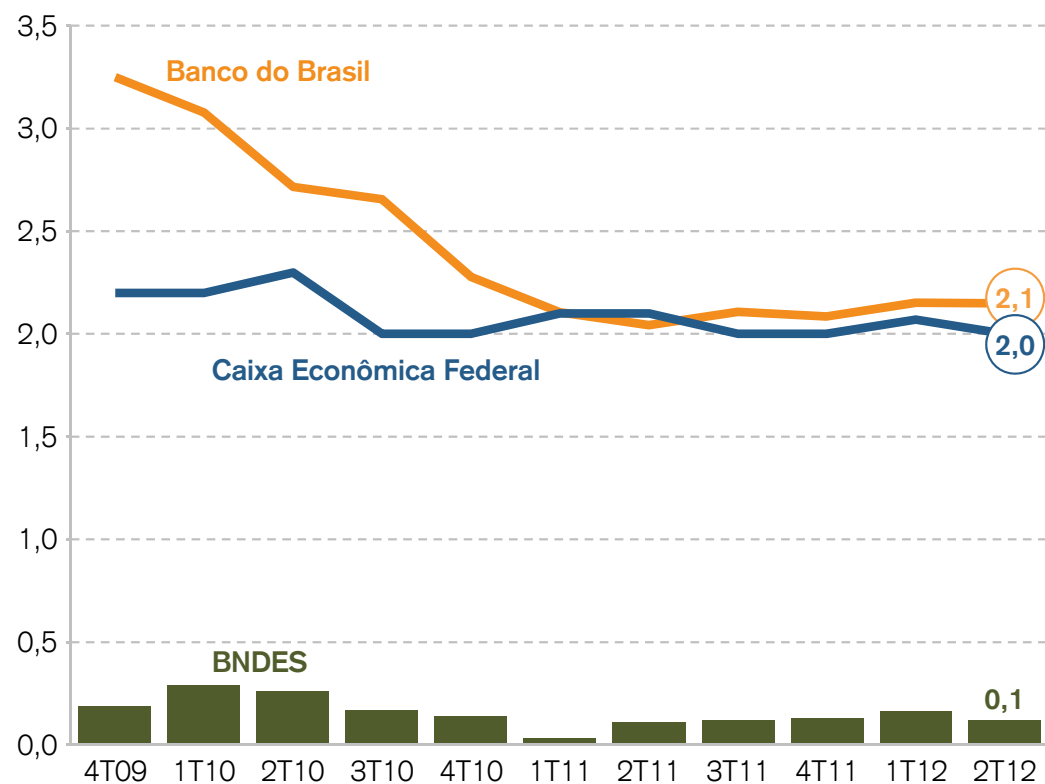
Taxa de inadimplência nos bancos públicos diminuirá em 2013

- A taxa de inadimplência nos bancos públicos recuou nos últimos anos, mesmo com uma maior expansão do crédito nessas instituições. A elevação da taxa de inadimplência em 2012 foi muito concentrada no setor privado, enquanto essa taxa diminuiu nos maiores bancos públicos.
- A maior expansão do crédito nos bancos públicos não deteriorou as condições dos empréstimos e tampouco a taxa de inadimplência dessas instituições.

Taxa de inadimplência nas operações de crédito
(% das operações com atraso superior a 90 dias)



Taxa de inadimplência nos principais bancos públicos
(% das operações com atraso superior a 90 dias)

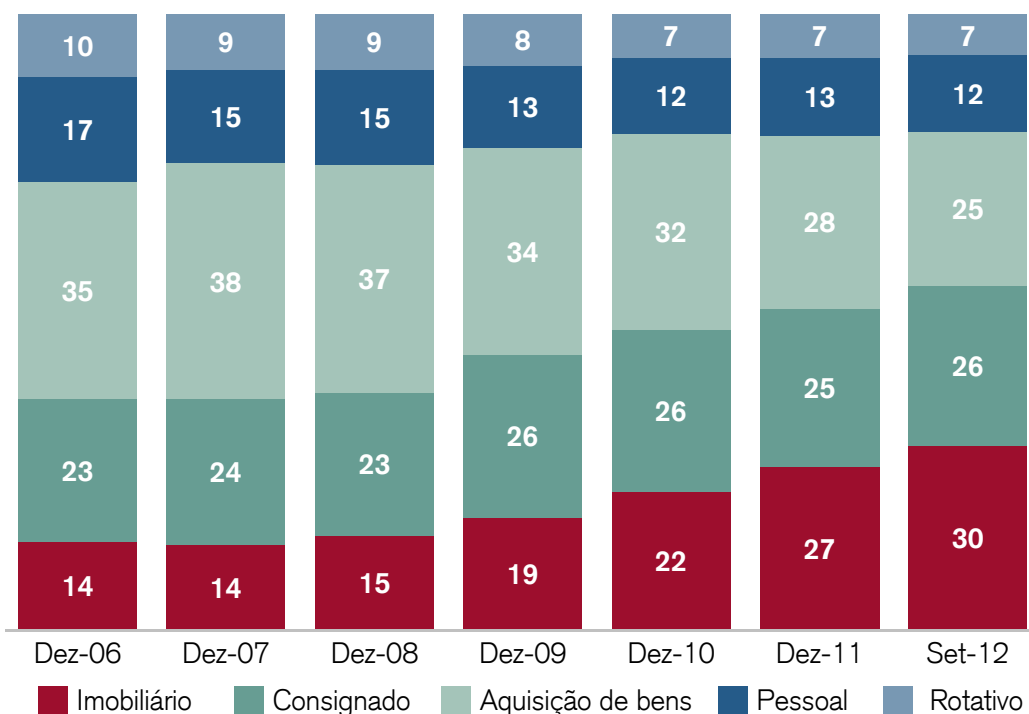


Fonte: Banco Central, BNDES, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Credit Suisse

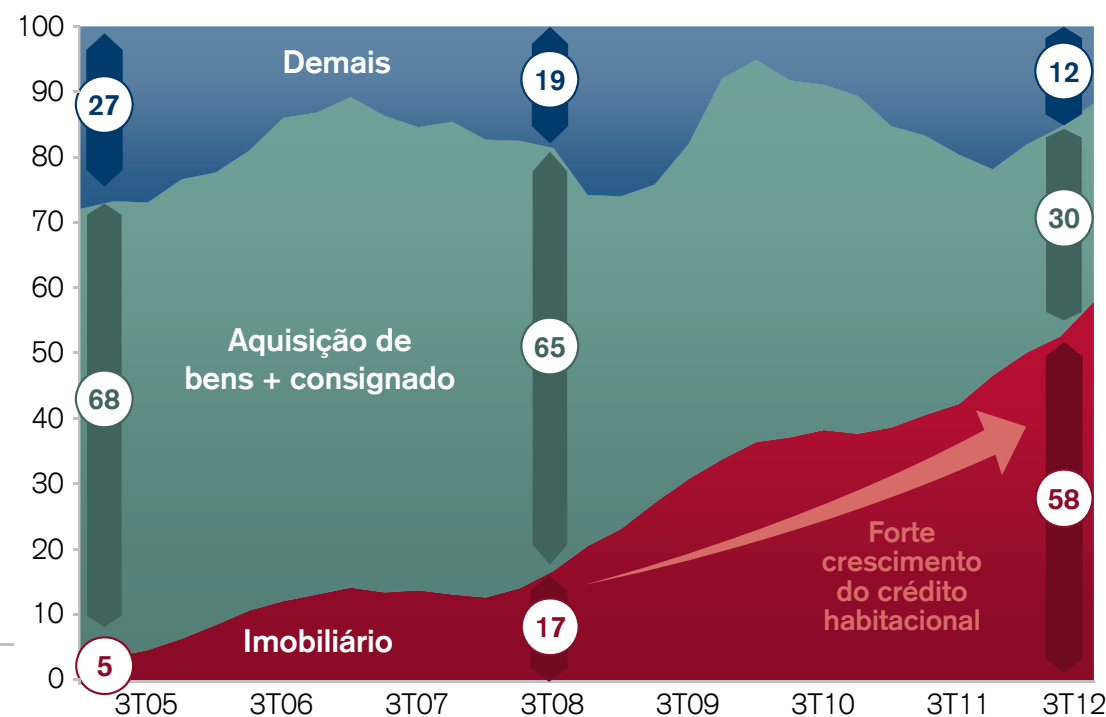
Expansão do crédito habitacional bem superior à das demais linhas

- A participação dos empréstimos imobiliários no estoque total de crédito para pessoas físicas aumentou de 14% em 2006 para 30% em setembro de 2012. Com a desaceleração dos empréstimos para aquisição de veículos e do crédito consignado em 2012, o financiamento habitacional respondeu por 58% do crescimento do crédito para pessoa física no 3T12 (no acumulado em 12 meses).
- O crédito habitacional continuará em forte expansão, favorecido por juros mais baixos, estabilidade macroeconômica e aumento dos financiamentos dos bancos públicos.

Estoque de crédito para pessoa física
(% do total)



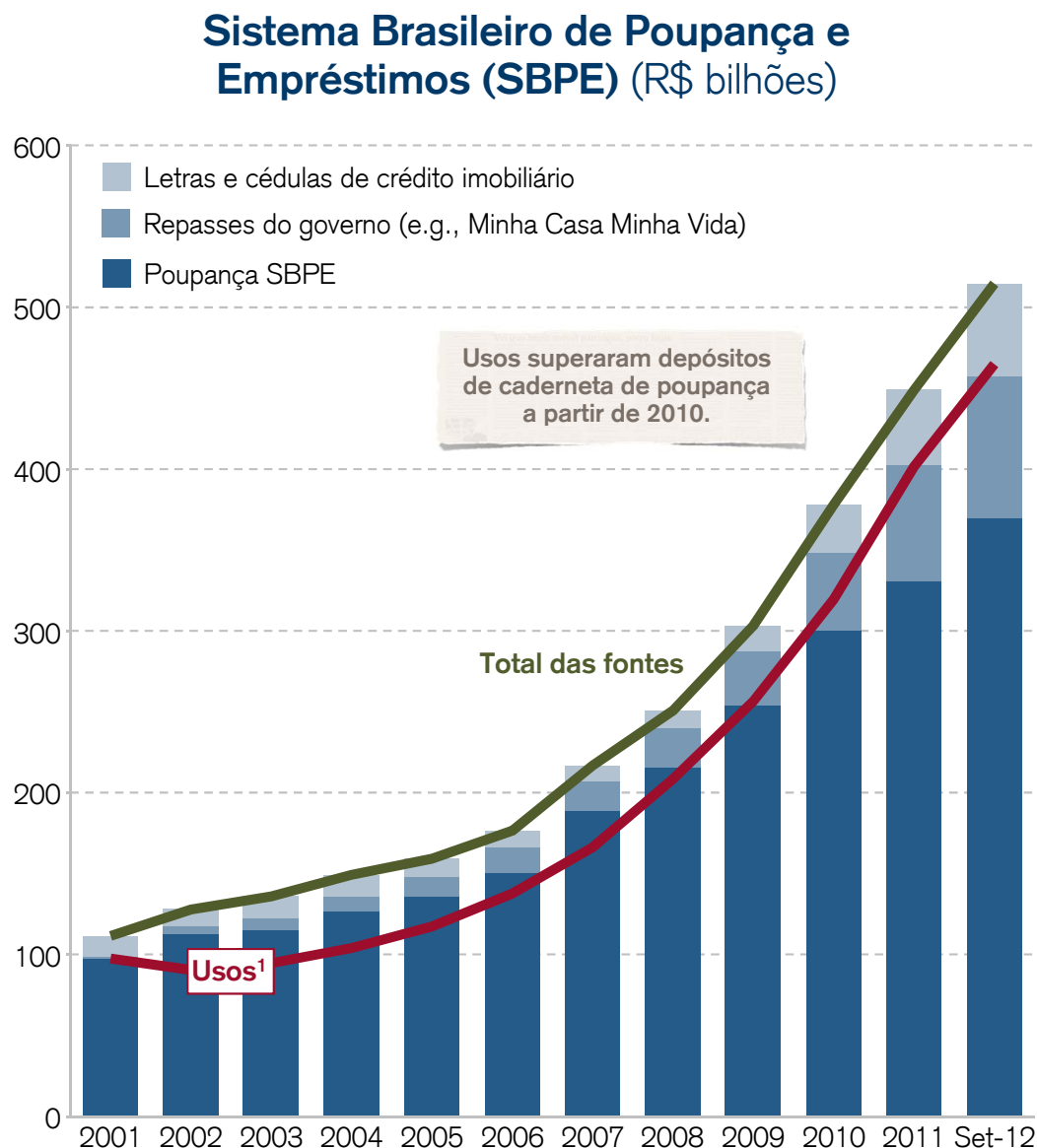
Composição do crescimento do crédito para pessoa física
(%, ante o mesmo período do ano anterior)



Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Crescente demanda por fontes para o crédito habitacional

- A maior parte do crédito habitacional no País é financiada com recursos da caderneta de poupança. O crescimento dos empréstimos imobiliários superaram muito a expansão dos saldos de poupança a partir de 2007.
- A manutenção do alto crescimento do crédito habitacional exigirá novas fontes de recursos para o setor:
 - ⇒ Os repasses de recursos do governo aumentaram de forma expressiva a partir de 2010, sobretudo por meio do programa Minha Casa Minha Vida.
 - ⇒ O estoque de Letras de Crédito Imobiliário (LCI), principal título de crédito emitido por instituições financeiras para captar recursos para o financiamento imobiliário, cresceu muito desde 2006. A grande limitação desse instrumento é o descasamento entre o prazo de vencimento desses títulos (essencialmente de curto prazo) e o das operações de crédito imobiliário (de longo prazo).



¹ Além dos financiamentos imobiliários, os usos incluem repasses para fundos constitucionais (e.g., FCVS) e compulsório sobre os depósitos de poupança SBPE.

Fonte: Banco Central, Abecip, Credit Suisse

Crédito habitacional em convergência para o nível de outros países

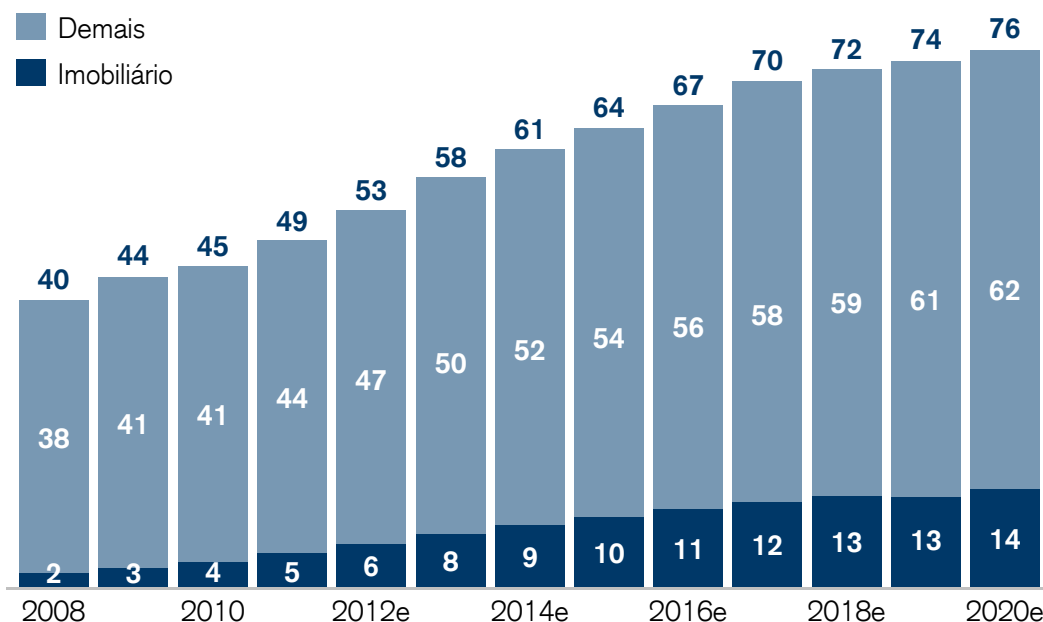
- O crédito habitacional no País sempre foi pouco significativo frente à magnitude desse mercado em outros países emergentes e, principalmente, nos países desenvolvidos.
- Mesmo assumindo forte desaceleração do crédito imobiliário, simulações sugerem que o financiamento habitacional no Brasil alcançará em 2020 nível próximo ao da China em 2011 e superior ao do México em 2012.

Crédito habitacional em países selecionados (% do PIB)

Dados referentes a Rússia, Turquia, México, Chile e África do Sul, de meados de 2012; Argentina, China e Coreia do Sul, de 2011; e Índia e países desenvolvidos, de 2010.



Crédito bancário (% do PIB)

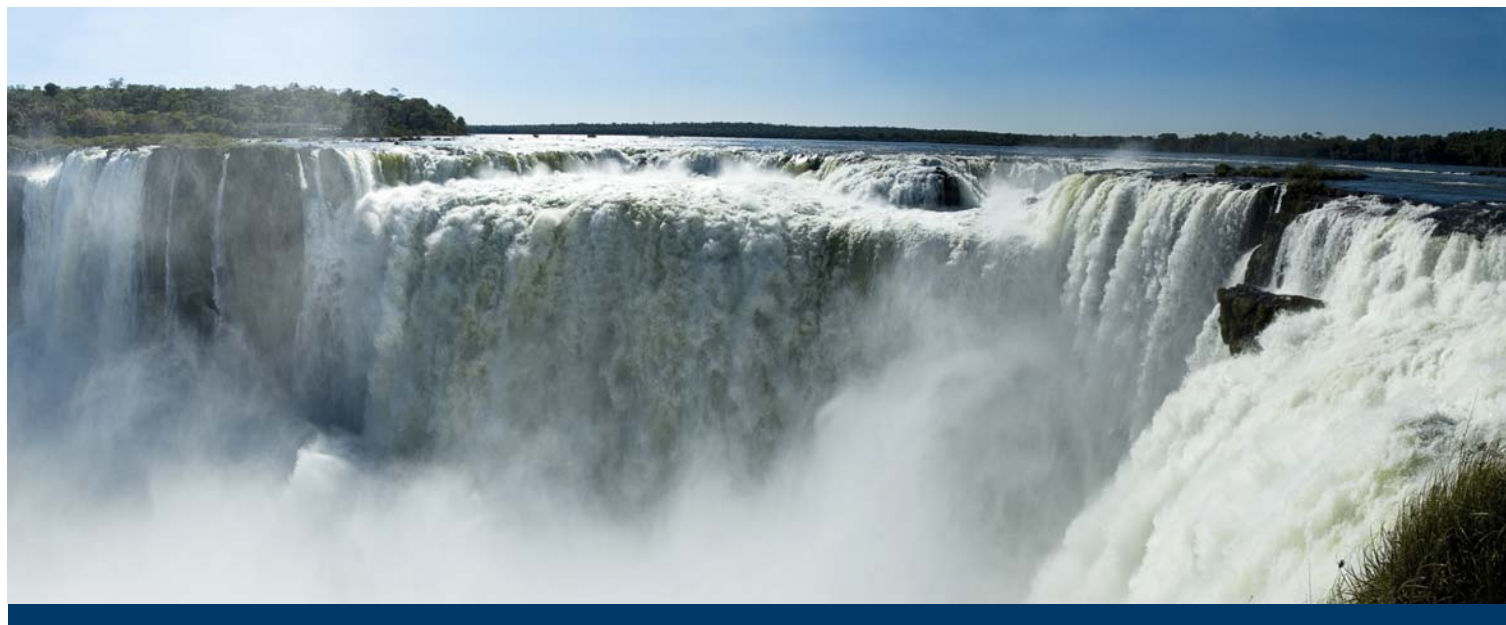


Simulação assumindo:

- Desaceleração do crédito bancário de 20% ao ano de 2008 a 2013 para 13% entre 2014 e 2020.
- Desaceleração do crédito habitacional de 41% ao ano de 2008 a 2013 para 19% entre 2014 e 2020.
- Expansão do PIB nominal de 9% ao ano de 2014 a 2020, ante 11% de 2008 a 2013.
- Relação entre o crescimento do crédito bancário e do PIB nominal diminui de 2,0 entre 2008 e 2013 para 1,5 entre 2014 e 2020, devido à maior representatividade do crédito na economia.

Fonte: Hypostat, Bancos centrais dos países, Credit Suisse

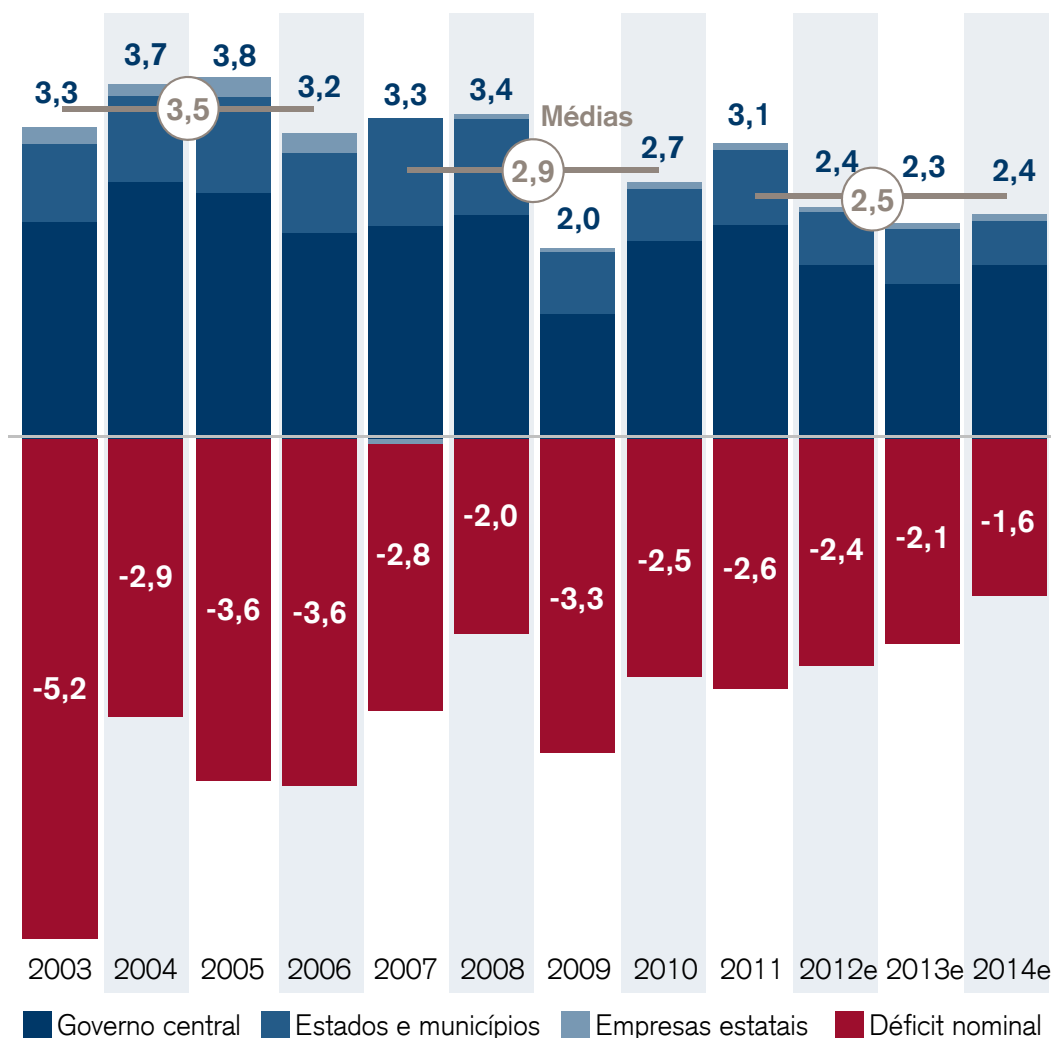
Política Fiscal



Superávit primário de 2,3% do PIB em 2013

- O superávit primário será de 2,3% do PIB em 2013 e 2,4% do PIB em 2014, muito próximo à nossa expectativa de 2,4% do PIB em 2012.
- A meta de superávit primário para 2013, definida na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), é de R\$ 155,9 bilhões (3,1% do PIB). O cumprimento da meta fiscal será obtido pelos descontos com despesas do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), que poderão ser de até R\$ 45,2 bilhões (0,95% do PIB) em 2013. Esses descontos totalizam 87% dos investimentos do PAC a cargo do governo federal¹.
- Assim como em 2012, a meta integral de superávit primário não será cumprida em 2013 e 2014. Os resultados do superávit primário durante o atual governo podem consolidar um novo nível para os próximos anos.
- Apesar do menor superávit primário, o déficit nominal recuará de 2,4% do PIB em 2012 para 2,1% do PIB em 2013 e 1,6% do PIB em 2014.

Superávit primário do setor público e resultado nominal (% do PIB)

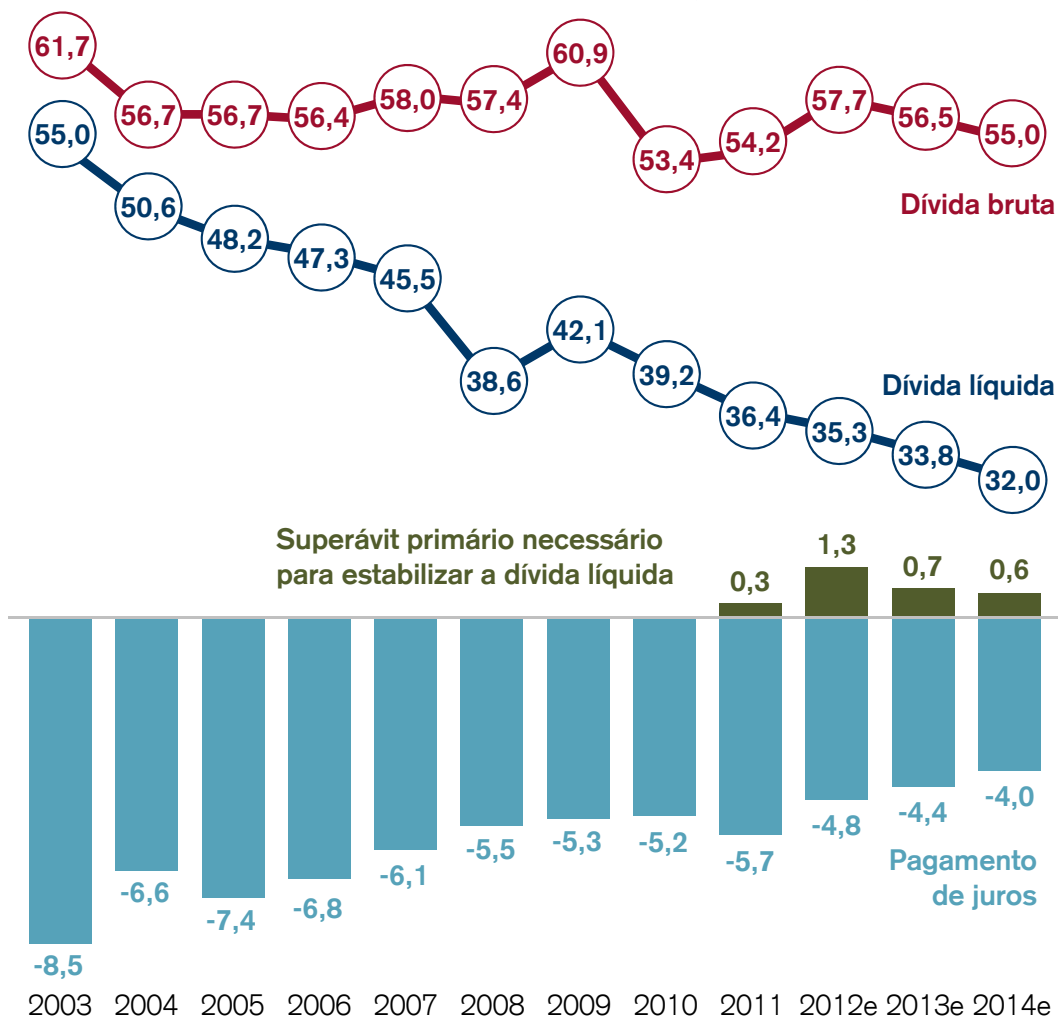


¹ A conclusão do processo orçamentário resultará em aumento no orçamento total.

