



Brasil 2009/10
Reversão do ciclo de crescimento em
função da crise global

Dezembro 2008

Índice

▪ Sumário	5
▪ Cenário Global	9
▪ Cenário Brasil	33
⇒ Setor Externo	35
⇒ Atividade Econômica	57
⇒ Inflação	87
⇒ Política Monetária	113
⇒ Política Fiscal	131
⇒ Política	149
▪ Riscos	153
▪ A economia brasileira em números	157



Sumário

Maior incerteza sobre a economia global nos próximos anos

- Incerteza sobre a construção dos cenários é a maior em muitos anos, tanto na economia global quanto na economia doméstica. Ampliação da crise originada no mercado imobiliário americano para todo o setor financeiro eleva o risco de crise mais aguda e prolongada. Impactos sobre o sistema bancário tendem a resultar em forte restrição do crédito por um longo período. Incerteza sobre a extensão da recessão nas economias desenvolvidas continuará por alguns trimestres.
- Menores influxos comerciais e financeiros nos países emergentes elevam expressivamente os riscos de crises do balanço de pagamentos em algumas economias. Crescimento nas economias emergentes recuará fortemente, pois os mercados domésticos não serão suficientes para compensar integralmente o menor crescimento da demanda global. Magnitude e extensão da desaceleração dependerão do grau de dependência desses países em relação às economias desenvolvidas.
- Fluxos de divisas para o Brasil nos segmentos comercial e financeiro tendem a diminuir. Porém, a magnitude e a duração dessa contração não são claras. Propagação da crise externa e os efeitos da contração na oferta de crédito doméstico tornam bastante incerta a dimensão da desaceleração do crescimento econômico no País.

Risco de recessão na economia brasileira é significativo

- Déficit em transações correntes não aumentará em 2009 em função da expressiva diminuição das remessas de lucros e dividendos, mesmo com a redução do superávit comercial nos próximos trimestres. Fluxos financeiros recuarão substancialmente, com destaque para investimentos estrangeiros diretos. As vendas de dólares das reservas internacionais no mercado local serão mantidas para equilibrar o balanço de pagamentos, sem que haja depreciação cambial muito expressiva nos primeiros meses do ano. Reservas internacionais não aumentarão pela primeira vez desde 2002. Assumimos estabilidade da taxa de câmbio no nosso cenário base. Apesar de o risco de crise no balanço de pagamentos ser muito baixo, é alta a probabilidade de a volatilidade da taxa de câmbio permanecer elevada.
- Em conjunto com os efeitos da crise externa, a contração de crédito no mercado doméstico resultará em forte desaceleração do crescimento do PIB a partir do 4T08 e, sobretudo, no 1S09. Forte redução da expansão da demanda doméstica privada promoverá desaceleração expressiva do crescimento econômico, resultando na interrupção do mais longo ciclo de crescimento do País desde a década de 70. Ao contrário de crises passadas, não haverá necessidade de contração do consumo do governo, o que tende a elevar sua contribuição relativa para o crescimento. Setor externo contribuirá