Dívida líquida de 32% do PIB em 2014

- A dívida líquida do setor público recuará de 35,3% do PIB em 2012 para 33,8% do PIB em 2013 e 32,0% do PIB em 2014.
- O recuo da dívida bruta será menor, de 57,7% do PIB em 2012 para 56,5% do PIB em 2013 e 55,0% do PIB em 2014. O declínio da dívida bruta requer redução das emissões diretas a instituições públicas de crédito (e.g., BNDES) e menor acúmulo de reservas no período.
- Os encargos com juros da dívida líquida recuarão nos próximos anos, assumindo que a Selic permanecerá próxima ao seu atual patamar. Isso reduzirá ainda mais os riscos de insolvência fiscal.
- Assumindo expansão do PIB de 4,0%, o superávit primário necessário para estabilizar a dívida líquida será menor do que 1,0% do PIB nos próximos dois anos. Esse resultado é bem inferior à meta fiscal e às projeções para esse indicador.

Dívida, juros e primário necessário para estabilizar a dívida¹ (% do PIB)



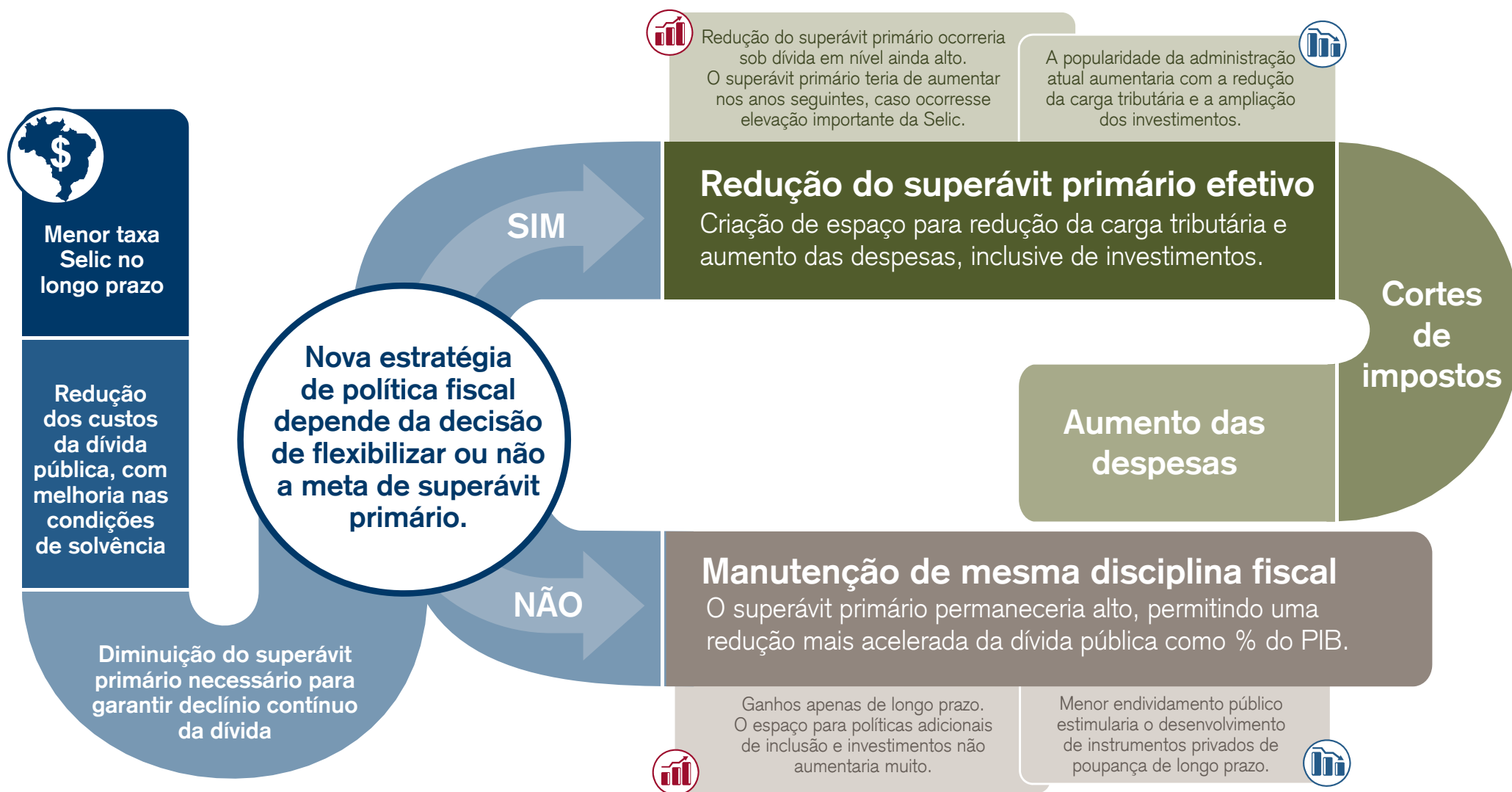
¹ Nossa projeção considera aportes ao BNDES de R\$ 55 bilhões em 2012 e R\$ 35 bilhões em 2013 e 2014. As demais hipóteses são idênticas às de nosso cenário-base, inclusive para o estoque de reservas internacionais.

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Juros menores impõem dilema sobre gestão da política fiscal

- A perspectiva de menor pagamento de juros aumenta a probabilidade de o superávit primário ser reduzido nos próximos anos, o que permite a expansão de despesas e cortes adicionais de impostos.

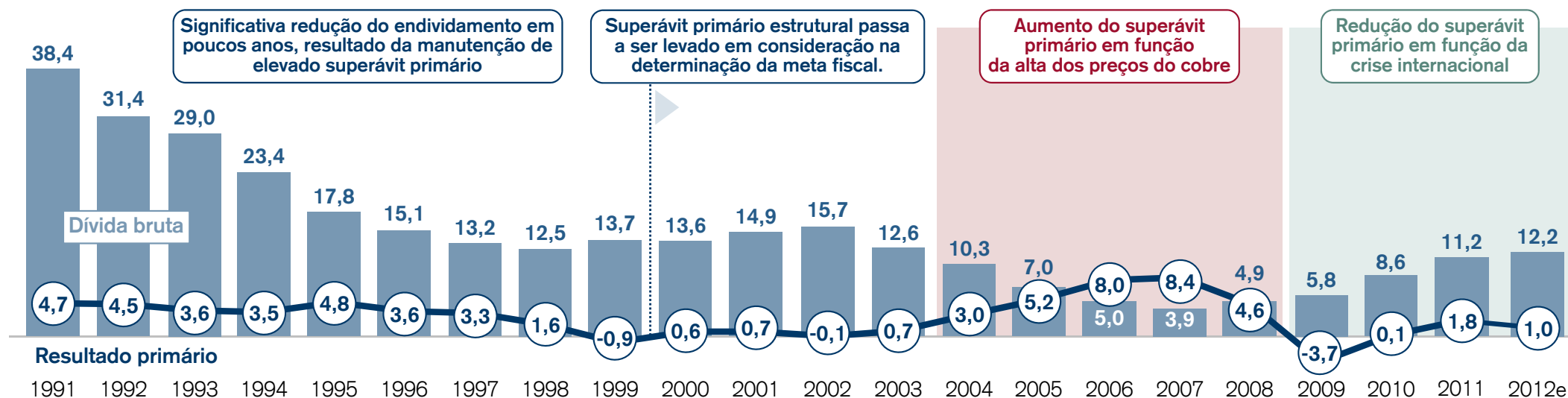
Estratégia para a política fiscal nos próximos anos



Endividamento baixo permitiu alterações no regime fiscal do Chile

- O Chile representa um dos melhores exemplos de gestão adequada da política fiscal. O país manteve um superávit primário elevado, de 3,7% do PIB na média de 1991 a 1998. A manutenção dessa política reduziu significativamente o nível de endividamento bruto. A dívida bruta recuou de 38,4% do PIB em 1991 para 12,5% do PIB em 1998, muito inferior ao atual nível de endividamento do Brasil.
- O governo do Chile adotou o conceito de superávit primário estrutural a partir de 2000, atrelando a meta fiscal à performance da economia.
- O expressivo crescimento do PIB no Chile entre 2004 e 2008 elevou a meta de superávit primário e reduziu ainda mais o endividamento.
- Com a crise internacional, a desaceleração da atividade induziu o governo a reduzir muito o superávit primário. O endividamento aumentou, mas ainda é baixo.

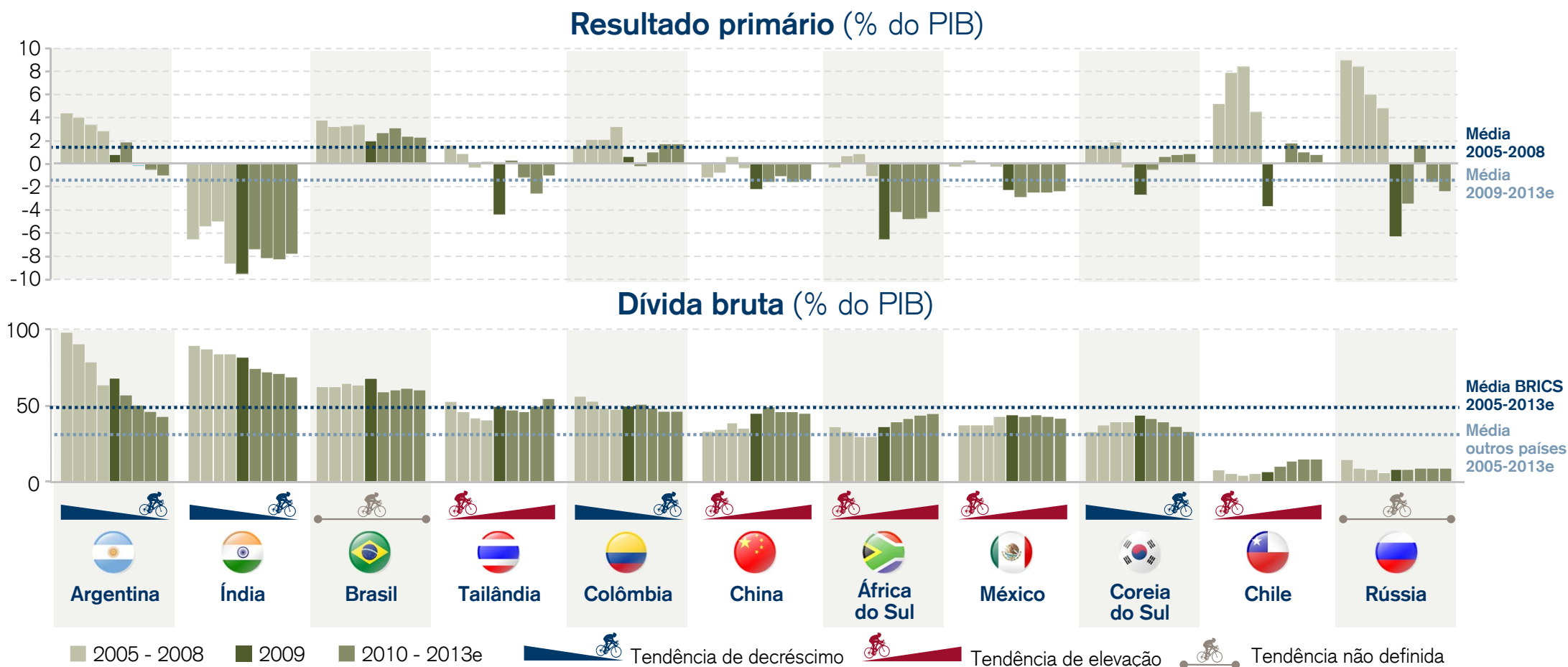
Dívida bruta e resultado primário do governo central do Chile (% do PIB)



Fonte: Banco Central do Chile, Credit Suisse

Recuo no superávit primário foi inferior ao de outros emergentes

- A diminuição do superávit primário no Brasil a partir de 2009 não foi um evento isolado. Outros países também reduziram seus superávits primários. Não houve elevação expressiva das suas dívidas brutas na maioria dos casos.
- Na comparação com outros emergentes, a dívida bruta do País é alta, o que justificaria uma maior disciplina fiscal, com menor expansão dos gastos.



Fonte: OCDE, Comissão Europeia, FMI, Credit Suisse

Superávit primário inferior à meta nos próximos anos

- O superávit primário permanecerá entre 2,0% do PIB e 2,5% do PIB nos próximos anos. Assim, o cumprimento da meta integral exigirá o uso frequente das cláusulas de escape.
- A redução do superávit primário nessa magnitude reduz bastante a probabilidade de as contas fiscais apresentarem déficit nominal zero no horizonte relevante.

Balanço de riscos ao cumprimento da meta fiscal nos próximos anos é negativo

Menor superávit primário de Estados e municípios

- A melhora da solvência dos Estados reduzirá suas obrigações para com o Tesouro. Menores dívidas de Estados e municípios permitirão maior expansão de despesas.

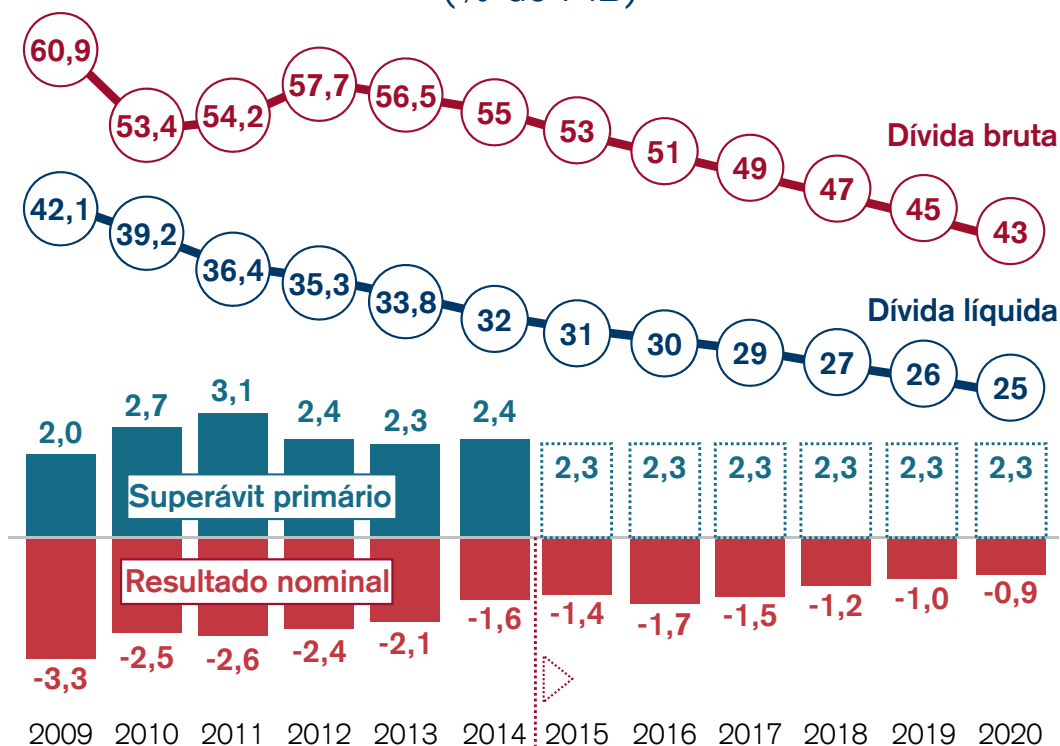
Continuidade das desonerações tributárias

- Os cortes de impostos recentes elevaram a popularidade da atual administração ante a população e o setor empresarial.
- Mais desonerações poderiam ser feitas apenas no longo prazo.

Aumento dos investimentos públicos

- As reduções do superávit primário em 2009, 2010 e 2012 foram acompanhadas por aumentos de algumas despesas correntes e investimentos públicos, principalmente nos dois primeiros anos.
- A prioridade da expansão dos investimentos nos próximos anos sugere que o uso de cláusulas de escape será mais frequente.

Indicadores fiscais de longo prazo (% do PIB)



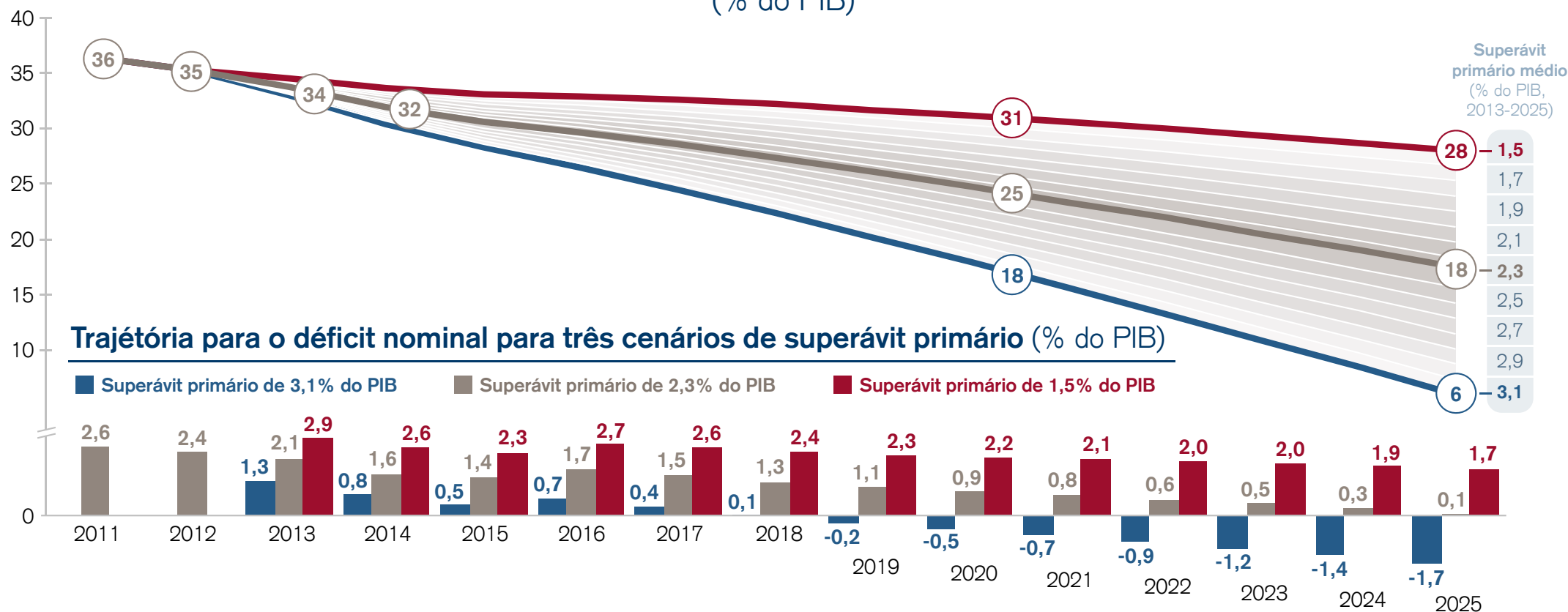
Mesmo assumindo alta da Selic para 8,5% a partir de 2015, o déficit nominal não aumentaria muito.

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Superávit primário de 2,3% do PIB zeraria déficit nominal em 2025

- Assumindo superávit primário estável em 2,3% do PIB entre outras hipóteses, o déficit nominal zero seria obtido apenas em 2025, com a dívida líquida alcançando 30% do PIB em 2016. A manutenção do superávit primário estável em 3,1% do PIB permitiria obter déficit nominal zero já em 2018 e dívida líquida inferior a 30% do PIB em 2015.

Trajetória da dívida líquida para diferentes hipóteses de superávit primário¹
(% do PIB)



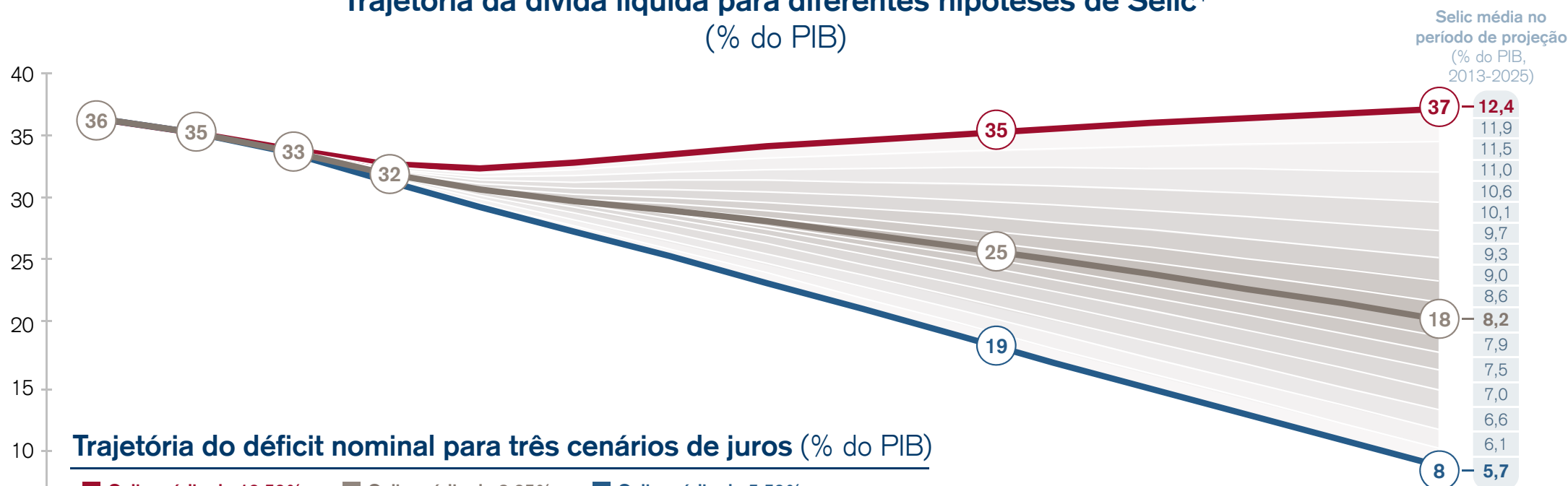
¹ Nosso cenário-base considera aportes totais ao BNDES de R\$ 85,0 bilhões de dez-12 até dez-14, aumento das reservas internacionais de 5% ao ano a partir de 2014, Selic elevando-se a partir de 7,25% em 2015 até 8,50%, consolidando média de 8,25% ao ano no período, depreciação do real ante o dólar seguindo o diferencial de inflação entre as moedas, crescimento real do PIB de 4,0%, inflação IPCA convergindo para a meta de 4,5% a partir de 2015.

Fonte: Banco Central, Tesouro Nacional, Credit Suisse

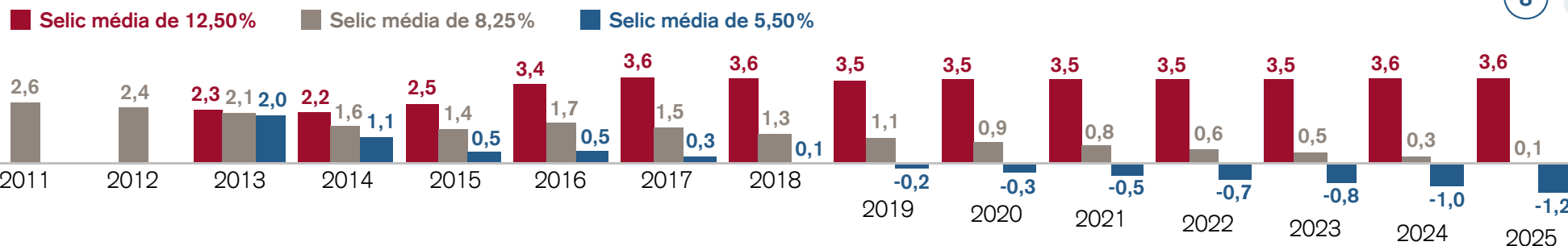
Forte alta da Selic exigiria aumento do superávit primário

- A dívida líquida permaneceria estável em 31% do PIB, caso considerássemos superávit primário de 2,3% do PIB e elevação da Selic para 11% a partir de 2015, mantidas as demais hipóteses.

Trajetória da dívida líquida para diferentes hipóteses de Selic¹
(% do PIB)



Trajetória do déficit nominal para três cenários de juros (% do PIB)

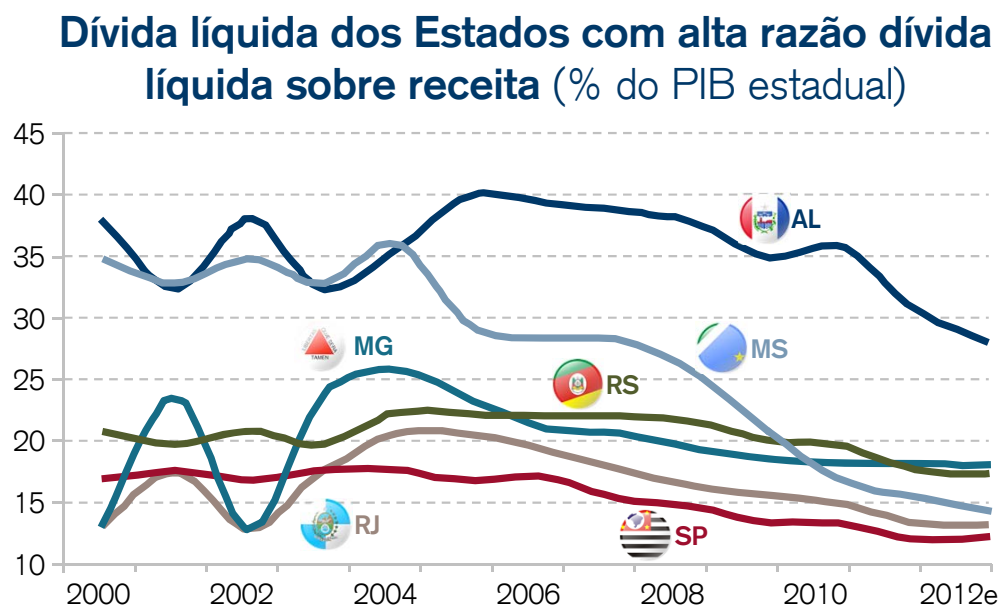


¹ Nosso cenário-base considera aportes totais ao BNDES de R\$ 85,0 bilhões de dez-12 até dez-14, aumento das reservas internacionais de 5% ao ano a partir de 2014, Selic elevando-se a partir de 7,25% em 2015 até 8,50%, consolidando média de 8,25% ao ano no período, depreciação do real ante o dólar seguindo o diferencial de inflação entre as moedas, crescimento real do PIB de 4,0%, inflação IPCA convergindo para a meta de 4,5% a partir de 2015.

Fonte: Banco Central, Tesouro Nacional, Credit Suisse

Melhora das condições de solvência de Estados e municípios

- O contínuo superávit primário desde 1999 reduziu a dívida líquida dos Estados e municípios como proporção da receita líquida anual de 170% em dezembro de 2000 para 102% em agosto de 2012 (média de 144% entre 2000 e 2012).
- A grande maioria dos Estados tem dívida líquida inferior à sua receita líquida anual. Mesmo para os Estados com maior endividamento, a dívida líquida como proporção do PIB estadual recuou bastante.



Fonte: Tesouro Nacional, Ipeadata, Credit Suisse

Dívida líquida como proporção das receitas líquidas dos estados (% , 2000-2012)

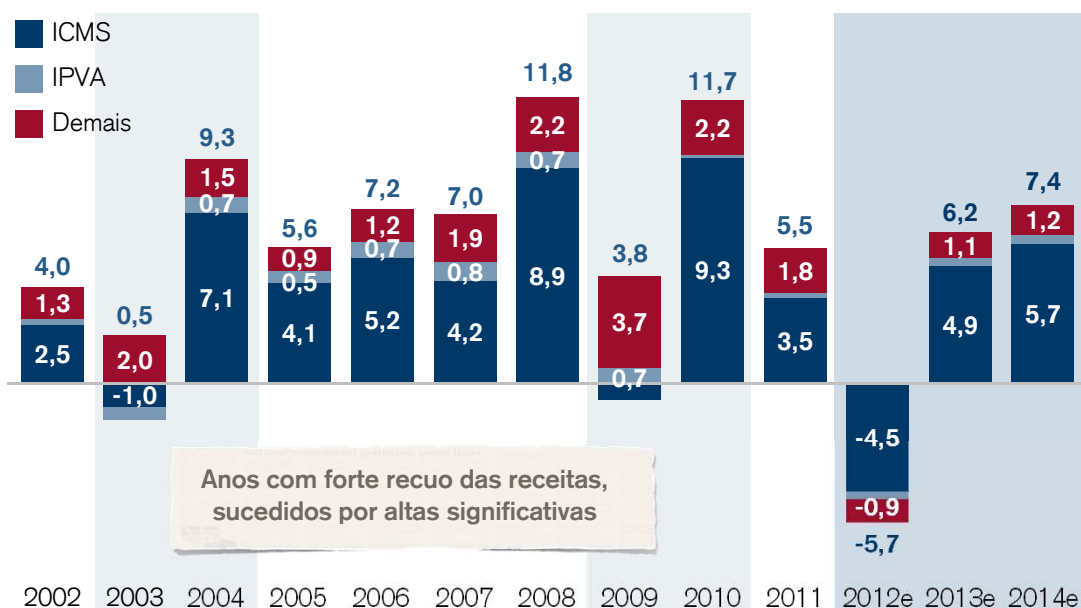
	Estado	Dívida líquida (% PIB estadual ¹)	Dívida líquida como % das receitas				
			Pico	Vale	Média	Ago-12	Tendência
Baixa razão dívida líquida/receitas	Amapá	-1,0	28	-3	13	-3	▼
	Amazonas	0,1	100	1	39	1	▼
	Roraima	2,5	43	-13	14	8	▲
	Pará	1,5	67	11	42	11	▼
	Espírito Santo	1,4	116	8	48	12	▼
	Tocantins	3,2	37	8	21	14	▼
	Rio Grande do Norte	2,4	71	13	34	14	▲
	Paraíba	2,9	153	19	78	19	▼
	Ceará	3,0	118	17	61	24	▼
	Mato Grosso	2,4	250	25	113	25	▼
Média razão dívida líquida/receitas	Maranhão	4,7	273	31	135	31	▼
	Pernambuco	5,1	125	36	73	36	▼
	Bahia	4,6	182	42	108	42	▼
	Santa Catarina	3,5	195	44	113	44	▼
	Rondônia	7,2	145	45	81	45	▼
	Acre	14,2	104	28	57	48	▼
	Sergipe	9,4	88	22	53	49	▲
	Piauí	9,5	174	49	104	49	▼
	Paraná	5,5	134	67	110	67	▼
	Goiás	10,7	313	100	189	100	▼
Elevada razão dívida líquida/receitas	Mato Grosso do Sul	13,1	310	107	193	107	▼
	Alagoas	26,0	277	146	205	146	▼
	São Paulo	11,5	227	146	183	147	▲
	Rio de Janeiro	13,1	235	146	181	154	▲
	Minas Gerais	17,8	263	141	199	179	▼
	Rio Grande do Sul	17,4	283	214	248	221	▲
Total		10,3	195	102	144	102	

¹ Valores estimados, tendo em vista projeções para o PIB dos Estados para 2012.

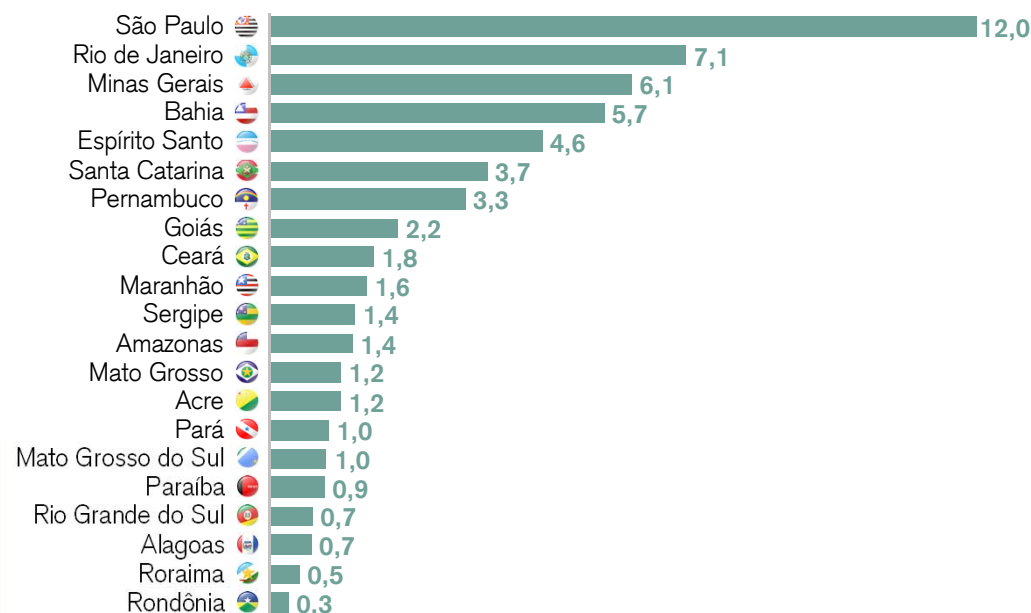
Contribuição dos Estados para o superávit primário diminuirá

- As receitas fiscais dos Estados, em particular o ICMS, são bastante correlacionadas com a atividade.
- Embora a arrecadação reaja fortemente à retomada da atividade, a recuperação de 2013 será mais gradual, por conta das desonerações tributárias. Estimamos, por exemplo, que a redução dos encargos federais e dos preços da energia elétrica diminuirá a arrecadação de ICMS dos Estados em R\$ 5,2 bilhões (estimativa de 1,5% das receitas tributárias dos Estados de R\$ 335,2 bilhões em 2013).
- O limite de endividamento de diversos Estados aumentou em R\$ 58,3 bilhões em 2012, correspondendo a 14,3% da dívida líquida total em agosto de 2012. A consequência mais provável disso seria uma expansão das despesas dos Estados, sem a contrapartida de aumento na arrecadação.

Crescimento real das receitas estaduais
(%, ante o ano anterior)



Aumento nos limites de endividamento dos Estados
(R\$ bilhões)

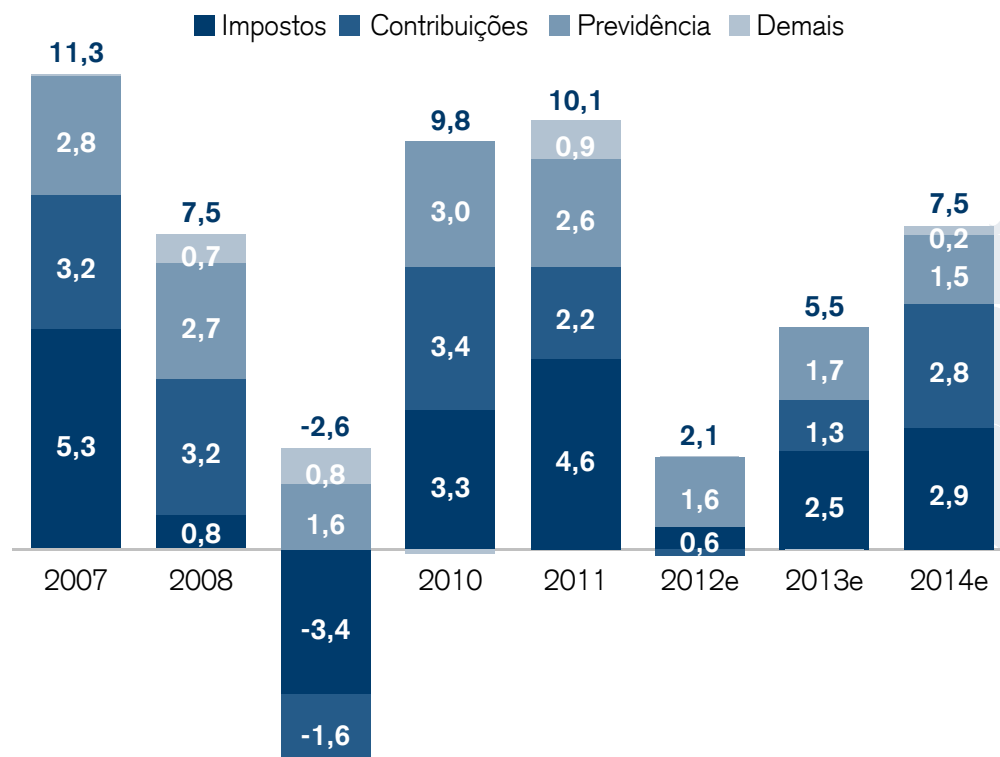


Fonte: Ministério da Fazenda, Credit Suisse

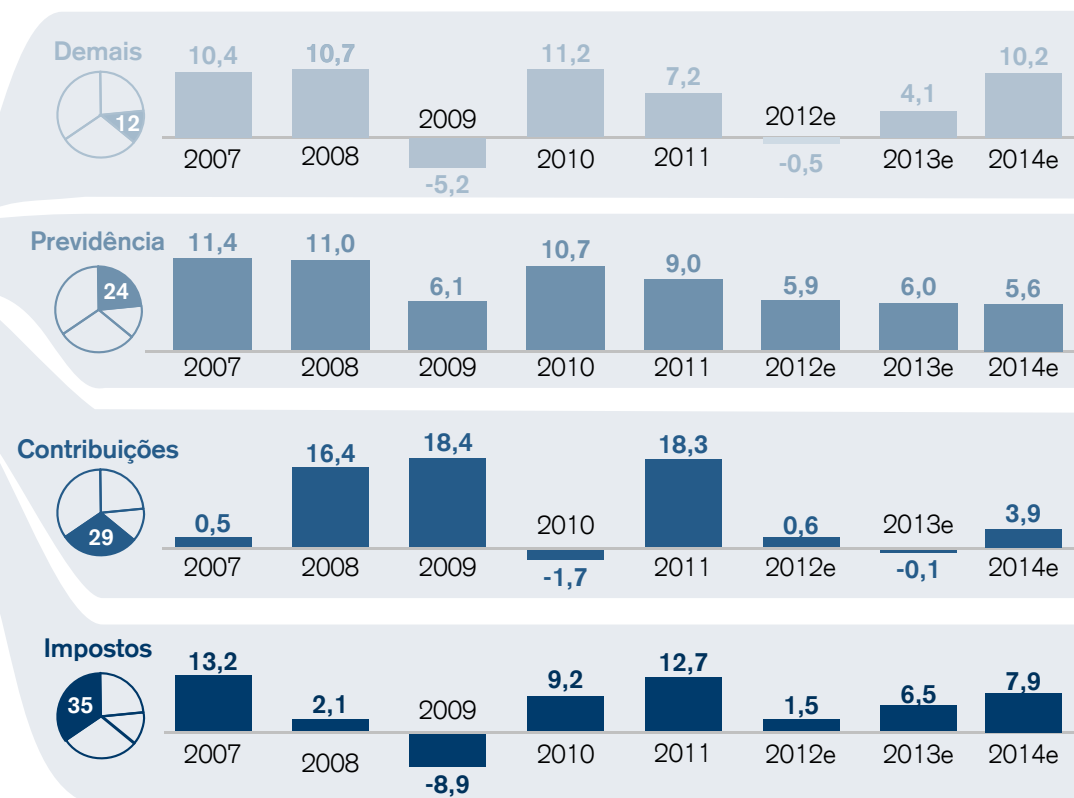
Crescimento das receitas tributárias de 5,5% em 2013

- O crescimento das receitas tributárias aumentará de 2,1% em 2012 para 5,5% em 2013, com uma maior contribuição da expansão dos impostos, que foram muito afetados pelas desonerações em 2012.
- A retirada dos estímulos fiscais será gradual e só será concluída em 2014. O crescimento das receitas tributárias será de 7,5% em 2014, assumindo uma recomposição das alíquotas de impostos.

Contribuição de várias alíneas à expansão da arrecadação (% , ante o ano anterior e pp)



Crescimento anual das receitas de impostos e contribuições (% , ante o ano anterior)



Fonte: Tesouro Nacional, Credit Suisse

Carga tributária do governo central de 24,7% do PIB em 2013

- As receitas do governo central aumentarão de R\$ 1,0 trilhão em 2011 para R\$ 1,1 trilhão em 2012 e R\$ 1,2 trilhão em 2013, com alta da carga tributária federal de 24,2% do PIB em 2012 para 24,7% do PIB em 2013.
- As elasticidades do IPI e dos impostos que incidem sobre a rentabilidade das empresas são superiores à unidade em alguns casos. O caráter pró-cíclico dessas receitas caracteriza o uso de desonerações tributárias em períodos de contração da atividade.

Receitas do governo federal (R\$ bilhões, % do PIB)

	2010		2011		2012e		2013e	
	R\$ bi	% PIB	R\$ bi	% PIB	R\$ bi	% PIB	R\$ bi	% PIB
Impostos ¹	296	7,9	356	8,6	380	8,6	425	8,7
IR	208	5,5	250	6,0	271	6,1	302	6,2
IPI	40	1,1	47	1,1	47	1,0	54	1,1
Imposto de importação	21	0,6	27	0,6	31	0,7	35	0,7
IOF	27	0,7	32	0,8	32	0,7	36	0,7
Contribuições	250	6,6	286	6,9	303	6,8	331	6,8
Cofins	140	3,7	158	3,8	171	3,9	190	3,9
CSLL	46	1,2	58	1,4	61	1,4	67	1,4
PIS/PASEP	41	1,1	42	1,0	46	1,0	51	1,0
Outras contribuições	24	0,6	28	0,7	25	0,6	23	0,5
Previdência social	212	5,6	246	5,9	274	6,2	305	6,3
Demais receitas	98	2,6	116	2,8	127	2,9	143	2,9
Total	857	22,7	1004	24,2	1084	24,4	1204	24,7

Elasticidades das receitas tributárias

Impostos e contribuições	Participação (%)	Elasticidade ²		Base de tributação
		Mín.	Máx.	
Imposto sobre produtos Industrializados (IPI)	3,0	1,78	2,08	Produção industrial
Impostos de Importação (inclusive IPI - importação)	4,5	0,50	0,59	Quantum importado
Imposto de Renda Pessoa Física (IRPF)	2,3	0,30	0,73	Salário real médio, massa salarial
Imposto de Renda – Retido na Fonte (IRRF) e receitas da Previdência Social	39,0	0,05	0,30	Salário real médio, massa salarial
Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) e CSLL	16,5	0,92	1,27	Rendimento bruto das empresas, valor agregado da produção
Cofins, PIS/PASEP	20,8	0,10	0,42	Consumo das famílias, vendas no varejo ampliado

¹ IR: Imposto de Renda, IPI: Imposto sobre produtos industrializados, Cofins: Contribuição para o Financiamento da Seg. Social, IOF: Imposto sobre Operações Financeiras, CSLL: Contribuição Social sobre Lucro Líquido, PIS/PASEP: Programa de Integração Social e Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público

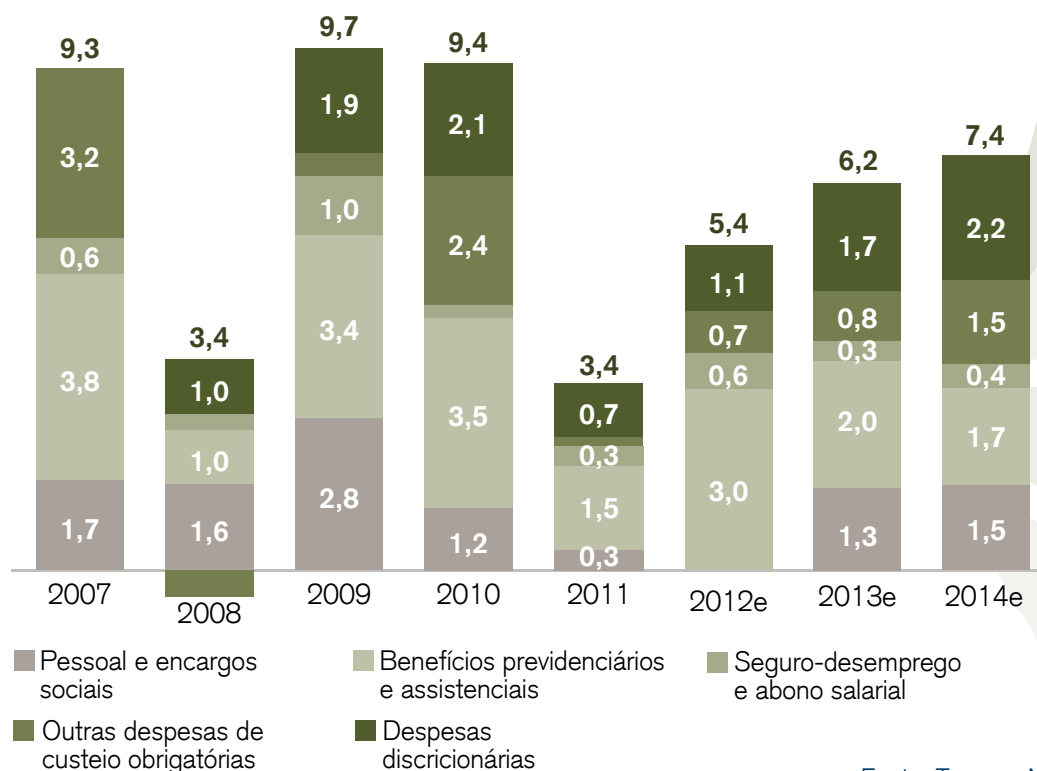
² Elasticidades de curto prazo, calculadas sob métodos distintos.

Fonte: Tesouro Nacional, Receita Federal, Credit Suisse

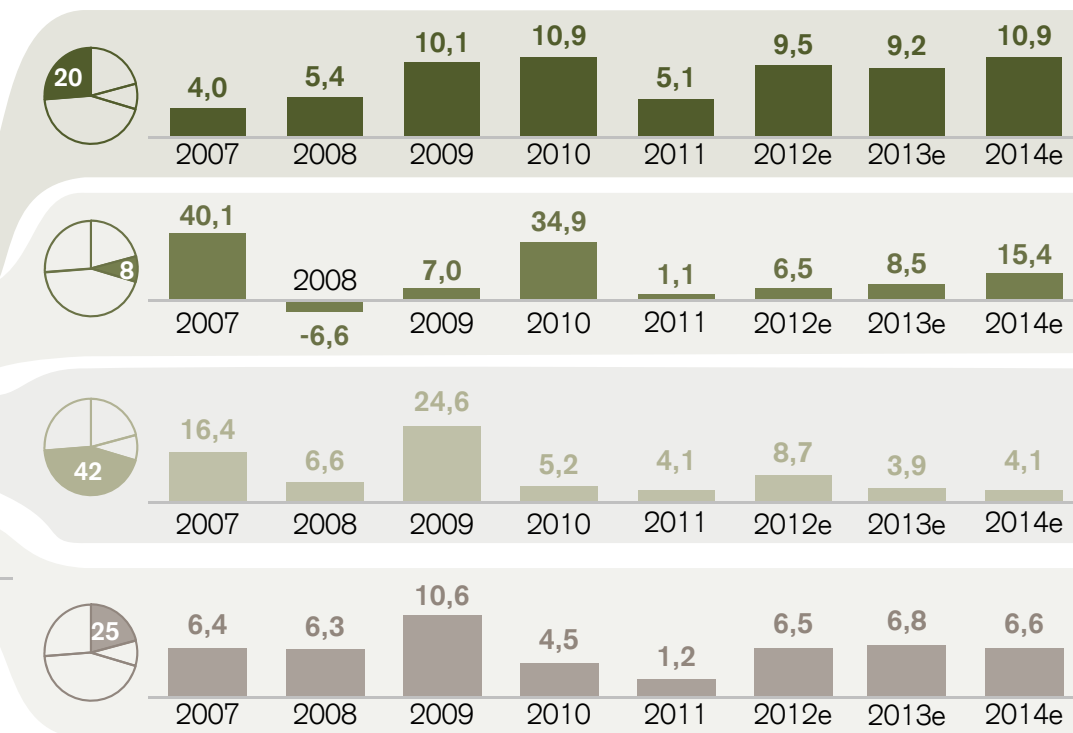
Aumento no crescimento real das despesas em 2013 e 2014

- Ao contrário de 2012, as despesas com pessoal e encargos contribuirão significativamente para o crescimento das despesas em 2013 e 2014, em função dos aumentos salariais programados e da expectativa de expressivo crescimento vegetativo do funcionalismo.
- A expansão das despesas com previdência, abono salarial e benefícios assistenciais será menor em 2013 e 2014, por conta dos aumentos menos expressivos do salário mínimo. Assim, haverá maior crescimento das despesas discricionárias e dos investimentos no período.

Contribuição para o crescimento das despesas
(%, ante o ano anterior e pp)



Crescimento anual das despesas
(%, ante o ano anterior)



Fonte: Tesouro Nacional, Credit Suisse

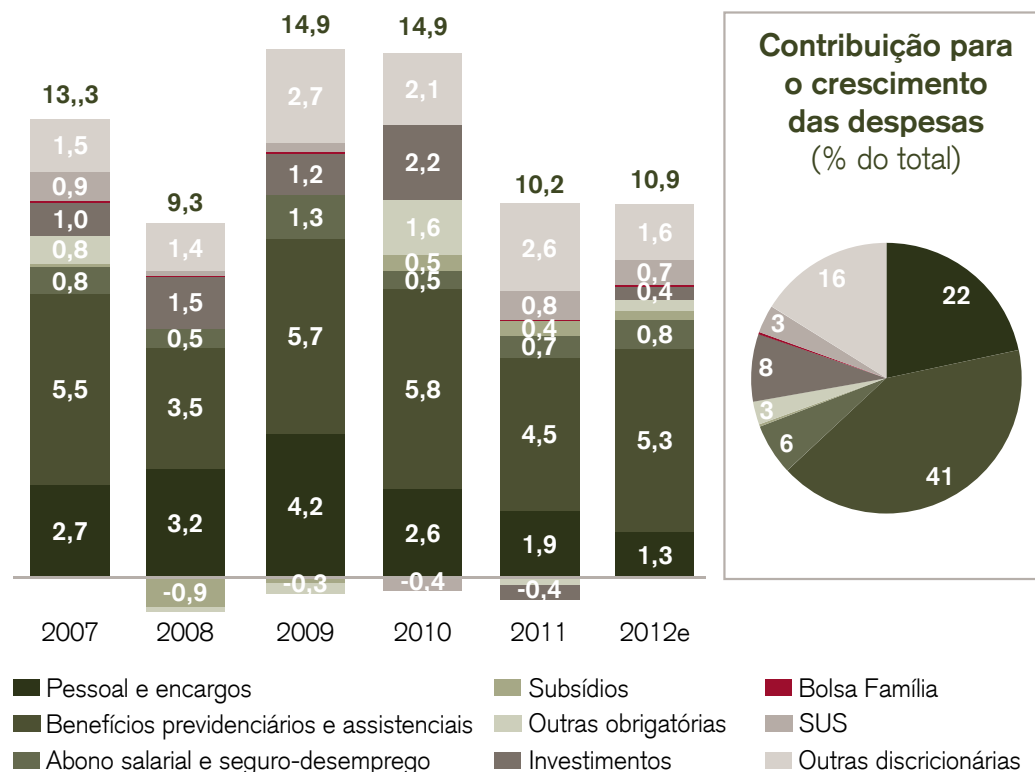
Despesas continuadas responsáveis pela alta nos gastos totais

- As despesas primárias do governo central alcançarão R\$ 900 bilhões em 2013.
- Nos anos mais recentes, 84,5% do crescimento das despesas do governo federal foram explicados por gastos com salários, benefícios previdenciários e assistenciais, seguro-desemprego, programas com função social (e.g., Bolsa Família) e outras despesas obrigatórias. Portanto, a expansão das despesas tem sido concentrada em despesas com baixa margem de ajuste no futuro.

Despesas do governo central (R\$ bilhões)

		2010		2011		2012e		2013e	
		R\$ bi	% PIB	R\$ bi	% PIB	R\$ bi	% PIB	R\$ bi	% PIB
Receitas líquidas de transferências	%	704	18,7	818	19,7	884	19,9	981	20,1
Pessoal e encargos	24	166	4,0	179	3,9	189	3,9	209	4,3
Benefícios do INSS e assistenciais	43	277	7,3	306	7,4	345	7,8	380	7,8
Abono salarial, seguro-desemprego	5	30	0,8	34	0,8	40	0,9	45	0,9
Subsídios	2	8	0,2	11	0,2	12	0,2	14	0,3
Outras despesas obrigatórias	3	25	1,1	24	1,0	26	1,0	29	0,6
Programa de Aceleração do Crescimento (PAC)	4	22	0,6	28	0,7	32	0,7	41	0,8
Discrecionárias de custeio e outros investimentos	20	129	3,4	142	3,4	158	3,6	181	3,7
Total de despesas primárias	100	657	17,4	724	17,5	803	18,1	899	18,4
Resultado primário do governo central		47,1	1,2	93,5	2,3	80,8	1,8	82	1,7

Crescimento nominal das despesas (%, ante o ano anterior e pp)

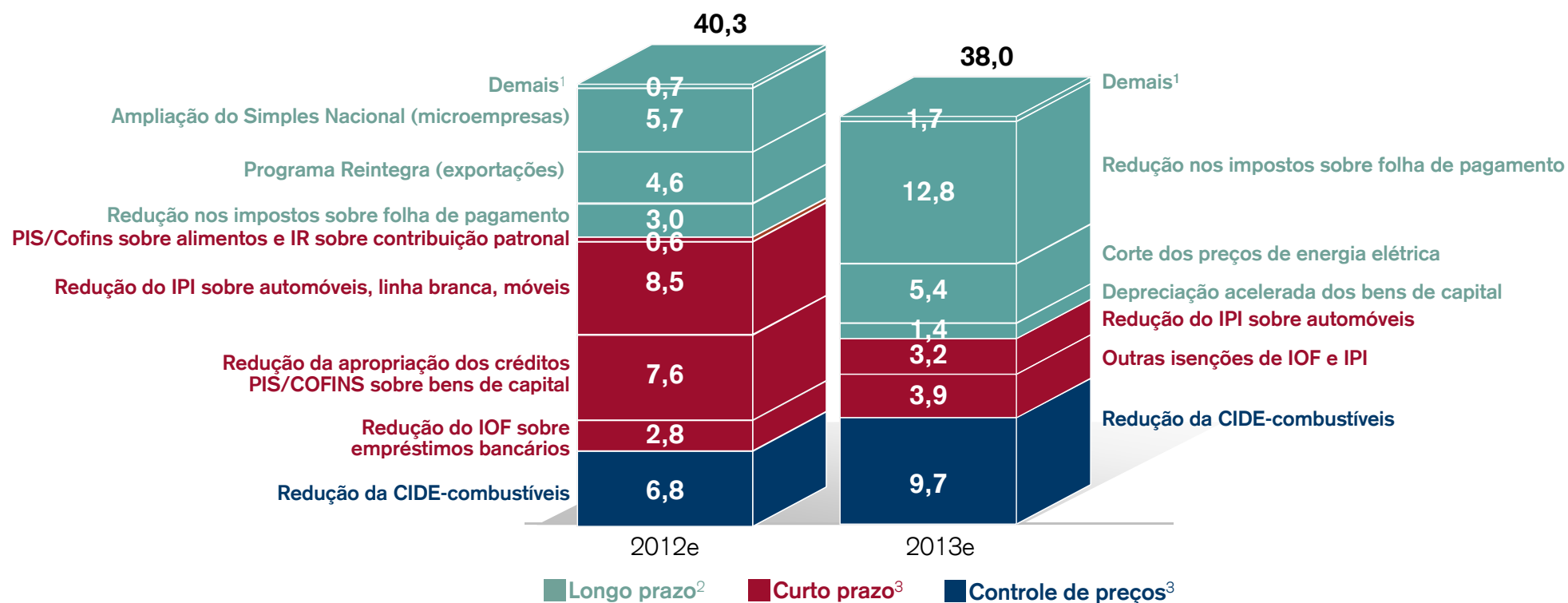


Fonte: Tesouro Nacional, Ministério do Planejamento, Credit Suisse

Custo dos incentivos fiscais de R\$ 38 bilhões em 2013

- Os custos das desonerações tributárias já contratadas para 2013 são de R\$ 38,0 bilhões. Algumas dessas desonerações são prorrogações de iniciativas de 2012, como a redução da CIDE e do IPI sobre automóveis, visando tanto o controle da inflação quanto o estímulo da atividade.
- As medidas consideradas de longo prazo terão maior relevância, totalizando R\$ 21,3 bilhões.

Custo estimado das desonerações fiscais (R\$ bilhões)



¹ Reporto, Plano Nacional de Banda Larga, Programa Um Computador por Aluno.

² Desonerações cujos prazos se estendem por, no mínimo, dois anos.

³ Assumimos extensão das desonerações sobre a CIDE-combustíveis até o fim de 2013 e elevação progressiva das alíquotas do IPI-veículos a partir do início do ano.

Fonte: Ministério da Fazenda, Credit Suisse

Pré-fixados respondem por 40% da dívida mobiliária em 2012

- O maior estoque de operações compromissadas explicou grande parte da alta recente da dívida bruta. Esse aumento deveu-se às operações de enxugamento de liquidez relacionadas à redução dos depósitos compulsórios no 3T12 e ao acúmulo de reservas internacionais.
- A participação dos títulos indexados à Selic na dívida mobiliária recuou muito em 2012, com consequente aumento da parcela de títulos pré-fixados para os atuais 40%.

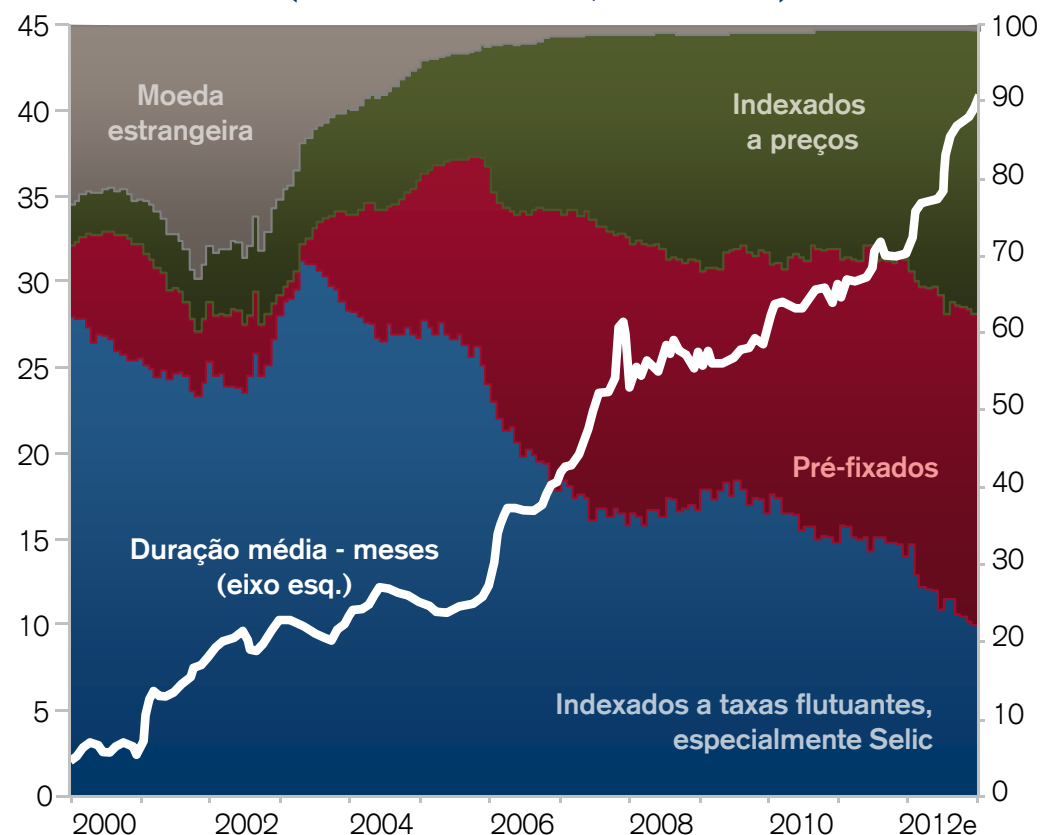
Dívida líquida e bruta (% do PIB)

	2010	2011	2012e	2013e	2014e
(+) Dívida bruta do governo geral	53,4	54,2	57,7	56,5	55,0
Dívida mobiliária federal	41,6	42,2	41,8	40,6	39,6
Dívidas de bancos e dívidas assumidas pelo gov. federal	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9
Operações compromissadas	7,7	8,3	12,0	12,3	11,9
Dívida externa	2,9	2,6	2,6	2,6	2,6
(+) Passivos do Banco Central	13,8	14,0	12,9	13,0	13,0
Base monetária	5,5	5,2	5,0	5,0	5,0
Recolhimentos compulsórios (ex-poupança)	8,4	9,0	8,0	8,0	8,0
Outras contas	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
(-) Ativos do governo geral e do Banco Central	-28,6	-32,4	-35,9	-36,3	-36,6
Crédito para instituições oficiais e o BNDES	-6,8	-7,7	-9,5	-9,9	-10,3
Conta única do Tesouro	-1,2	-1,3	-1,6	-1,4	-1,3
Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT	-6,4	-6,2	-6,3	-6,1	-5,9
Créditos para instituições financeiras e outros	-1,6	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3
Reservas internacionais e outros ativos externos	-12,6	-15,7	-17,1	-17,6	-17,8
(+) Dívida líquida das estatais	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
(=) Dívida líquida do setor público	39,2	36,4	35,3	33,8	32,0

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Dívida mobiliária federal interna, por indexador

(número de meses, % do total)

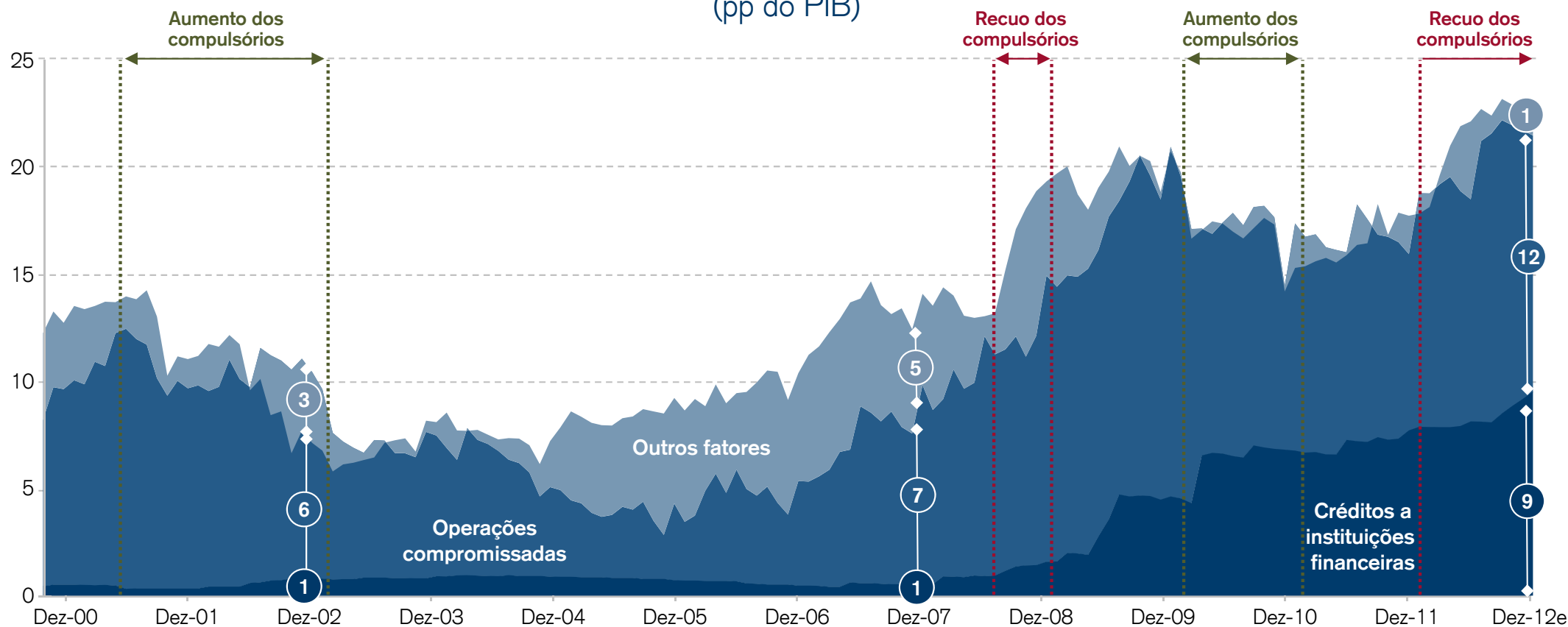


Compulsórios influenciaram diferença entre dívidas bruta e líquida

- O estoque de operações compromissadas respondia por 7,0 pp do PIB da diferença entre as dívidas bruta e líquida em 2007. Essa relação aumentou para 12,0 pp do PIB em 2012.
- A forte alta do estoque de operações compromissadas nos últimos anos deveu-se à necessidade de enxugamento do aumento da liquidez no mercado interbancário. Essa elevação foi explicada por fatores como o acúmulo de reservas internacionais e a redução de depósitos compulsórios.

Determinantes da diferença entre as dívidas líquida e bruta

(pp do PIB)

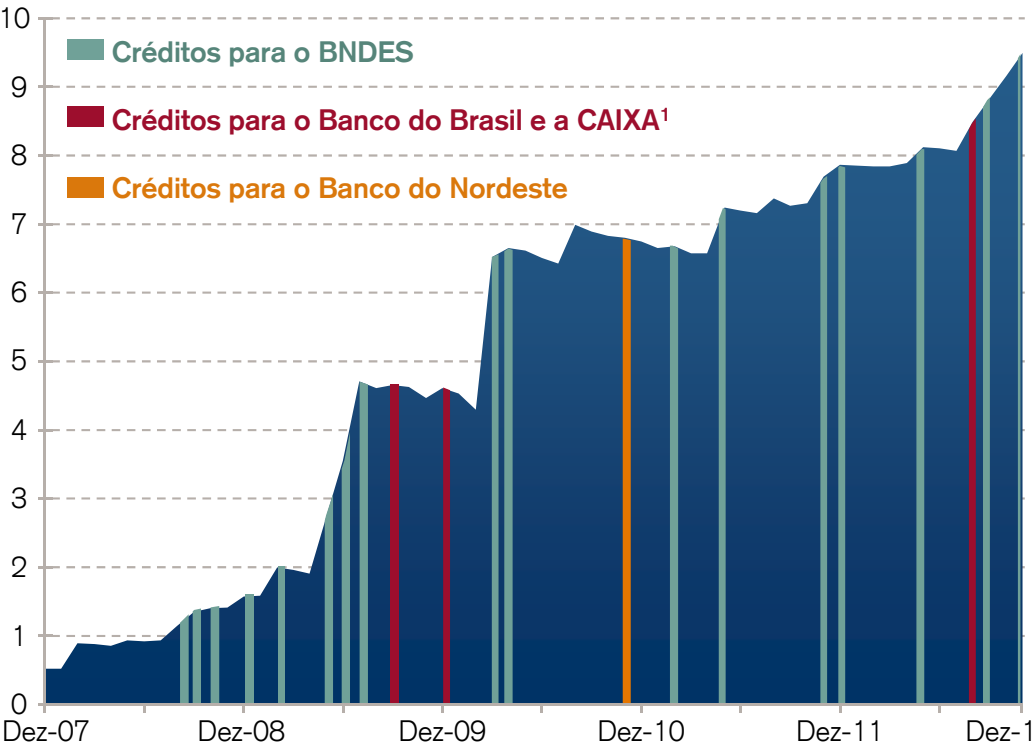


Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Aportes nos bancos públicos representam 18% da dívida mobiliária

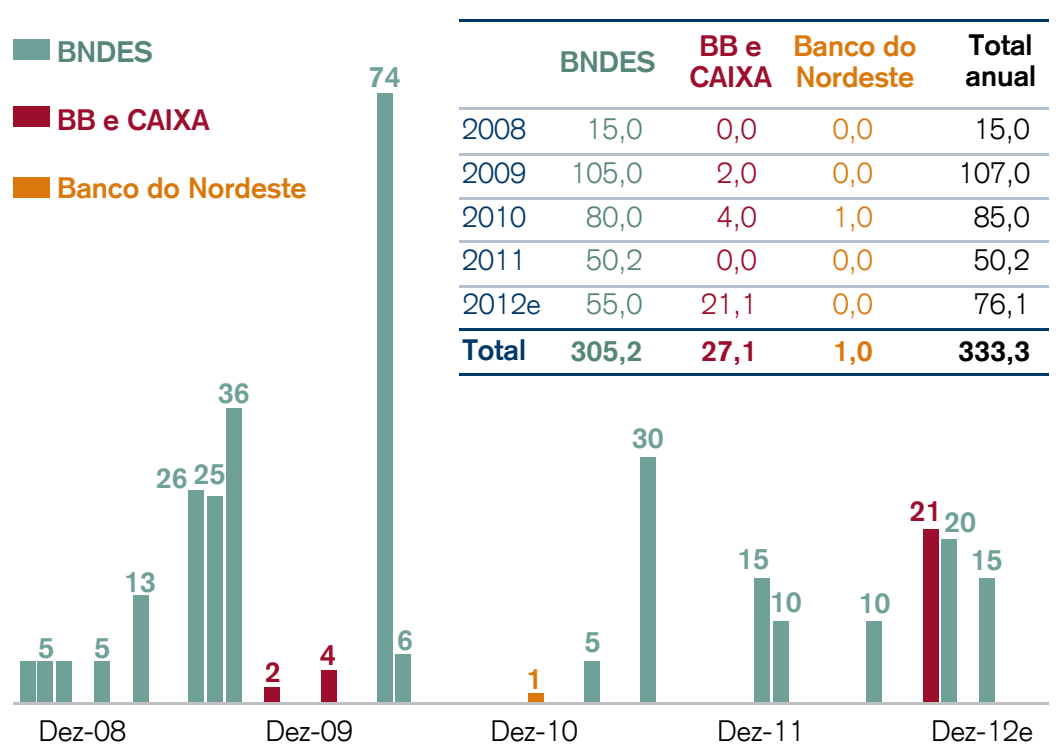
- Os créditos a instituições oficiais explicam 9,5 pp do total de 22,4 pp do PIB do descasamento entre a dívida bruta e a líquida em 2012.
- O Tesouro terá aportado R\$ 333,3 bilhões nas instituições financeiras públicas (i.e., BNDES, Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil e Banco do Nordeste) entre 2008 e 2012. Esse valor corresponde a 13% da dívida bruta (57,7% do PIB) em 2012 e a 18% da dívida mobiliária federal em poder do mercado (41,8% do PIB ou R\$ 1,86 trilhão) no mesmo ano.

Diferença entre as dívidas líquida e bruta, motivada por créditos a instituições financeiras (pp do PIB)



¹ Caixa Econômica Federal

Emissões diretas a instituições financeiras (R\$ bilhões)



	BNDES	BB e CAIXA	Banco do Nordeste	Total anual
2008	15,0	0,0	0,0	15,0
2009	105,0	2,0	0,0	107,0
2010	80,0	4,0	1,0	85,0
2011	50,2	0,0	0,0	50,2
2012e	55,0	21,1	0,0	76,1
Total	305,2	27,1	1,0	333,3

Custo dos aportes a instituições financeiras de 0,3% do PIB

- Os aportes nas instituições financeiras públicas ampliaram o custo da dívida pública, tendo em vista que sua remuneração (e.g., TJLP) é inferior ao custo dessas emissões de dívida, na maioria em títulos pré-fixados.
- O custo desses aportes resulta do indicador usado para remunerar as emissões para realizar os aportes. Nossa estimativa utilizou quatro alternativas para medir o custo de emissão de dívida. A média das estimativas aponta:
 - Custo acumulado de R\$ 39,5 bilhões entre 2008 e 2012. Caso fosse utilizada a Selic, o custo estimado seria de R\$ 35,7 bilhões.
 - Recuo do custo anual entre 2012 e 2011, de R\$ 15,3 bilhões para R\$ 13,0 bilhões (0,3% do PIB), por conta da redução do diferencial entre a Selic e a TJLP.
- O déficit nominal aumentará em 0,3 pp do PIB em 2012, por conta desses aportes. O déficit nominal seria de 2,1% do PIB em 2012, ante nossa expectativa de 2,4% do PIB sem os aportes.

Custo anual estimado das emissões diretas às instituições financeiras oficiais

	2008	2009	2010	2011	2012e
Custo anual (R\$ bilhões)					
Selic	0,2	2,1	6,9	14,7	11,4
Dívida mobiliária interna (custo acum. 12 meses)	0,2	3,8	9,5	16,9	22,6
Custo médio de captação do Bacen ¹	0,5	1,0	10,1	15,1	9,3
Custo de remuneração de dep. compulsórios	0,0	0,5	9,7	14,6	8,9
Média	0,2	1,8	9,0	15,3	13,0
Mediana	0,2	1,6	9,6	14,9	10,3
Custo acumulado desde 2008 (R\$ bilhões)					
Selic	0,2	2,3	9,2	23,9	35,3
Dívida mobiliária interna (custo acum. 12 meses)	0,2	3,9	13,4	30,3	52,9
Custo médio de captação do Bacen ¹	0,5	1,5	11,6	26,7	36,0
Custo de remuneração de dep. compulsórios	0,0	0,5	10,2	24,7	33,6
Média	0,2	2,1	11,1	26,4	39,5
Mediana	0,2	1,9	10,9	25,7	35,7
Superávit primário (% do PIB)	3,4	2,0	2,7	3,1	2,4
Pagamentos de juros (% do PIB)	5,5	5,3	5,2	5,7	4,8
Resultado nominal (% do PIB)	-2,0	-3,3	-2,5	-2,6	-2,4
Assumindo Selic, como custo das emissões					
Juros na ausência de emissões (% do PIB)	5,5	5,2	5,0	5,4	4,5
Nominal na ausência de emissões (% do PIB)	-2,0	-3,2	-2,3	-2,3	-2,1

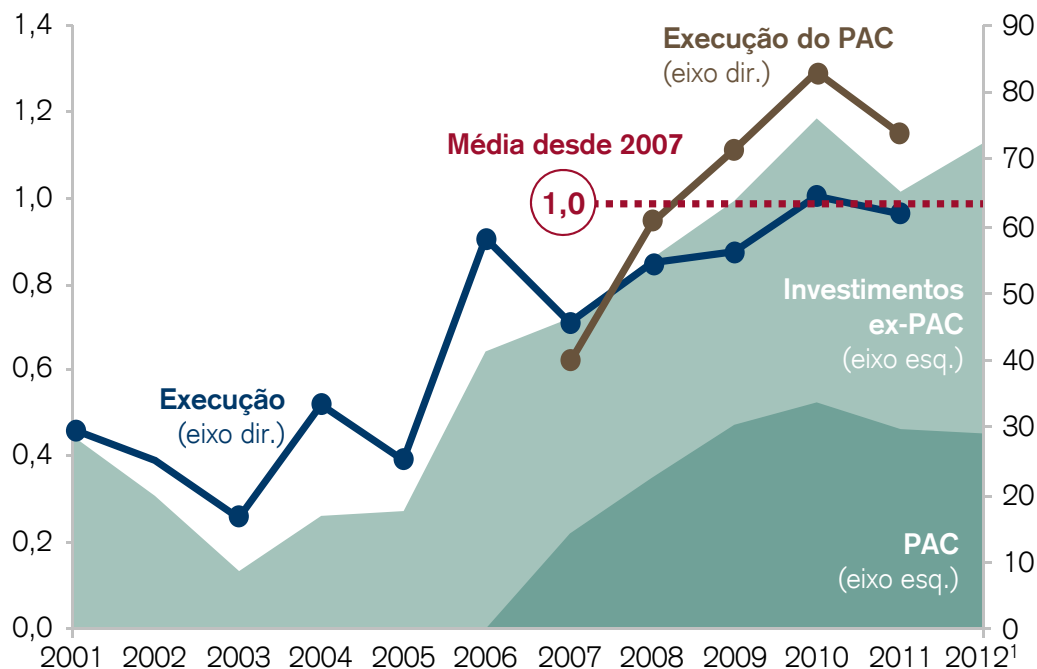
¹ Refere-se ao custo médio mensal anualizado obtido pela taxa média de remuneração dos títulos emitidos pelo Bacen e depósitos compulsórios.

Fonte: Banco Central, Tesouro Nacional, Credit Suisse

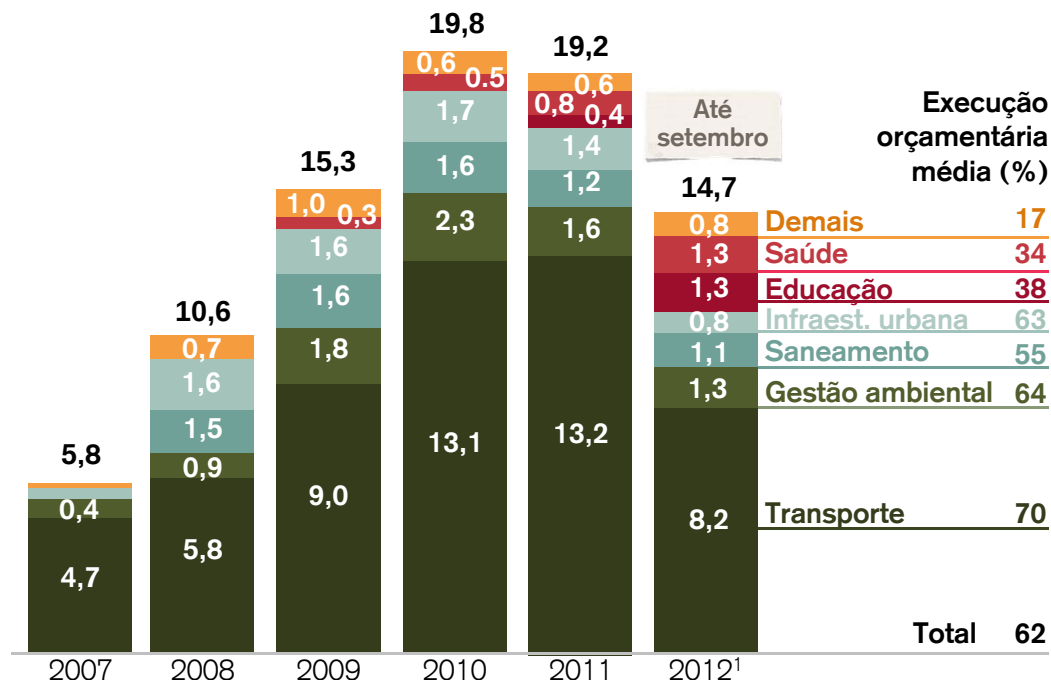
Investimentos federais de 1,1% do PIB na média entre 2010 e 2012

- A expansão dos investimentos públicos foi mais expressiva a partir de 2007, com a criação do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), que possui uma execução orçamentária geralmente mais elevada do que a de outras modalidades de investimentos. Os investimentos federais responderam, na média, por 1,0% do PIB entre 2007 e setembro de 2012 e por 1,1% do PIB entre 2010 e setembro de 2012.
- As despesas com investimentos do PAC são muito concentradas na área de transportes, cuja execução orçamentária, normalmente em torno de 70%, é superior aos 62%, na média, do PAC. A contração dessas despesas explicou a desaceleração das despesas com investimentos do PAC em 2012.

Investimentos do governo federal
(% do PIB)



Investimentos sob o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) (R\$ bilhões)

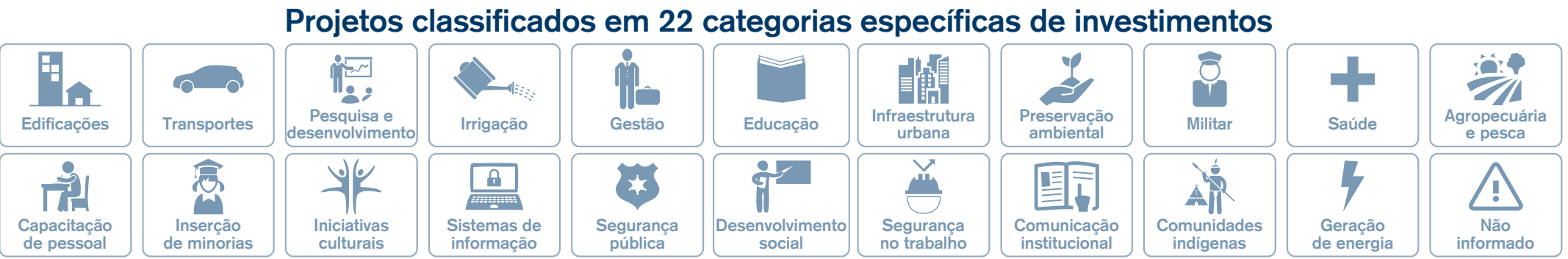


¹ Acumulado de janeiro a setembro de 2012

Fonte: Tesouro Nacional, Ministério do Planejamento, Credit Suisse

Dados do Senado ampliam análise dos investimentos públicos

- Os dados do Senado Federal identificam 35 mil ações recorrentes, representando 11,3 mil projetos diferentes de investimentos federais nos últimos 12 anos, entre janeiro de 2001 e setembro de 2012. Esses projetos foram classificados em 22 categorias. Cada categoria levou em consideração aspectos específicos do projeto, permitindo, por exemplo, distinguir investimentos sob um determinado ministério relativos a obras públicas daqueles relacionados à melhoria da gestão.



Fonte: Senado Federal, Credit Suisse

Classificação de 11,3 mil projetos em 22 categorias distintas

Categoria de investimento	Descrição
1  Edificações	Construção, reforma, preservação e modernização de prédios públicos
2  Transportes	Construção e manutenção de rodovias, portos, ferrovias, hidrovias e outros meios e serviços de transporte
3  Pesquisa e desenvolvimento	Financiamento de estudos, projetos de pesquisa e desenvolvimento de novas tecnologias
4  Irrigação	Projetos em infraestrutura de irrigação, barragens e hidrelétricas
5  Gestão	Investimentos voltados à melhoria administrativa, inclusive funcionamento do órgãos públicos, cumprimento de ações judiciais, ações de fiscalização e auditoria, monitoramento de receitas, entre outros
6  Educação	Investimentos em educação básica e superior, inclusive a ampliação de acervos, expansão de espaços físicos de escolas e universidades, aquisição de equipamentos, fomento à pós-graduação, entre outros
7  Infraestrutura urbana	Ações de infraestrutura urbana (transporte público, habitação, tratamento de água, saneamento e urbanização, entre outros)
8  Preservação ambiental	Ações ligadas à preservação ambiental, manejo de recursos naturais, prevenção de aquecimento global, preservação de espécies e avaliação de danos ambientais
9  Militar	Investimentos de caráter militar, inclusive custeio de operações, aquisição e desenvolvimento de meios e equipamentos, monitoramento de fronteiras e espaço aéreo, serviços de cartografia, mapeamento e de inteligência, entre outros
10  Saúde	Investimentos em saúde, inclusive custeio de ações preventivas para o controle de endemias, desenvolvimento e aquisição de medicamentos e vacinas, medidas de vigilância sanitária, construção de postos de saúde, entre outros
11  Agropecuária e pesca	Projetos de apoio ao desenvolvimento agropecuário e pesqueiro, inclusive erradicação de doenças animais, transferência de tecnologia de cultivo e criação animal
12  Capacitação de pessoal	Despesas com capacitação de pessoal, inclusive militar
13  Inserção de minorias	Projetos de apoio à juventude e à criança, aos portadores de deficiência, à inserção de pessoas com necessidades especiais e ações para preservação de direitos das minorias (defesa da mulher, prevenção ao trabalho escravo, entre outros)
14  Iniciativas culturais e preservação de patrimônio	Apoio a projetos musicais, artísticos e culturais, preservação do patrimônio histórico e cultural, inclusive museus e acervos
15  Sistemas de informação	Implantação e manutenção de sistemas de informação
16  Segurança pública	Ações de combate ao crime e de segurança pública, aquisição de equipamentos e custeio de operações das polícias rodoviária federal, federal, militar e corpo de bombeiros
17  Desenvolvimento social	Apoio ao desenvolvimento social e à redução de pobreza, inclusive instalação de restaurantes populares, incentivos a famílias em situação de pobreza, projetos comunitários, entre outros
18  Segurança no trabalho	Apoio a projetos de associativismo e cooperativismo, a micro e pequenas empresas, à promoção de segurança no ambiente de trabalho, inclusive ainda despesas com assistência médica e odontológica (ex-militares)
19  Comunicação institucional	Investimento para difusão de informação e resultados, inclusive edição e distribuição de material didático, técnico-científico, institucional e publicitário, promoção de eventos, modernização de meios estatais de comunicação
20  Comunidades indígenas	Apoio a comunidades indígenas
21  Geração de energia	Projetos de energia, exceto hidrelétricas
22  Não informado	Não informado

Fonte: Senado Federal, Credit Suisse

Investimentos em transportes de 0,4% do PIB por ano desde 2010

- Os investimentos federais totalizaram R\$ 240,6 bilhões nos últimos 12 anos, sendo que 84% desse montante foram desembolsados entre 2007 e 2012. Do total de projetos de investimentos autorizados pelos orçamentos federais do período, 68% receberam verbas, representando despesas efetivas.
- A categoria de investimentos em transportes foi a que apresentou o maior número de iniciativas de investimento (18,9% do total), tendo sido ainda a categoria com o maior volume de desembolsos (R\$ 71,4 bilhões) acumulado no período. Os investimentos em transportes totalizaram 0,4% do PIB por ano, desde 2010.
- O desembolso anual médio para cada ação de investimento é de R\$ 12,2 milhões, com dispersão significativa. As ações de maiores custos médios são aquelas associadas a obras de infraestrutura urbana e à área militar.
- Os projetos de investimento têm duração média de 2,6 anos, sendo que esse prazo não varia de forma muito significativa entre as categorias.

Investimentos do governo federal (janeiro de 2001 a setembro de 2012)

Categoria	Desembolso		Projetos				
	Total (R\$ bi)	Anual médio (R\$ mi)	Autorizados	Com desembolso	Menor custo (R\$)	Maior custo (R\$ mi)	Duração média (anos)
1 Edificações	14,9	5,7	1631	1117	750	1.451	2,3
2 Transportes	71,4	19,0	2548	1454	262	2.169	2,6
3 Pesquisa e desenvolvimento	9,4	4,4	1068	846	1.040	1.002	2,5
4 Irrigação	13,0	13,0	803	533	462	1.471	2,1
5 Gestão	10,5	7,0	717	507	202	1.755	2,8
6 Educação	25,9	18,5	582	479	430	2.371	2,8
7 Infraestrutura urbana	32,9	40,7	473	367	1.073	2.737	3,0
8 Preservação ambiental	1,1	1,9	407	310	102	399	2,2
9 Militar	28,7	24,1	391	283	165	2.445	3,2
10 Saúde	10,1	11,7	380	273	2.050	1.898	2,8
11 Agropecuária e pesca	6,8	8,5	351	257	24	856	2,8
12 Capacitação de pessoal	0,6	1,2	264	185	24	142	2,7
13 Inserção de minorias	1,1	3,4	245	162	766	280	1,9
14 Iniciativas culturais e preservação de patrimônio	0,7	1,8	223	162	423	160	2,4
15 Sistemas de informação	2,3	5,9	217	138	159	538	2,4
16 Segurança pública	4,2	11,3	175	108	5.199	492	2,7
17 Desenvolvimento social	5,2	19,9	145	102	120	2.727	2,6
18 Segurança no trabalho	0,8	3,2	150	80	2.146	178	2,4
19 Comunicação institucional	0,4	2,6	113	71	229	102	2,4
20 Comunidades indígenas	0,2	0,9	98	32	1.310	68	2,8
21 Geração de energia	0,3	3,6	63	62	440	49	2,4
22 Não informado	0,3	3,5	255	175	7.676	33	1,2
Total	240,6	12,2	11299	7703	24	2.737	2,6

Fonte: Senado Federal, Credit Suisse

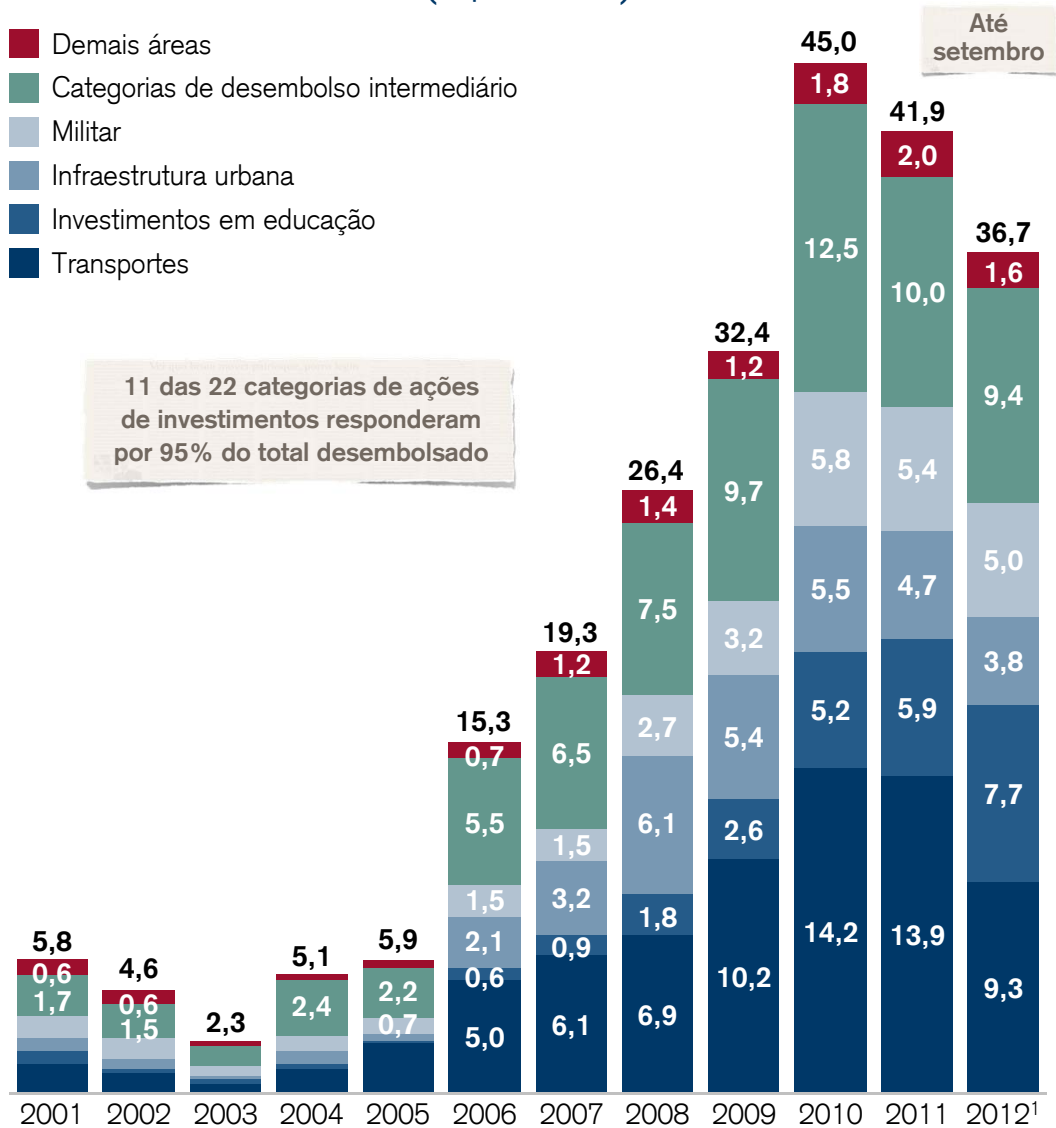
Quatro áreas explicam 67% dos investimentos federais desde 2001

- Os investimentos foram de R\$ 123,6 bilhões entre 2010 e setembro de 2012, representando 51% do total do período.
- Ações destinadas à construção e manutenção de rodovias e outros meios de transporte, à educação, à aquisição de equipamentos militares e a obras de infraestrutura urbana responderam por 67% dos investimentos públicos federais nos últimos 12 anos.

Gastos com investimentos de 2001 a 2012 (%)



Investimento público federal (R\$ bilhões)



11 das 22 categorias de ações de investimentos responderam por 95% do total desembolsado

Fonte: Senado Federal, Credit Suisse

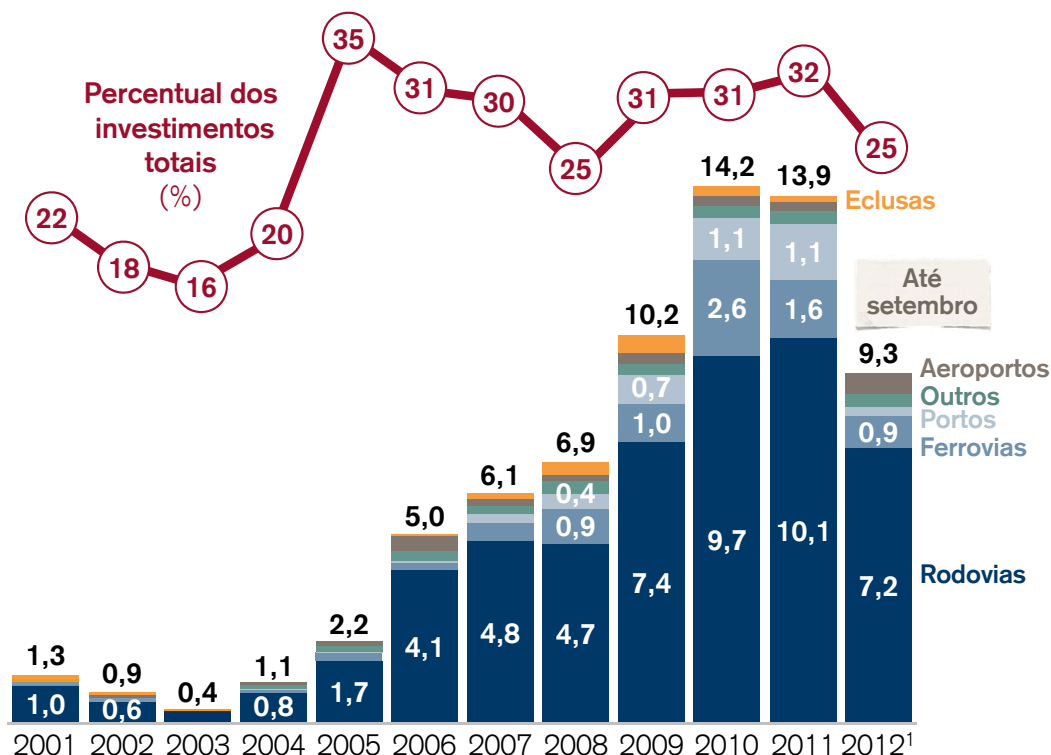
¹ Acumulado de janeiro a setembro de 2012

Rodovias responderam por 22% dos investimentos desde 2010

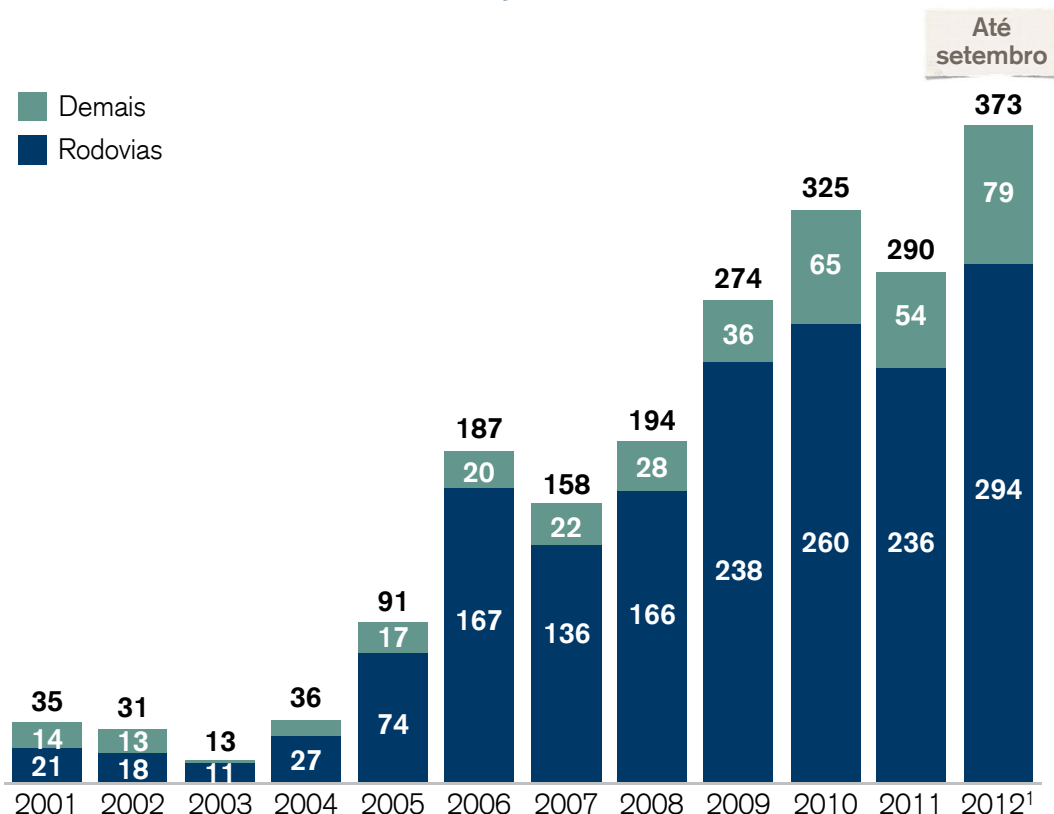


- Cerca de 76% dos investimentos em transportes entre 2001 e 2012 correspondeu à construção e manutenção de rodovias. Os investimentos em rodovias responderam por R\$ 27 bilhões desde 2010 até setembro de 2012, correspondendo a 20% dos investimentos federais e 72% dos investimentos em transportes (R\$ 37,4 bilhões) no período. Outros 12% foram investimentos feitos em ferrovias e o restante dividiu-se entre investimentos em portos, aeroportos e transporte fluvial. Os desembolsos com a ferrovia Norte-Sul explicaram o forte crescimento dos investimentos em ferrovias em 2010 e 2011.

Investimentos em transportes
(R\$ bilhões)



Número de projetos executados



¹ Acumulado de janeiro a setembro de 2012

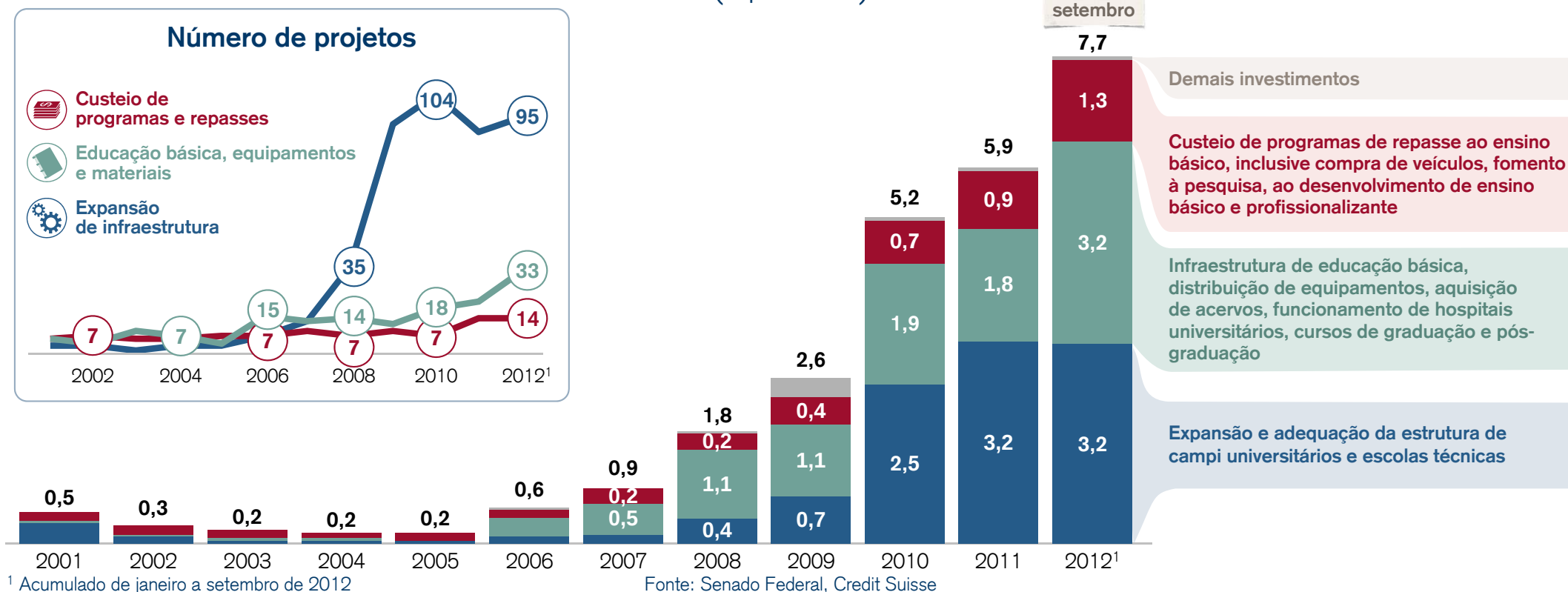
Fonte: Senado Federal, Credit Suisse

Investimentos em educação aumentaram 12 vezes desde 2006

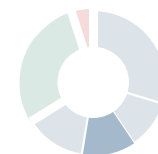


- Os investimentos em educação alcançaram R\$ 18,8 bilhões entre 2010 e setembro de 2012, ou 15,1% dos investimentos totais no período. Os investimentos em educação totalizaram R\$ 7,7 bilhões em 2012 até setembro, uma alta de 31% frente ao desembolso total de 2011 e 1183% frente a 2006.
- Grande parte dessa expansão deveu-se ao maior desembolso para ampliação de universidades e escolas técnicas federais. Houve, ainda, expressiva alta de investimentos em materiais e equipamentos, inclusive a instalação de laboratórios e acervos, não raro nessas mesmas unidades de ensino.

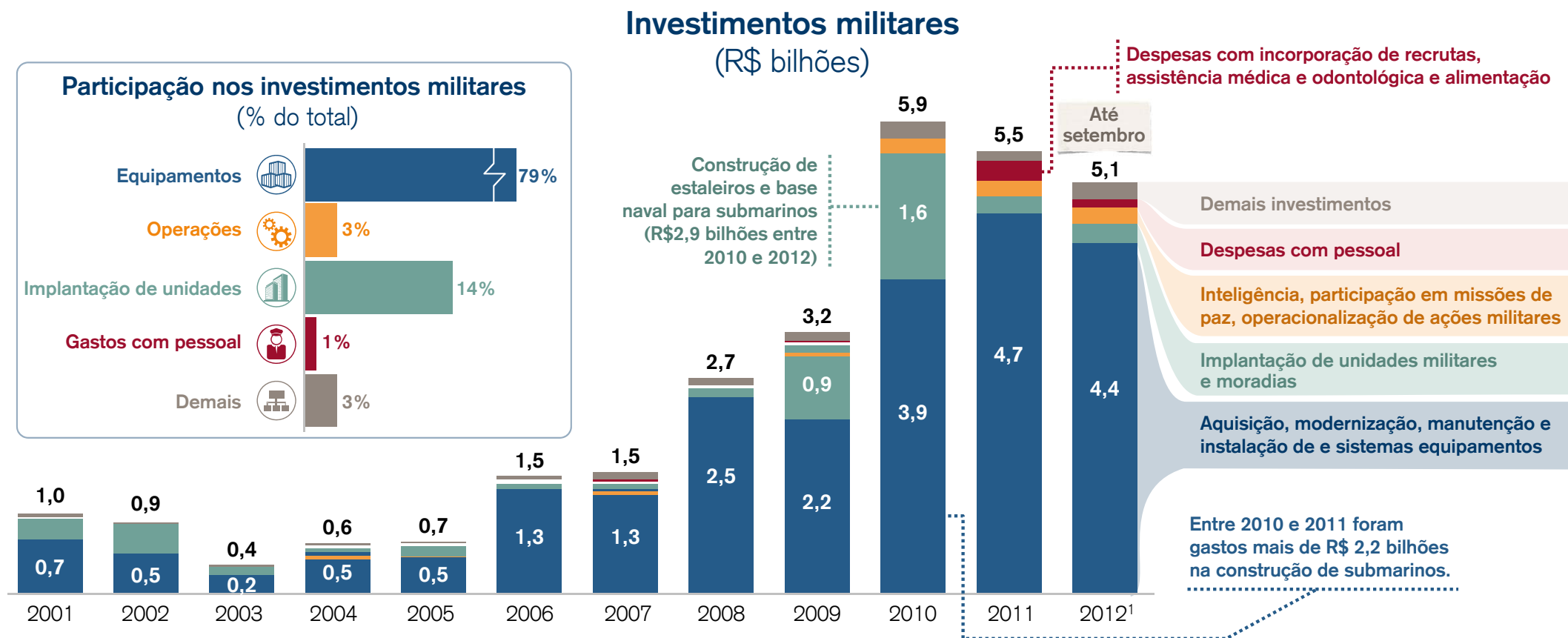
Investimentos em educação (R\$ bilhões)



Militares respondem por 13% dos investimentos desde 2010



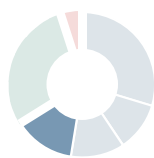
- Os investimentos com fins militares responderam por R\$ 16,5 bilhões (13,3%) dos investimentos federais entre 2010 e setembro de 2012. Cerca de 79% do total dos investimentos militares desde 2001 foram para aquisição, modernização e instalação de equipamentos militares e sistemas.
- Essas ações envolvem alto custo unitário (e.g., implantação de vigilância do espaço aéreo, reforma e construção de meios navais e aquisição de aviões e de helicópteros). O programa de submarinos da Marinha respondeu por R\$ 5,9 bilhões desde 2010, 36% dos investimentos militares no período.



¹ Acumulado de janeiro a setembro de 2012

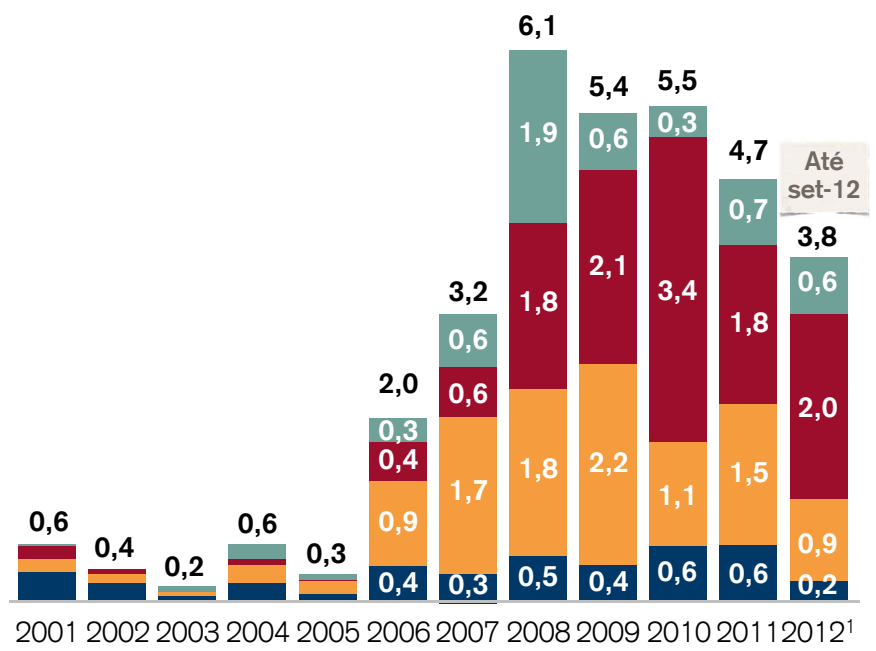
Fonte: Senado Federal, Credit Suisse

Infraestrutura urbana de 11% dos investimentos desde 2010

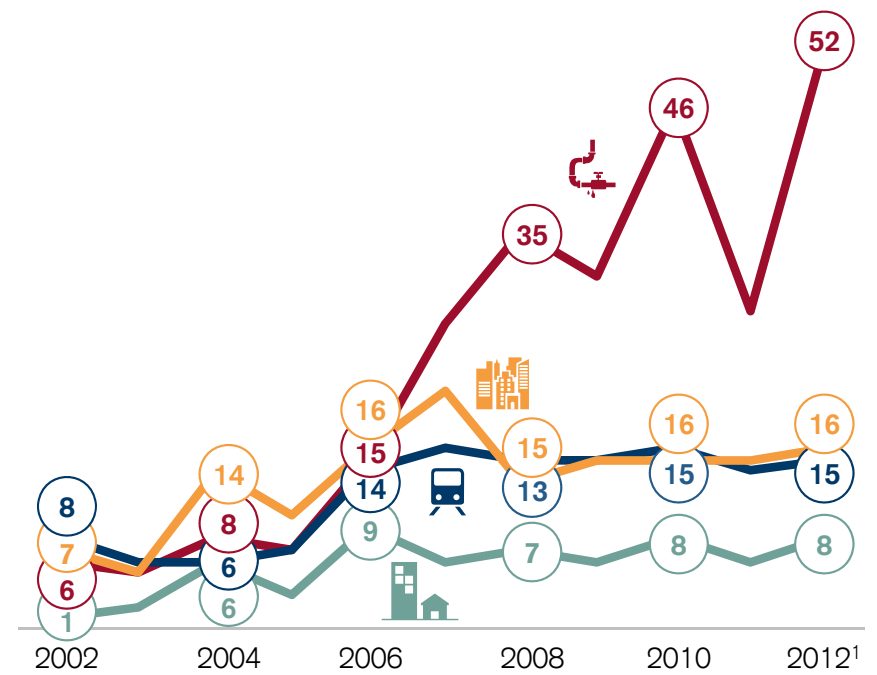


- O percentual dos gastos com infraestrutura urbana nos investimentos públicos diminuiu de 23% em 2008 para 10% em 2012, devido aos menores desembolsos com habitação e outras iniciativas de desenvolvimento urbano.
- Por outro lado, os desembolsos com investimentos em saneamento aumentaram bastante de 2008 a 2010, tendo se estabilizado desde então. Tendo em vista que o número de projetos de saneamento aumentou no período, houve uma redução no desembolso médio por projeto de saneamento de R\$ 73,1 milhões em 2010, para R\$ 39,1 milhões em 2012 até setembro.

Investimentos em infraestrutura urbana
(R\$ bilhões)

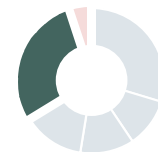


Número de projetos por modalidade



¹ Acumulado de janeiro a setembro de 2012
Fonte: Senado Federal, Credit Suisse

Investimentos relevantes também em irrigação e edificações



- Outros 29% dos investimentos federais no período foram feitos nas seguintes áreas:



Irrigação, com expressivo aumento a partir de 2008.

O principal destaque foram as obras relacionadas à transposição do Rio São Francisco, sob as quais se inserem desembolsos de R\$ 3,2 bilhões desde aquele ano para integração do rio com outras bacias.



Edificações, com construção e reforma de prédios públicos, principalmente do poder judiciário.



Investimentos na **gestão administrativa** para o funcionamento de unidades da Previdência Social e para ações de fiscalização e auditorias.



Saúde, com destaque para os gastos com campanhas para a prevenção de endemias, principalmente em 2010, além de implantação de unidades do Sistema Único de Saúde (SUS).



Agropecuária e pesca, com destaque para compras de equipamentos para fiscalização e inspeção de produtos, além do controle de zoonoses.

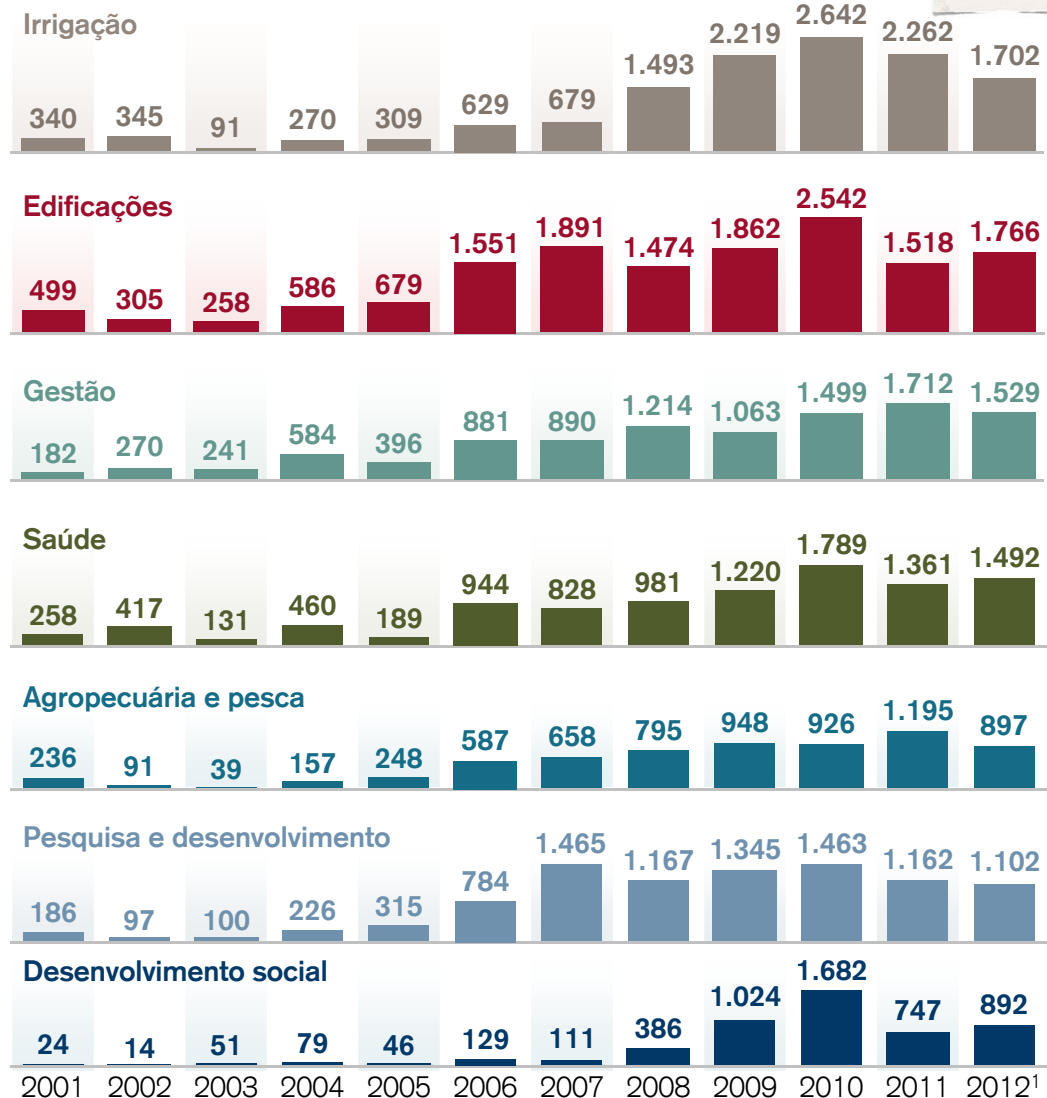


Pesquisa e desenvolvimento, com múltiplas ações em diversas áreas e de valor menos expressivo.



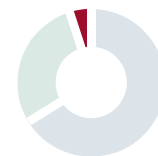
Desenvolvimento social, com destaque para diversas ações de apoio a comunidades carentes após desastres naturais.

Investimentos de desembolso intermediário (R\$ milhões)



¹ Acumulado de janeiro a setembro de 2012

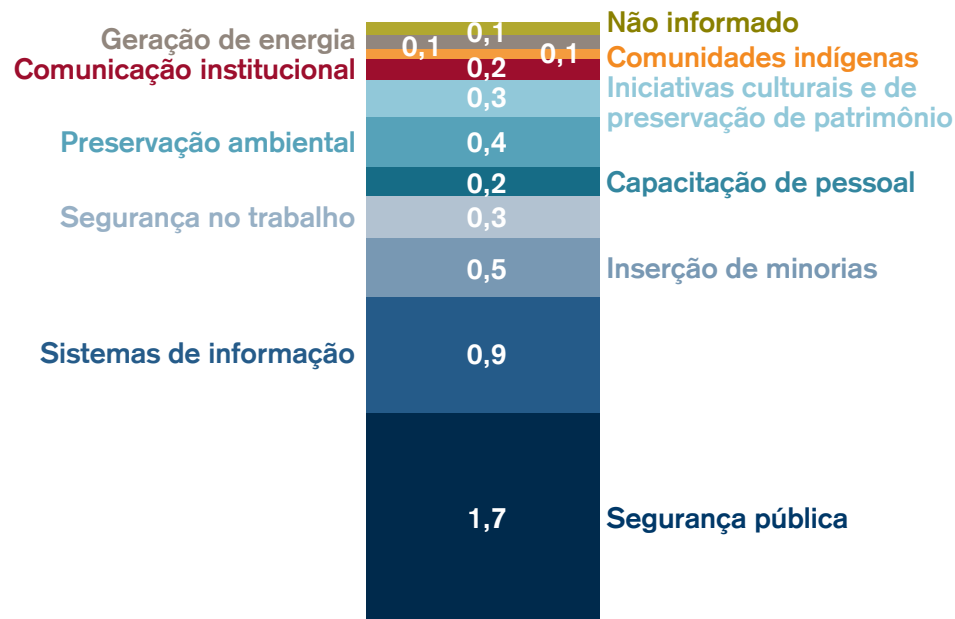
Fonte: Senado Federal, Credit Suisse



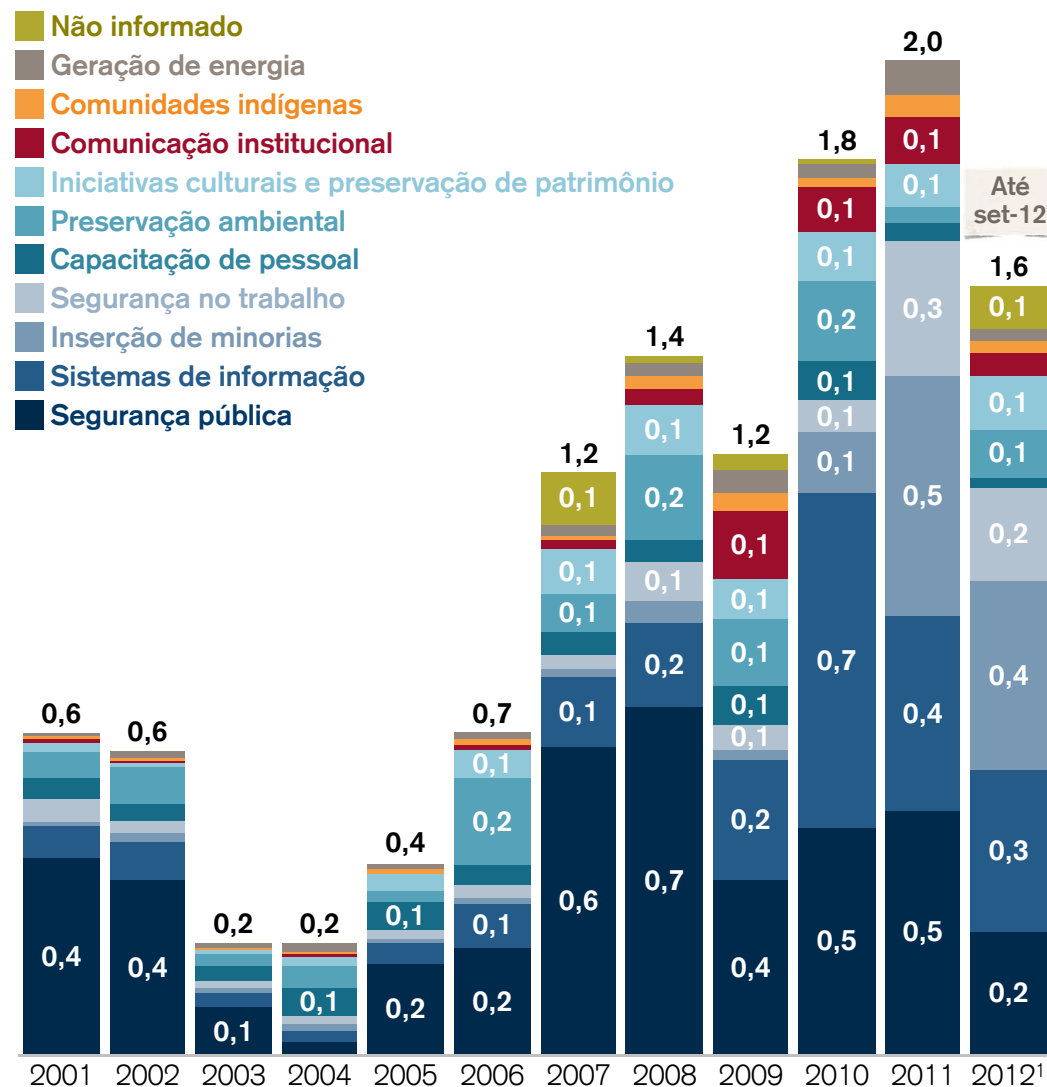
Cerca de 5% dos investimentos são ações de menor valor

- Há diversas categorias que respondem por uma fração reduzida dos investimentos no período. Segurança pública (aquisição de equipamentos para patrulhamento e construção de unidades da política federal) e sistemas de informação (redes de computadores e sistemas de informações públicas) responderam pela maior parte do aumento recente desses investimentos.

Participação das demais categorias nos investimentos totais (% do total, 2001 a 2012)



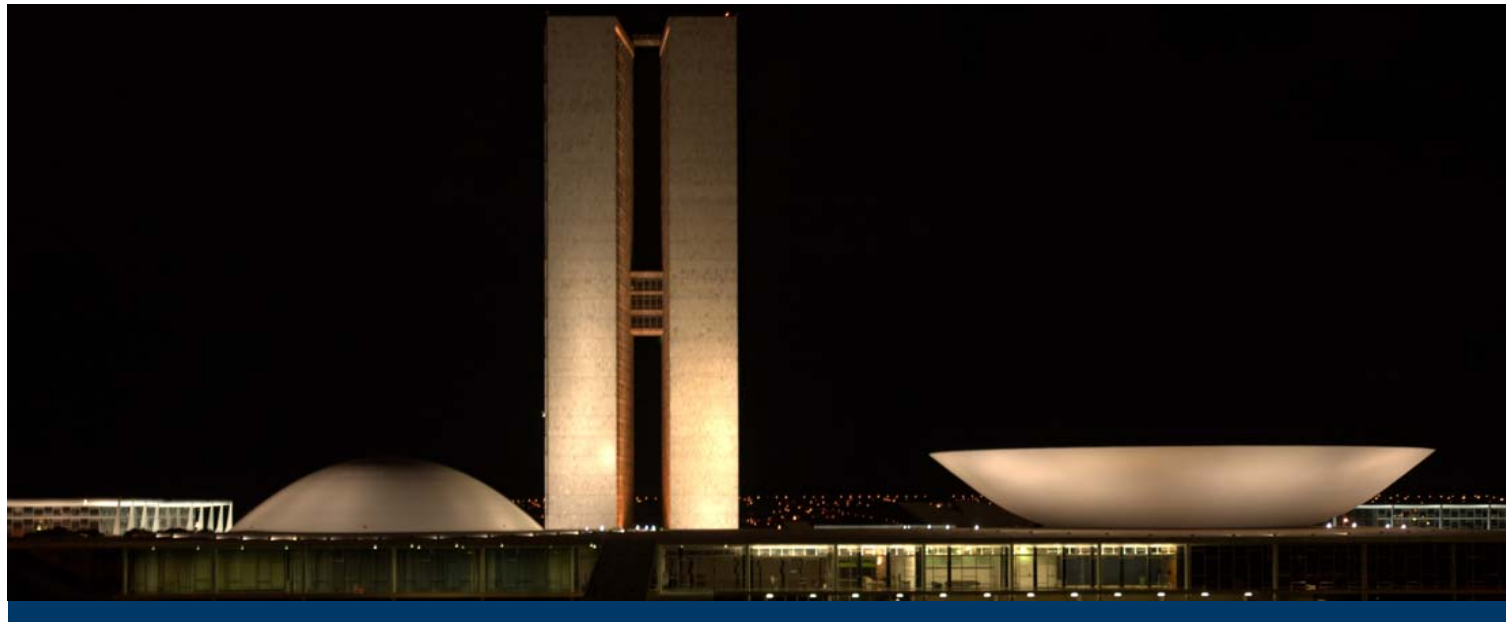
Investimentos de menor desembolso (R\$ bilhões, 2001 a 2012)



¹ Acumulado de janeiro a setembro de 2012

Fonte: Senado Federal, Credit Suisse

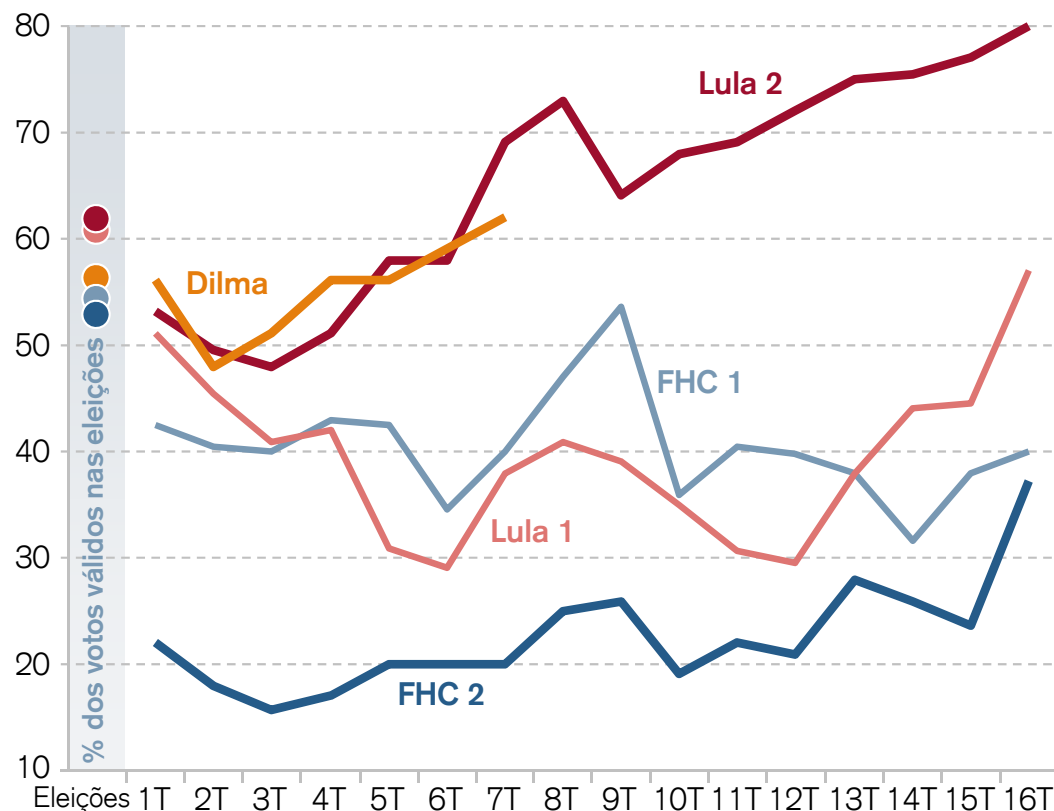
Política



Aprovação da presidente Dilma aumentou em todas as regiões

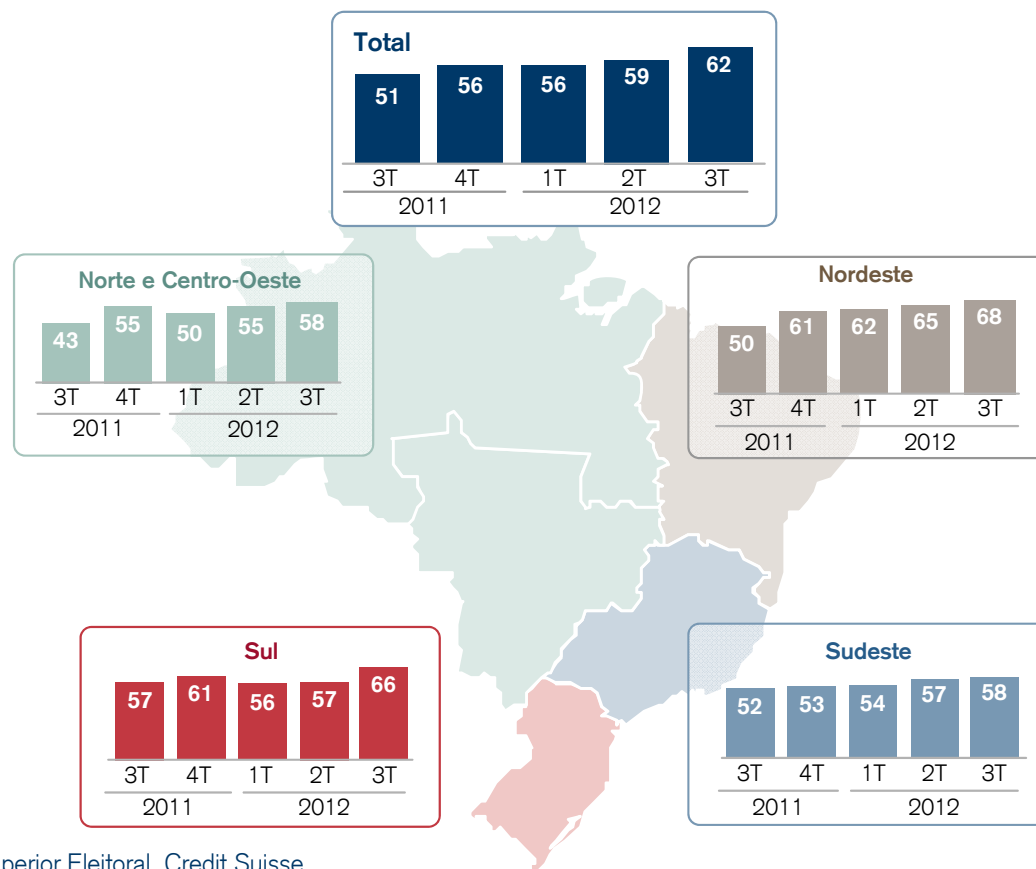
- O índice de aprovação do governo da presidente Dilma Rousseff (avaliação “excelente” ou “boa”) aumentou de 59% no 2T12 para 62% no 3T12.
- A aprovação da presidente Dilma aumentou progressivamente em todas as regiões, sendo mais alta no Nordeste.

Índice de aprovação e resultados das eleições presidenciais
(% dos respondentes e % de votos válidos)



Fonte: CNI/Ibope, Tribunal Superior Eleitoral, Credit Suisse

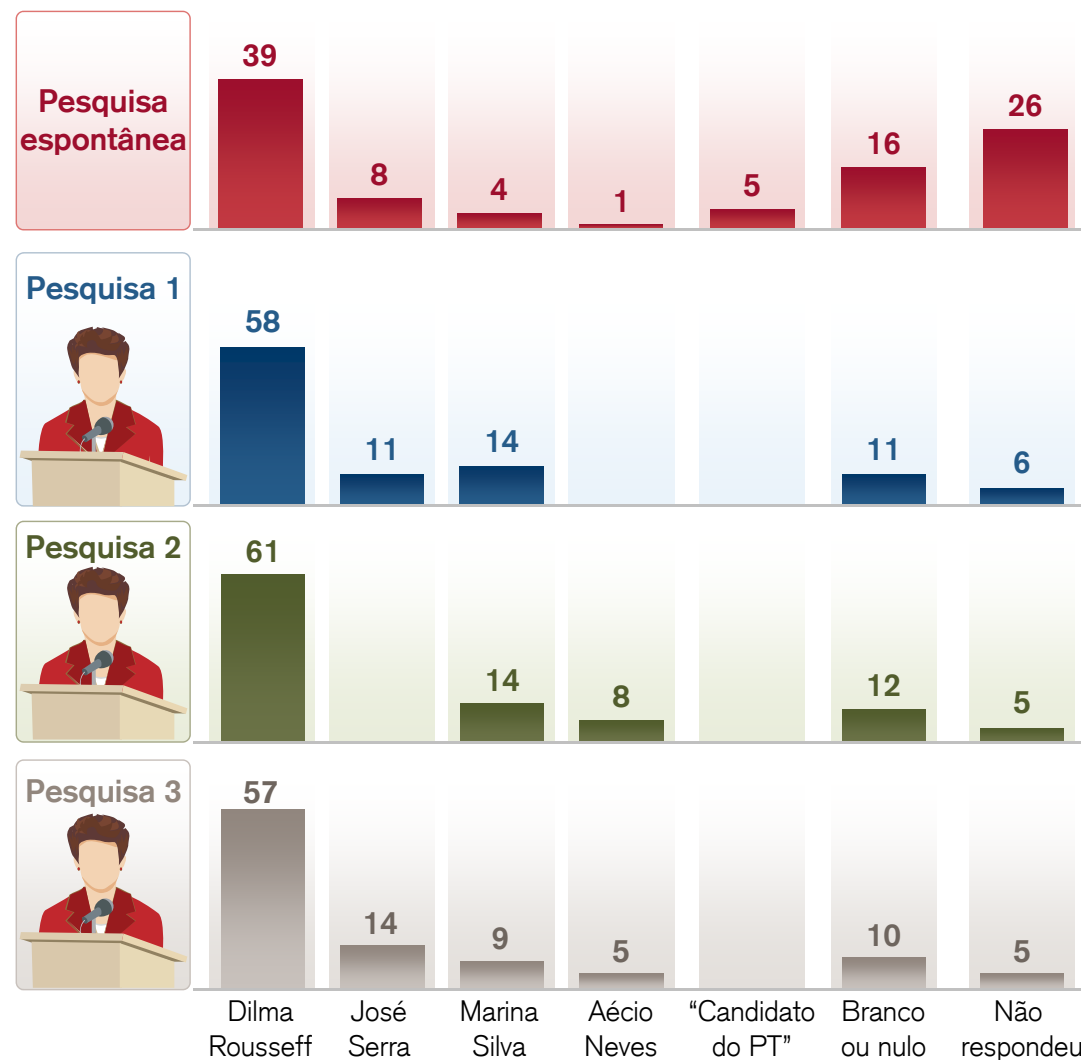
Índice de aprovação do governo Dilma, por região
(% dos respondentes que atribuíram avaliação "boa" ou "excelente")



Hoje, a presidente Dilma é a favorita para as eleições de 2014

- Pesquisas preliminares de intenção de votos ressaltam o favoritismo da presidente Dilma Rousseff, caso busque a reeleição em 2014.
- As intenções de voto na presidente Dilma Rousseff na pesquisa espontânea são ligeiramente inferiores a 40%, valor bastante significativo, dada a antecedência da pesquisa.
- A presidente Dilma Rousseff tem cerca de 60% das intenções de voto nas pesquisas estimuladas, em que uma lista com os nomes dos candidatos é apresentada ao entrevistado. O segundo colocado possui, no máximo, 14% das intenções de votos, qualquer que seja o cenário considerado.
- O percentual de indecisos e de votos nulos ou em branco nessas pesquisas não é muito alto. Isso sugere haver pouco espaço para o crescimento de candidaturas alternativas às propostas na pesquisa.

Pesquisa de intenção de votos para as eleições presidenciais de 2014¹ (% dos entrevistados)



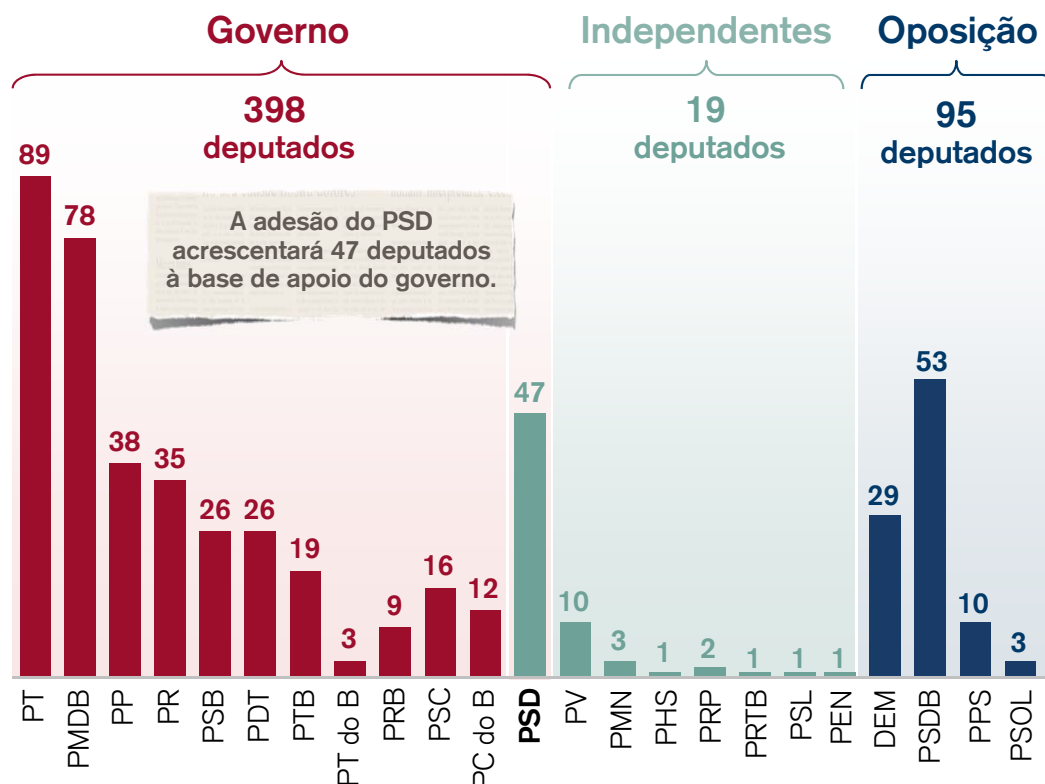
¹ Instituto Análise. Pesquisa Nacional, realizada entre 5 de 10 de julho de 2012.

Fonte: Instituto Análise, Credit Suisse

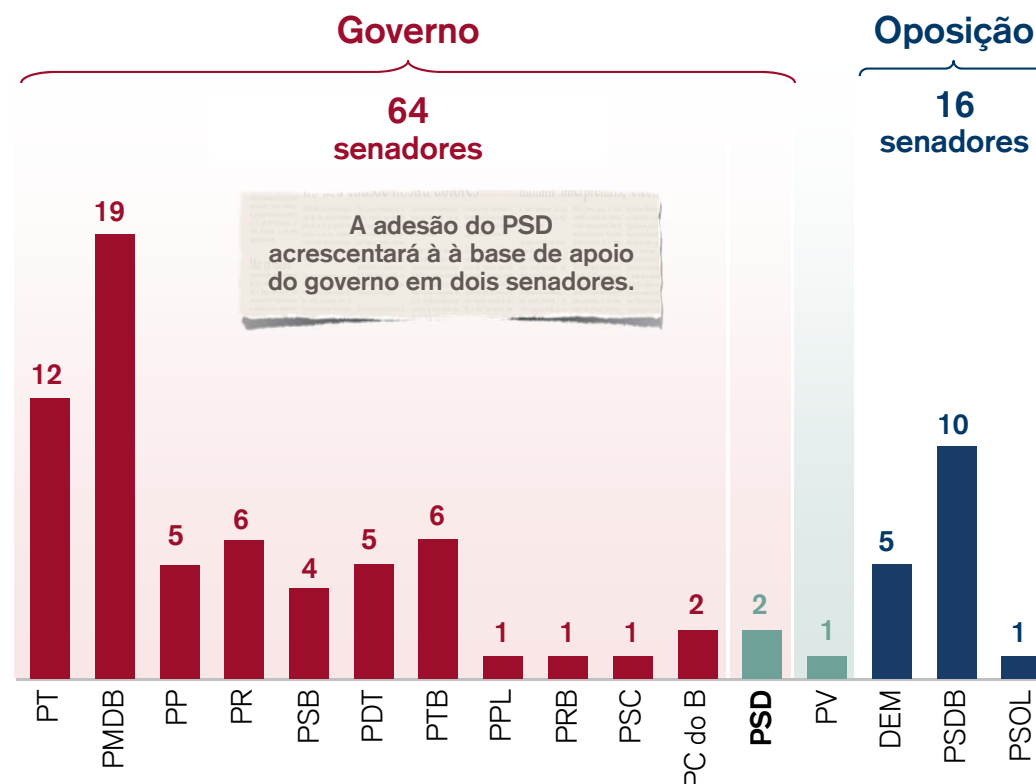
PSD reforçará maioria do governo no Congresso em 2013

- Do total de 513 deputados federais e 81 senadores, 71 e 5, respectivamente, disputaram as eleições municipais em 2012. Desses, foram eleitos 25 deputados e nenhum senador. Assim, a base de apoio do governo na Câmara dos Deputados diminuiu de 356 para 351 deputados, e a oposição aumentou de 92 para 95 deputados. O grupo dos independentes aumentou de 64 para 66 deputados.
- A base de apoio do governo em 2013 será, provavelmente, ampliada com a adesão do PSD, composto por 47 deputados e 2 senadores.

Composição da Câmara dos Deputados¹



Composição do Senado



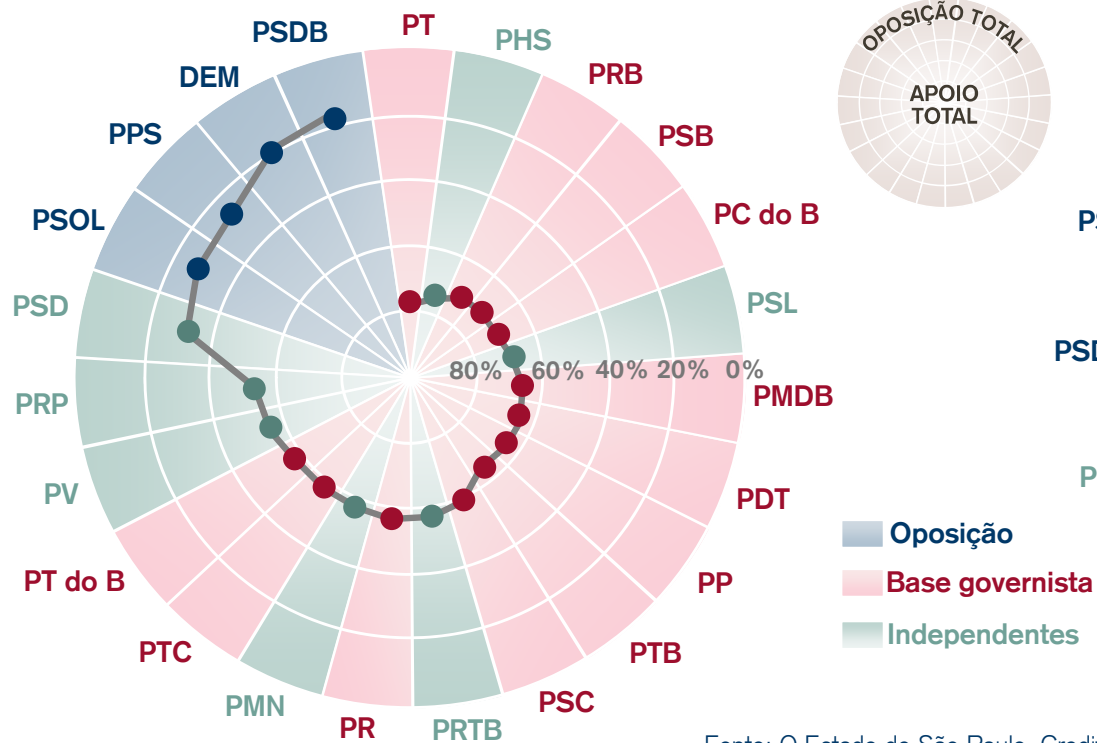
¹ Nossa estimativa considera o resultado das últimas eleições municipais.

Alta adesão dos partidos à orientação do governo nas votações

- Entre 2011 e 2012, os partidos com maior adesão ao governo na Câmara dos Deputados foram o PT (média de 77% das vezes), o PHS (75%) e o PRB (71%). Os partidos com menor adesão às orientações do governo foram: PPS (26%); DEM (19%); e PSDB (18%). O PSB (85%) é o partido que mais tem seguido a orientação governista no Senado, seguido do PT (83%) e do PC do B (76%).
- Mesmo sendo autodenominados independentes, alguns partidos mantêm elevada adesão à base governista.

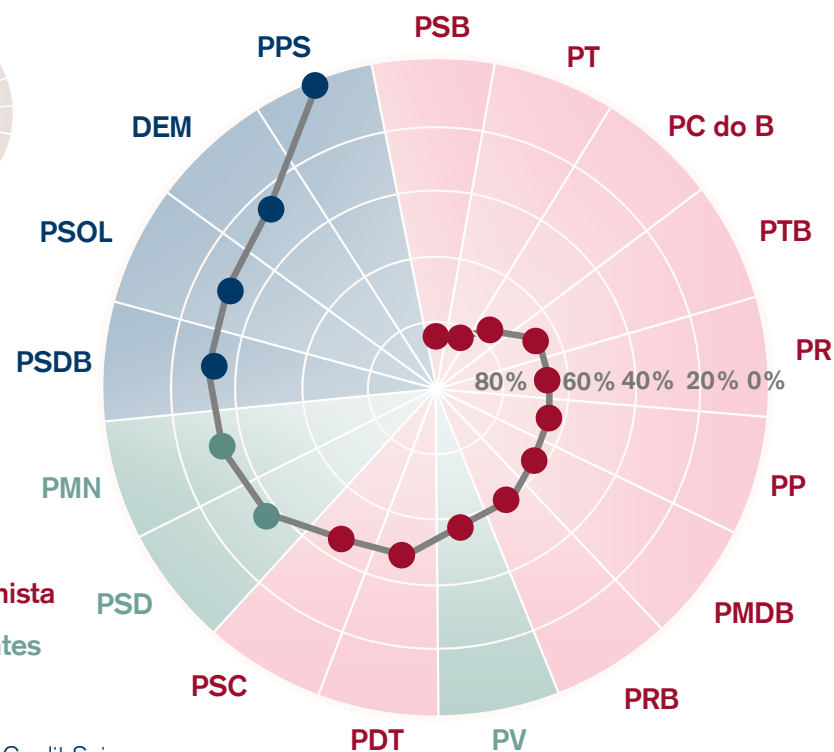
Adesão média dos partidos políticos na Câmara

(% da bancada do partido que votou de acordo com a orientação do governo)



Adesão média dos partidos políticos no Senado

(% da bancada do partido que votou de acordo com a orientação do governo)



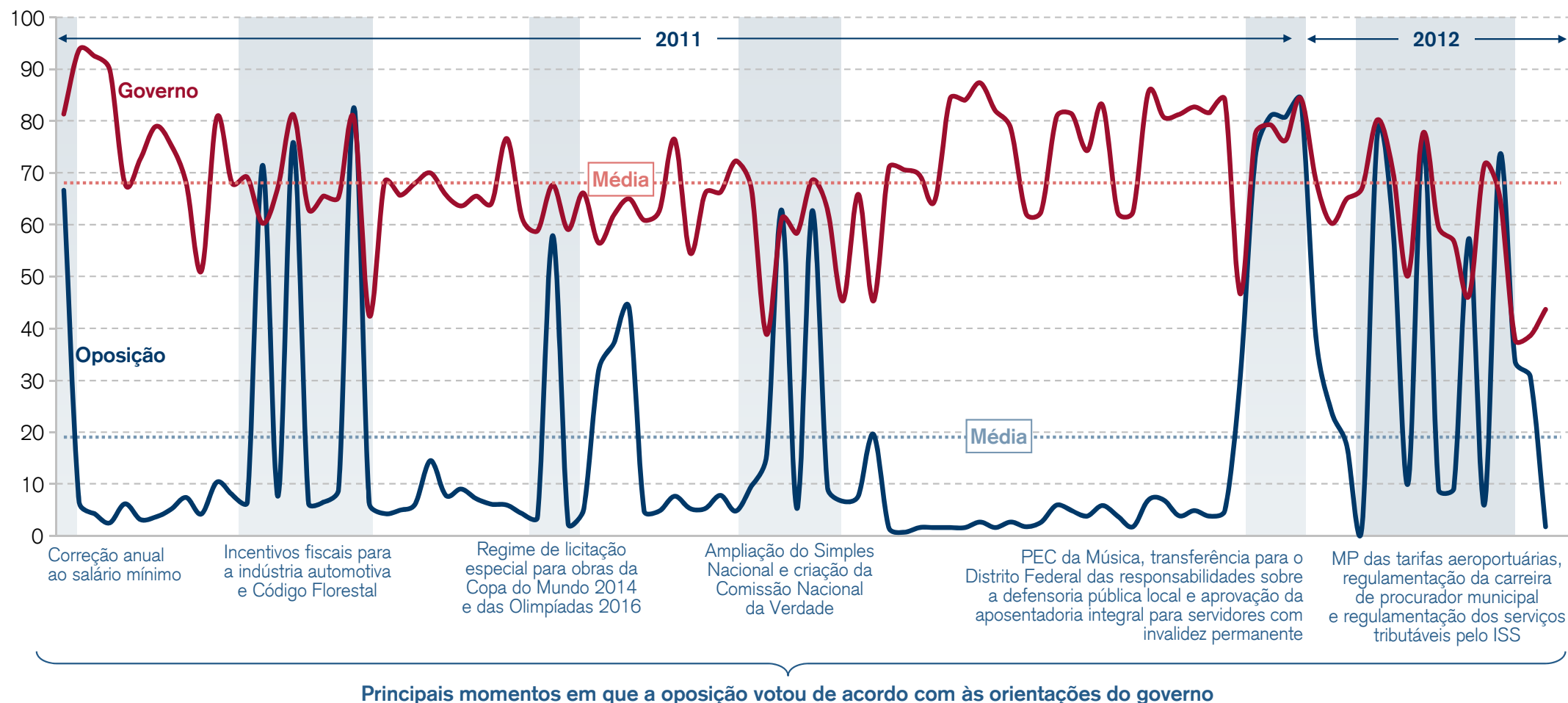
Fonte: O Estado de São Paulo, Credit Suisse

Oposição votou em linha com o governo Dilma em 19% dos casos

- A oposição (PSDB, DEM e PPS) votou de acordo com as orientações do governo federal em 19% dos casos, sendo a maioria composta por matérias de maior apelo social ou teor regulatório.

Adesão média dos grupos de partidos na Câmara

(% da bancada do partido que votou de acordo com a orientação do governo)



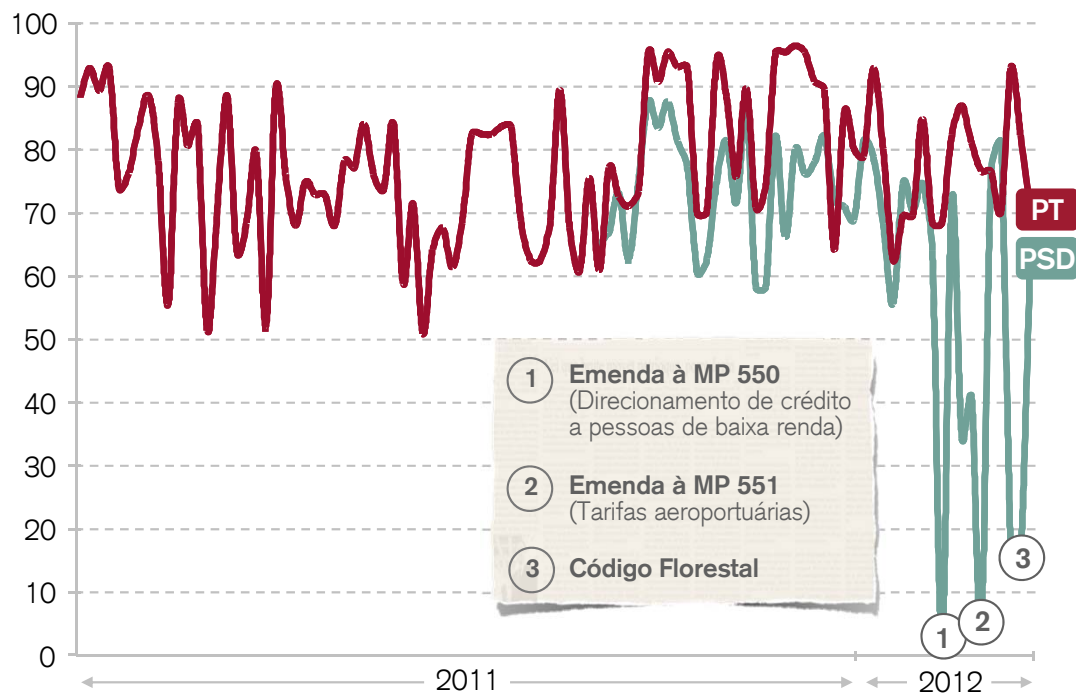
Fonte: O Estado de São Paulo, Credit Suisse

PSD tem votado de acordo com o governo na maioria das matérias

- O PSD apresentou elevada adesão à base governista nas votações de 2012, com exceção de algumas matérias específicas. A participação direta do PSD no governo (e.g., ministérios) tende a reforçar o alinhamento das votações do partido com a orientação da base governista.
- A criação do PSD afetou bastante a distribuição de prefeituras entre os principais partidos políticos. Ao contrário dos principais partidos de oposição, o PT e o PSB não reduziram seus respectivos números de prefeituras após as eleições de 2012.

Adesão do PSD na Câmara dos Deputados

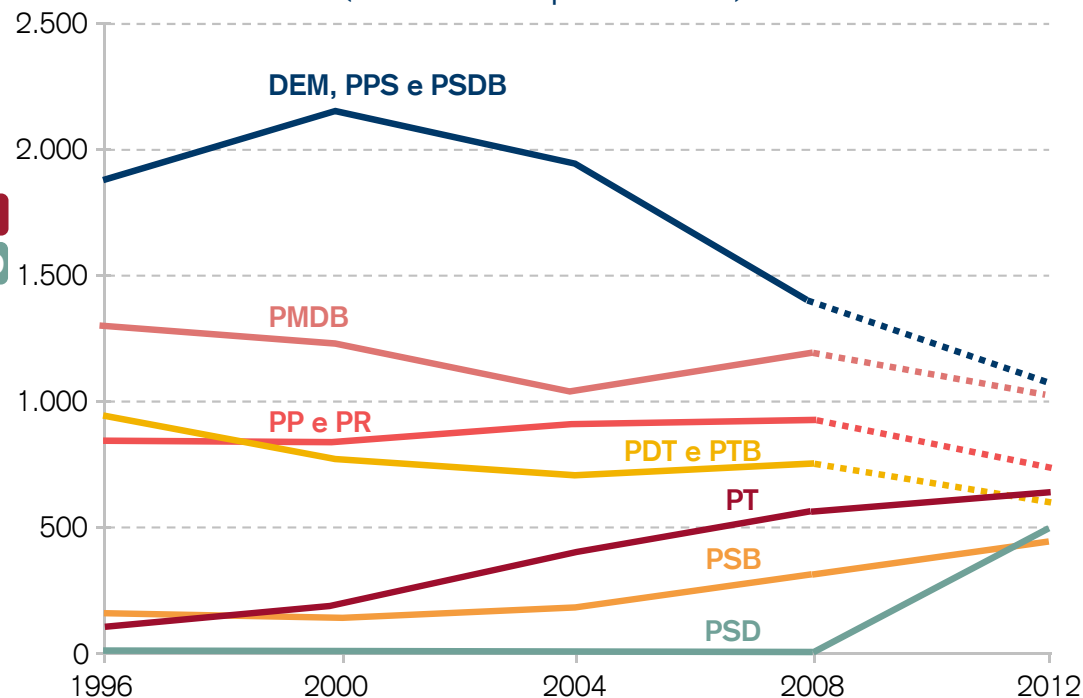
(% da bancada do partido que votou de acordo com a orientação do governo)



Fonte: O Estado de São Paulo, Credit Suisse

Participação dos partidos nas administrações municipais

(número de prefeituras)



Fonte: Ipeadata, Tribunal Superior Eleitoral, Credit Suisse

PMDB, PSDB e PT são os maiores partidos em nível municipal

- PMDB, PSDB e PT são os maiores partidos em nível municipal após as eleições de 2012, com, respectivamente, 1015, 698 e 633 prefeituras.
- O PT tornou-se o principal partido do País na ponderação do total de prefeituras pelas suas respectivas populações ou pelo PIB municipal. No total, 19,8% da população total do País residem em cidades que serão administradas pelo PT a partir de 1º de janeiro, versus 15,8% em 2008. Essas cidades detêm 26,6% do PIB nacional, ante 16,8% em 2008. Parte significativa desse crescimento deve-se à vitória do PT no município de São Paulo (SP).
- O aumento da participação nas prefeituras (ponderada pelo PIB e pela população) dos partidos da base aliada no Congresso ocorreu às expensas de uma redução, principalmente, do DEM.

Distribuição das prefeituras por partido político (% do total, ponderado pelo indicador)

		Ponderado pela população municipal				Ponderado pelo PIB municipal			
		2004	2008	2012	Dif. 08-12	2004	2008	2012	Dif. 08-12
Governo	PT	14,6	15,8	19,8	4,0	15,1	16,8	26,6	9,8
	PMDB	14,0	22,0	16,4	-5,6	13,2	23,2	16,8	-6,4
	PP	5,4	5,9	5,2	-0,7	4,2	5,0	4,6	-0,3
	PR	4,1	4,7	3,3	-1,4	2,8	2,8	2,8	0,0
	PSB	5,0	5,8	11,2	5,3	4,6	4,0	9,2	5,2
	PDT	7,5	6,6	6,5	-0,1	7,9	6,6	7,0	0,4
	PTB	5,6	6,0	3,0	-3,0	4,1	5,3	2,2	-3,1
	Outros	1,5	2,9	3,5	0,6	0,8	1,7	2,3	0,6
	Total	57,7	69,9	68,9	-1,0	52,8	65,4	71,6	6,1
Independentes	PV	1,0	1,7	1,7	0,0	0,9	1,4	1,7	0,4
	PSD	0,0	0,0	6,4	6,4	0,0	0,0	5,0	5,0
	Outros	1,4	0,9	1,4	0,5	0,8	0,4	0,8	0,4
	Total	2,4	2,6	9,4	6,8	1,7	1,8	7,5	5,7
Oposição	DEM	12,7	11,9	4,7	-7,3	12,2	17,7	4,4	-13,3
	PSDB	21,2	13,7	13,6	-0,1	27,2	13,3	13,3	0,0
	PPS	5,8	1,7	2,1	0,4	5,9	1,7	2,4	0,7
	PSOL	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2	0,2
	Total	39,7	27,4	20,7	-6,7	45,4	32,7	20,2	-12,5
Outros	PTC	0,2	0,1	0,7	0,5	0,0	0,1	0,6	0,5
	PTN	0,1	0,1	0,4	0,3	0,0	0,1	0,2	0,1
	Total	0,2	0,2	1,0	0,8	0,1	0,1	0,8	0,6
TOTAL		100	100	100		100	100	100	

Fonte: Ipeadata, Tribunal Superior Eleitoral, Credit Suisse

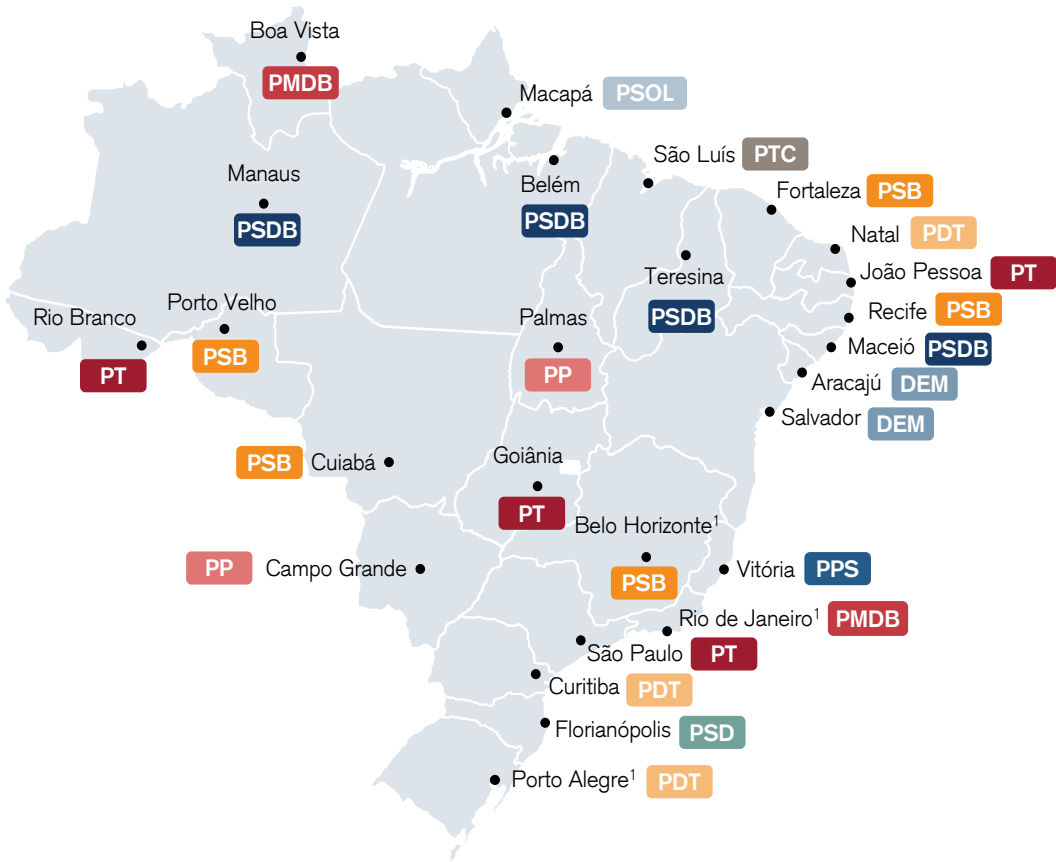
Maior participação dos partidos de oposição nas capitais

- Os principais partidos da base governista, i.e., PT, PMDB e PSB, controlarão as administrações da maioria das capitais com maior peso econômico e político. A oposição obteve algumas vitórias relevantes no Norte e no Nordeste.

Distribuição dos partidos nas capitais em 2013

	Capitais administradas	Eleitores na capital/Estado (%)	% dos eleitores no País	% dos eleitores nas capitais
PT	4	26,7	7,5	32,9
PMDB	2	40,6	3,6	15,7
PP	2	25,7	0,5	2,2
PSB	5	17,4	3,9	17,0
PDT	3	16,2	2,2	9,5
PSD	1	6,9	0,2	1,0
PSDB	4	28,6	2,4	10,5
PPS	1	9,9	0,2	0,8
DEM	2	20,2	1,7	7,3
PSOL	1	57,6	0,2	0,8
PTC	1	15,5	0,5	2,2

Representação partidária nas capitais
(partido do prefeito eleito)



Partido do prefeito eleito nas capitais



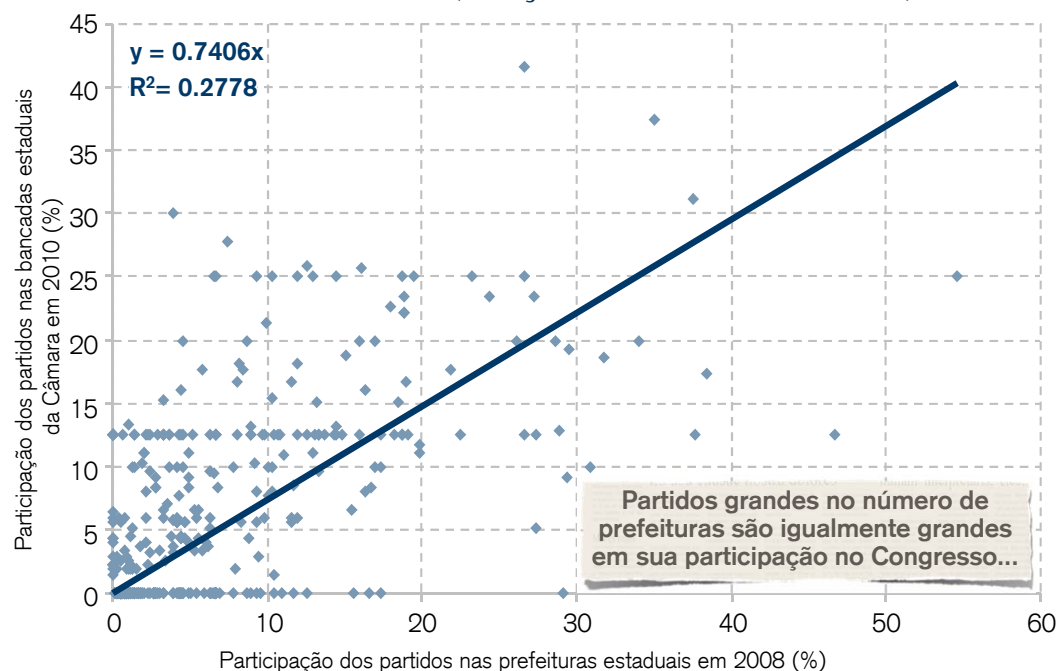
Fonte: Tribunal Superior Eleitoral, Credit Suisse

¹ Atual prefeito foi reeleito.

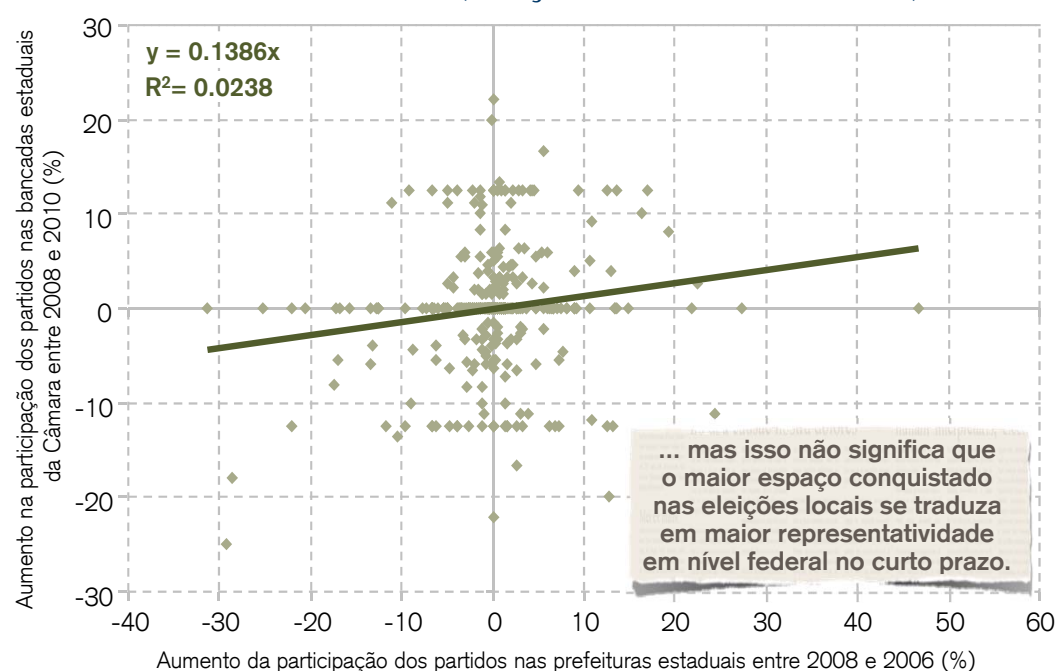
Eleições municipais pouco dizem sobre as tendências dos partidos

- Há uma correlação positiva entre a performance eleitoral local e a performance eleitoral dos partidos nas eleições seguintes para o Congresso Nacional. O exemplo destaca as eleições de 2008 e 2010, mas o mesmo resultado se mantém para pares anteriores de eleições sucessivas.
- A correlação é menos evidente quando se considera o ganho relativo de cada partido nas administrações das prefeituras e o acréscimo na sua participação no Congresso nas eleições seguintes. Portanto, partidos que ganharam espaço nas prefeituras em 2012 não obterão, necessariamente, maior participação no Congresso nas próximas eleições.

Correlação entre a participação dos partidos nas prefeituras dos Estados e na Câmara dos Deputados (eleições de 2008 e 2010)



Correlação entre o aumento da participação dos partidos nas prefeituras dos Estados e na Câmara dos Deputados (eleições de 2008 e 2010)



Fonte: Tribunal Superior Eleitoral, Câmara dos Deputados, Ipeadata, Credit Suisse

Haverá redistribuição ministerial em 2013

- Dos 38 cargos de ministro de Estado ou de secretário com status de ministro, 18 são ocupados por ministros ligados ao PT e 12 são detidos por ministros associados à base de apoio do governo. Os outros nove ministérios são considerados de natureza técnica e não possuem afiliação política.
- A nova composição do gabinete do governo tende a refletir a importância relativa dos partidos da base de apoio do governo, com mais espaço para aqueles que obtiveram mais prefeituras nas eleições municipais, como o PSD e o PSB. O PMDB também tende a ganhar mais espaço nos ministérios.

Distribuição dos partidos nos principais cargos do executivo com status de ministro de estado

PT  ▪ Ciência e Tecnologia ▪ Comunicação ▪ Desenvolvimento Agrário ▪ Combate à Fome ▪ Desenvolvimento e Indústria ▪ Secretaria de Direitos Humanos ▪ Secretaria da Igualdade Racial ▪ Secretaria de Políticas para as Mulheres ▪ Secretaria Geral ▪ Secretaria de Relações Institucionais ▪ Secretaria de Comunicação Institucional ▪ Educação ▪ Fazenda ▪ Justiça ▪ Planejamento ▪ Saúde ▪ Casa Civil ▪ Cultura	PMDB  ▪ Agricultura ▪ Minas e Energia ▪ Previdência Social ▪ Turismo ▪ Secretaria de Assuntos Estratégicos	PSB  ▪ Integração Nacional ▪ Secretaria Especial de Portos	Sem afiliação  ▪ Relações Exteriores ▪ Defesa ▪ Banco Central do Brasil ▪ Secretaria de Segurança Institucional ▪ Controladoria Geral da União ▪ Secretaria da Aviação Civil ▪ Procuradoria Geral ▪ Meio Ambiente
	PDT  ▪ Trabalho e Emprego	PP  ▪ Cidades	
	PR  ▪ Transporte	PRB  ▪ Pesca e Aquicultura	
		PC do B  ▪ Esportes	

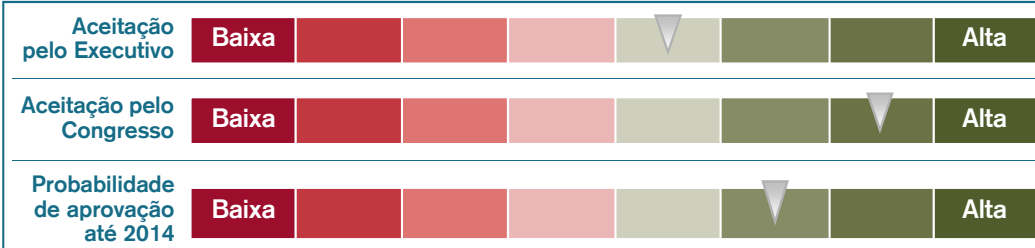
Fonte: Presidência da República, Credit Suisse

Principais pontos

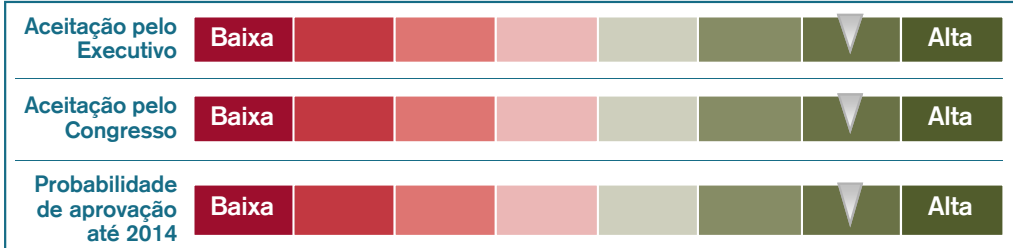
Impacto na economia

Nossa avaliação

- O projeto está no Congresso há muitos anos, e já houve consenso para sua aprovação. O governo argumenta que só aceitará a extinção do fator previdenciário caso o Congresso ofereça uma alternativa razoável.
- A alternativa atual é a regra 85/95, mas alguns setores do movimento sindical não aceitam nenhuma compensação. O governo insiste na idade mínima de 60 anos para a aposentadoria, mesmo sob a nova regra, exigência que seria aplicada somente a futuros entrantes no mercado de trabalho.
- Mudanças na presidência de ambas as casas podem adicionar algum estímulo para votação ou aprovação do projeto em 2013.



- Não há nenhum texto para o projeto de lei. Espera-se que uma proposta formal seja apresentada até o fim de 2013. O enfraquecimento das condições do mercado global afetou o senso de urgência do governo sobre a reforma.
- A intenção do governo federal de aumentar os investimentos no setor exigirá negociações adicionais com o Congresso.
- Apesar de haver consenso sobre a necessidade de mudança do arcabouço regulatório do setor, sua eventual aprovação ocorrerá apenas em 2014.



Medidas que podem ser discutidas em 2013 e 2014 (II)

	Proposta de Emenda Constitucional 300	Mudança no indexador da dívida dos Estados
Principais pontos	- A Proposta de Emenda Constitucional 300 aumenta os salários de policiais e bombeiros e estabelece um piso salarial nacional para esses profissionais. - A proposta inicial aplicava o piso salarial dos policiais e bombeiros do Distrito Federal para todos os Estados. Entretanto, a proposta foi modificada, e o piso salarial nacional será estipulado em uma lei complementar. - A proposta foi aprovada no primeiro turno de votação na Câmara dos Deputados. A aprovação em um segundo turno é necessária para o projeto ser encaminhado para o Senado.	- As discussões sobre a alteração dos índices de reajuste da dívida estadual com o Tesouro tornaram-se recorrentes nos últimos meses, com a maior demanda por investimentos públicos. - A lei no 9.496/1997 estabeleceu condições gerais para o governo federal refinar a dívida pública estadual. A dívida dos Estados foi trocada pela dívida pública do Tesouro, enquanto o Tesouro se tornou credor dos governos estaduais. A dívida dos Estados perante o governo central está normalmente indexada ao IGP-DI mais 6% a.a. - Um projeto de lei (no 5.879/1999), que está no Congresso há anos altera o índice do IGP-DI para o IPCA. A proposta foi aprovada pelo Senado em 2001 e por algumas comissões da Câmara dos Deputados.
Impacto na economia	- As estimativas iniciais do impacto sobre as contas fiscais variam entre R\$ 20 bilhões e R\$ 30 bilhões. Parte desse montante seria custeada pela União com a criação de um fundo de compensações, cujos detalhes não foram discutidos entre o Congresso e o Executivo. - A exclusão do valor de referência para o piso salarial do projeto de lei impede uma estimativa precisa dos custos da proposta. - O impacto fiscal recairá, principalmente, sobre os estados. A grande disparidade salarial entre os estados amplia o apelo popular da proposta.	- A dívida dos Estados perante o Tesouro totalizava R\$ 449 bilhões em julho de 2012 e permanece relativamente estável em 10,5% do PIB. O Estado com a maior participação na dívida total era São Paulo (41% do total), seguido de Minas Gerais (15%), Rio de Janeiro (11%), Rio Grande do Sul (9%) e Goiás (3%). - O menor ônus associado à taxa de juros poderia favorecer os investimentos públicos dos Estados, mas também permitiria expansão das despesas de custeio. - A necessidade de mudança na Lei de Responsabilidade Fiscal pode ser vista pelo mercado como um sinal negativo.
Nossa avaliação	- O governo federal e os governadores são contrários à aprovação da PEC. Porém, as recorrentes greves desses profissionais tendem a pressionar os congressistas a analisar o tema. - A votação pode ser retardada até a decisão sobre o valor do piso salarial e a definição sobre a transferência de recursos para os Estados pelo governo federal. - A probabilidade de aprovação da proposta no curto e no médio prazos diminuiu substancialmente, em função do acordo entre os líderes partidários de que o projeto não será votado sem discussões adicionais.	- O Congresso discutirá a redistribuição da arrecadação entre os estados em 2013. Nesse contexto, a redução do ônus referente aos juros se tornaria mais provável, pois compensaria parte dos prejuízos das alterações da arrecadação e dos repasses. - Há amplo consenso de que o atual indexador da dívida dos estados é alto quando comparado com o custo médio da dívida pública do Tesouro. Aparentemente, o Poder Executivo aceitaria trocar o indexador para reajuste da dívida pela Selic. - O forte declínio da taxa Selic aumentou bastante o apelo político do projeto. O governo federal pode utilizar sua aprovação para negociar concessões dos Estados em um contexto de uma reforma, por exemplo, das regras do ICMS.
	Aceitação pelo Executivo Baixa ▼ Alta Aceitação pelo Congresso Baixa ▼ Alta Probabilidade de aprovação até 2014 Baixa ▼ Alta	Aceitação pelo Executivo Baixa ▼ Alta Aceitação pelo Congresso Baixa ▼ Alta Probabilidade de aprovação até 2014 Baixa ▼ Alta

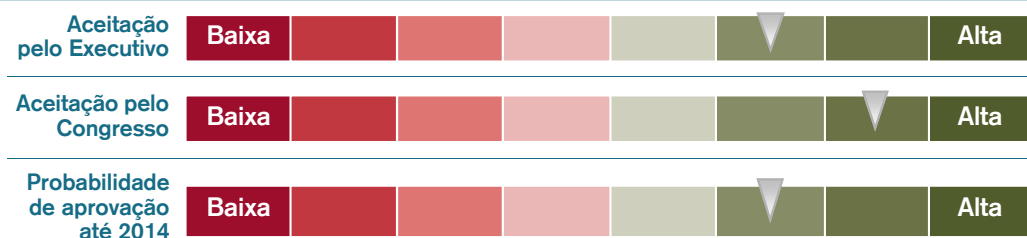
Fonte: Credit Suisse

Principais pontos

Impacto na economia

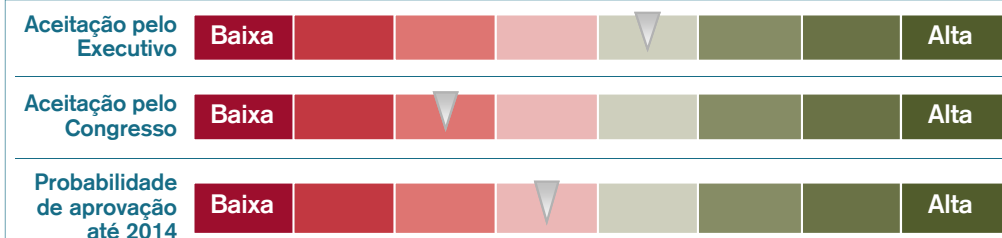
Nossa avaliação

- A questão é técnica e depende da evolução das análises ora em curso conduzidas pelo executivo.
- O Congresso apoiaria, provavelmente, a mudança, sobretudo se acompanhada de redução da carga tributária efetiva.
- Diante do conjunto de desonerações tributárias em vigor, é provável que o governo postergue a proposta para 2014. Nesse caso, haveria maior certeza sobre o espaço fiscal disponível.



Regulamentação sobre o direito de greve dos servidores públicos

- Por ser uma proposta da oposição, é provável que o executivo envie uma proposta própria sobre o tema para ser discutida no Congresso. Essa alternativa está, supostamente, sendo elaborada no Ministério do Trabalho.
- Qualquer iniciativa de regulamentação enfrenta forte oposição do movimento sindical e dos partidos de esquerda, com alta influência na base de apoio político do governo.
- Por esse motivo, atribuímos uma baixa probabilidade de aprovação de qualquer matéria que regule o tema nos próximos trimestres.

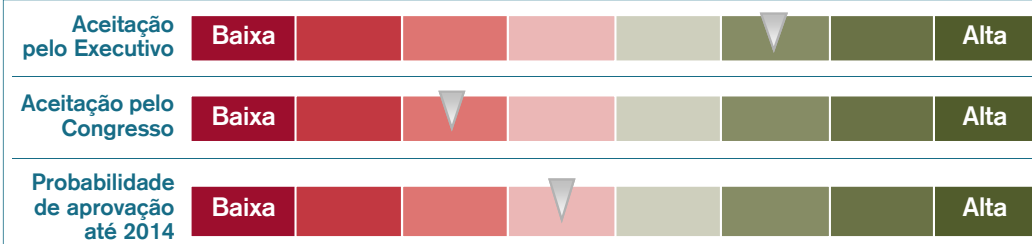


Principais pontos

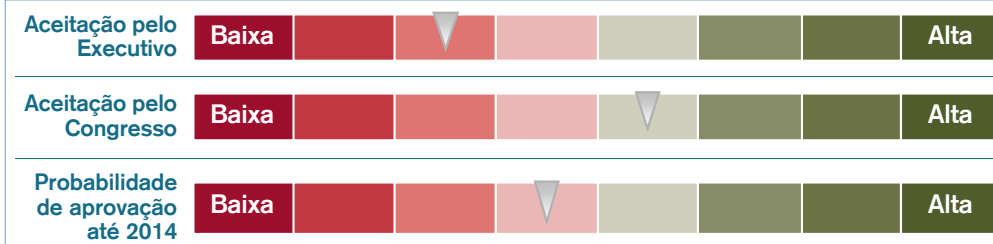
Impacto na economia

Nossa avaliação

- A alteração da alíquota interestadual do ICMS tem sido um dos principais obstáculos para a aprovação de reformas tributárias anteriores. As mudanças requerem uma aprovação quase unânime dos Estados.
A redistribuição das receitas entre os Estados produtores e consumidores cria posições antagônicas de difícil resolução.
- É possível que a proposta crie um fundo de desenvolvimento regional com recursos da União para minimizar perdas tributárias de alguns Estados. A renegociação dos Estados com a União e a redefinição dos critérios do Fundo de Participação dos Estados (FPE) podem ser incluídas nas negociações. Se for o caso, as mudanças na legislação seriam relativamente complexas.
- A mudança das alíquotas requer a aprovação de uma Lei Complementar (maioria qualificada).



- A iniciativa de regulamentação do acesso de estrangeiros a terras brasileiras é da Câmara dos Deputados. Até o momento, o Executivo não se posicionou sobre o tema, o que reduz muito as chances de aprovação da matéria.
- O cenário mais provável é que o Executivo submeta um projeto de lei similar por Medida Provisória, substituindo o PL 2.289/2007, que foi submetido sem apoio do PT.
- A possibilidade de aprovação nos próximos trimestres é baixa. As discussões ainda estão em fase preliminar e tendem a se estender por prazo prolongado.



CREDIT SUISSE

Riscos



Riscos negativos para o cenário econômico em 2013 e 2014



Risco de manutenção do baixo crescimento doméstico e depreciação cambial expressiva

- O crescimento da China desacelera de forma significativa, reduzindo bastante os preços de commodities e o superávit comercial do Brasil. A elevação da aversão ao risco conduz à depreciação cambial, à desaceleração da atividade e ao recuo da inflação. A redução das remessas de lucros e dividendos evita uma alta significativa do déficit em transações correntes.
- A incerteza sobre a resolução dos problemas na Área do Euro permanece elevada. O maior risco continua sendo o de alguns países-membros abandonarem os programas de ajuste fiscal, comprovando a dificuldade de reduzir os gastos públicos em um contexto de baixa expansão ou mesmo contração da atividade. Esse cenário seria desfavorável para o Brasil, com a elevada incerteza desestimulando os investimentos e impedindo a retomada econômica.
- A retirada de estímulos fiscais nos EUA desacelera a atividade ainda mais no país e reduz o crescimento global. Isso diminui a confiança dos empresários no Brasil e impede a recuperação dos investimentos. Consequentemente, o crescimento no Brasil permanece baixo.



Risco de forte elevação da inflação

- Condições climáticas desfavoráveis reduzem a oferta de commodities agrícolas, elevando muito os seus preços. A inflação ao consumidor aumenta significativamente, superando o limite superior do intervalo de tolerância da meta. O Banco Central inicia um processo de aperto monetário gradual.

Riscos positivos para o cenário econômico em 2013 e 2014



Risco de forte aceleração do crescimento doméstico e apreciação da taxa de câmbio

- Os países-membros da Área do Euro implementam programas de ajuste críveis, com forte coordenação das políticas fiscais. Esses programas são considerados suficientes para garantir a redução da dívida pública, diminuindo os prêmios de risco dos títulos soberanos dos países periféricos. Esse cenário é compatível com a aceleração da atividade global. No Brasil, há forte retomada dos investimentos e, conseqüentemente, do PIB. A maior liquidez nos mercados favorece a alta dos influxos de investimentos estrangeiros e desembolsos de longo prazo. Em um ambiente de forte expansão da produção industrial doméstica, a taxa de câmbio aprecia. O governo e o Banco Central promovem novas medidas de restrição ao influxo de capitais no País.
- O governo da China estimula a economia, acelerando bastante o crescimento em 2013. Esse cenário favorece a forte retomada dos investimentos e do crescimento do PIB no Brasil em 2013. Apesar do aumento dos preços de commodities, a inflação não acelera de forma expressiva, pois a apreciação cambial compensa parte do impacto do aumento dos preços das commodities.



Risco de redução da inflação doméstica

- Um choque favorável de oferta no setor de commodities agrícolas reduz seus preços e, conseqüentemente, diminui a inflação IPCA.
- A inflação IPCA recua em função de desonerações tributárias nas tarifas de telefonia e na cesta básica e do forte repasse para o consumidor da redução dos custos da energia elétrica na indústria.

A economia brasileira em números



Brasil em números: atividade econômica

		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Atividade Econômica														
População (milhões de pessoas)		176,3	178,7	181,1	183,4	185,6	187,6	189,6	191,5	193,3	194,9	196,5	198,0	199,5
PIB nominal (R\$ bi)		1,478	1,700	1,941	2,147	2,369	2,661	3,032	3,239	3,770	4,143	4,420	4,850	5,355
PIB nominal (US\$ bi)		504	554	664	882	1,089	1,367	1,651	1,598	2,090	2,474	2,255	2,290	2,490
Crescimento real do PIB (%)		2,7	1,1	5,7	3,2	4,0	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	1,0	4,0	4,5
Oferta	Agropecuária (%)	6,6	5,8	2,3	0,3	4,8	4,8	6,3	-3,1	6,3	3,9	-1,6	4,1	3,0
	Indústria (%)	2,1	1,3	7,9	2,1	2,2	5,3	4,1	-5,6	10,4	1,6	-0,4	3,6	4,4
	Serviços (%)	3,2	0,8	5,0	3,7	4,2	6,1	4,9	2,1	5,5	2,7	1,7	3,6	4,0
Demanda	Consumo das famílias (%)	1,9	-0,8	3,8	4,5	5,2	6,1	5,7	4,4	6,9	4,1	2,9	4,3	4,8
	Consumo do governo (%)	4,7	1,2	4,1	2,3	2,6	5,1	3,2	3,1	4,2	1,9	3,2	2,7	3,4
	Formação bruta de capital fixo (%)	-5,2	-4,6	9,1	3,6	9,8	13,9	13,6	-6,7	21,3	4,7	-3,6	6,5	7,5
	Exportações (%)	7,4	10,4	15,3	9,3	5,0	6,2	0,5	-9,1	11,5	4,5	0,8	3,5	7,0
	Importações (%)	-11,8	-1,6	13,3	8,5	18,4	19,9	15,4	-7,6	35,8	9,7	0,9	8,5	10,5
Investimentos (% do PIB)		16,4	15,3	16,1	15,9	16,4	17,4	19,1	18,1	19,5	19,3	18,2	18,3	18,6
Taxa de desemprego média anual (%) ¹		11,7	12,4	11,5	9,9	10,0	9,3	7,9	8,1	6,7	6,0	5,5	4,8	4,2
Rendimento habitual (%)		-	-	-1,3	1,5	4,0	3,2	3,4	3,2	3,8	2,7	4,0	3,0	3,0
População ocupada (%)		-	-	2,9	2,6	1,9	2,6	3,4	0,7	3,5	2,1	1,9	2,2	2,0
Massa salarial (%)		-	-	1,5	4,5	5,6	4,9	7,5	4,0	7,5	4,8	6,0	5,3	5,1
Crédito bancário (% , ante o ano anterior)		14,3	8,8	19,2	21,7	20,7	27,8	31,1	15,2	20,6	19,0	16,2	19,4	16,4
Pessoas físicas (% , ante o ano anterior)		8,0	10,3	30,9	34,1	24,5	32,6	25,7	22,7	24,1	21,1	18,5	22,5	18,8
Pessoas jurídicas (% , ante o ano anterior)		17,1	8,2	14,3	15,7	18,5	24,9	34,5	10,8	18,4	17,5	14,6	17,2	14,6
Crédito bancário (% do PIB)		26,0	24,6	25,7	28,3	30,9	35,2	40,5	43,7	45,2	49,0	53,4	58,1	61,2
Crédito livre (% do PIB)		16,3	15,0	16,4	18,8	21,0	24,8	28,7	29,5	29,6	31,3	33,7	36,2	37,8
Crédito direcionado (% do PIB)		9,8	9,6	9,3	9,5	9,9	10,3	11,7	14,2	15,6	17,5	19,7	21,8	23,5
Inadimplência (% do crédito livre)		4,0	4,2	3,6	4,2	5,0	4,3	4,4	5,5	4,5	5,5	5,8	5,2	4,9

¹ Nas regiões metropolitanas, medida pela Pesquisa Mensal do Emprego.

Fonte: IBGE, Banco Central, Credit Suisse

Brasil em números: inflação, políticas fiscal e monetária

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Inflação, câmbio e juros													
Inflação IPCA (%)	12,5	9,3	7,6	5,7	3,1	4,5	5,9	4,3	5,9	6,5	5,4	5,0	5,5
Alimentação no domicílio (%)	21,6	6,7	2,6	0,6	-0,1	12,4	10,7	0,9	10,7	5,4	8,9	4,9	5,0
Bens industriais (%)	10,6	7,2	9,9	4,3	1,5	2,1	4,1	3,0	3,5	3,6	1,3	3,1	4,0
Serviços (%)	7,5	7,7	7,1	7,3	5,2	5,6	7,3	6,8	7,8	9,7	8,6	8,2	7,5
Preços monitorados (%)	13,6	14,1	9,2	8,4	4,5	1,5	3,5	4,5	3,2	5,6	3,2	2,5	4,5
Inflação IGP-DI (%)	26,4	7,7	12,1	1,2	3,8	7,9	9,1	-1,4	11,3	5,0	7,5	5,0	4,5
Taxa de câmbio fim de período (R\$/US\$)	3,5	2,9	2,7	2,3	2,1	1,8	2,3	1,7	1,7	1,9	2,10	2,10	2,20
Taxa de câmbio média (R\$/US\$)	2,9	3,1	2,9	2,4	2,2	1,9	1,8	2,0	1,8	1,7	1,96	2,10	2,15
Taxa de juros meta Selic fim de período (%)	25,0	16,5	17,8	18,0	13,3	11,3	13,8	8,8	10,8	11,0	7,25	7,25	7,25
Taxa de juros Selic média (%)	19,1	23,2	16,2	19,1	15,3	12,0	12,4	10,0	9,8	11,7	8,52	7,25	7,25
Política Fiscal													
Resultado nominal (% do PIB)	-4,4	-5,2	-2,9	-3,6	-3,6	-2,8	-2,0	-3,3	-2,5	-2,6	-2,4	-2,1	-1,6
Resultado primário (% do PIB)	3,2	3,3	3,7	3,8	3,2	3,3	3,4	2,0	2,7	3,1	2,4	2,3	2,4
Receitas do Governo Central (% do PIB)	21,7	21,0	21,6	22,7	22,9	23,3	23,6	22,8	22,7	24,2	24,4	24,7	25,3
Despesas primárias do Governo Central (% do PIB)	15,7	15,1	15,6	16,4	17,0	17,1	16,4	17,7	17,4	17,5	18,1	18,4	19,1
Dívida bruta do governo geral (% do PIB)	67,3	61,7	56,7	56,7	56,4	58,0	57,4	60,9	53,4	54,2	57,7	56,5	55,0
Dívida líquida do setor público (% do PIB)	60,6	55,0	50,6	48,2	47,3	45,5	38,6	42,1	39,2	36,4	35,3	33,8	32,0

Fonte: IBGE, Banco Central, Tesouro Nacional, Credit Suisse

Brasil em números: setor externo

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Balanço de pagamentos													
Transações correntes (US\$ bi)	-7,6	4,2	11,7	14,0	13,6	1,6	-28,2	-24,3	-47,3	-52,5	-51,0	-62,0	-66,0
Transações correntes (% do PIB)	-1,5	0,8	1,8	1,6	1,3	0,1	-1,7	-1,5	-2,2	-2,1	-2,3	-2,7	-2,6
Balança comercial (US\$ bi)	13	25	34	45	46	40	25	25	20	30	21	18	20
Exportações de bens (US\$ bi)	60	73	96	118	138	161	198	153	202	256	246	255	260
Importações de bens (US\$ bi)	-47	-48	-63	-74	-91	-121	-173	-128	-182	-226	-225	-237	-240
Serviços e renda (US\$ bi)	-23,1	-23,5	-25,2	-34,3	-37,1	-42,5	-57,3	-52,9	-70,3	-85,3	-75,0	-83,0	-89,0
Remessas de lucros e dividendos (US\$ bi)	-5,2	-5,6	-7,3	-12,7	-16,4	-22,4	-33,9	-25,2	-30,4	-38,2	-25,0	-30,0	-33,0
Viagens internacionais e aluguel de equip. (US\$ bi)	-2,1	-2,1	-1,8	-5,0	-6,3	-9,0	-13,0	-15,0	-24,5	-31,4	-33,3	-36,0	-38,4
Juros líquidos (US\$ bi)	-13,1	-13,0	-13,4	-13,5	-11,3	-7,3	-7,2	-9,1	-9,6	-9,7	-11,4	-12,2	-13,0
Investimentos diretos de estrangeiros (US\$ bi)	16,6	10,1	18,1	15,1	18,8	34,6	45,1	25,9	48,5	66,7	64,0	70,0	75,0
Investimentos estrangeiros em carteira (US\$ bi)	1,8	3,2	2,2	7,1	18,8	46,7	7,7	47,1	52,3	7,1	11,0	20,0	23,0
Ações (US\$ bi)	2,0	3,0	2,1	6,5	7,7	26,2	-7,6	37,1	37,7	7,2	5,0	13,0	15,0
Renda fixa (US\$)	-0,2	0,3	0,1	0,7	11,0	20,5	15,3	10,1	14,6	-0,1	6,0	7,0	8,0
Desembolsos de médio e longo prazos (US\$ bi)	-11,1	-3,2	-11,3	-3,2	0,7	-2,2	8,8	6,8	29,3	47,1	14,0	24,0	28,0
Desembolsos (US\$ bi)	17,3	21,9	19,4	27,8	43,1	34,4	29,4	33,1	60,5	82,0	53,3	68,0	75,0
Amortizações (US\$ bi)	-28,4	-25,1	-30,7	-31,0	-42,3	-36,6	-20,6	-26,3	-31,2	-34,9	-39,3	-44,0	-47,0
Dívida externa e reservas internacionais													
Dívida externa (US\$ bi)	211	215	201	170	173	193	198	198	257	297	308	320	335
Pública (US\$ bi)	110	120	115	86	84	96	104	77	83	102	79	68	56
Privada (US\$ bi)	100	95	87	84	88	98	94	121	174	195	229	252	279
Dívida externa (% do PIB)	42	39	30	19	16	14	12	12	12	12	14	14	13
Dívida externa / Exportações de bens (%)	349	294	209	143	125	120	100	130	127	116	125	126	129
Reservas internacionais brutas (US\$ bi)	38	49	53	54	86	180	194	239	289	352	380	415	455
Reservas internacionais brutas/ Dívida externa (%)	18	23	26	32	50	93	98	120	112	115	123	130	136

Fonte: Banco Central, Credit Suisse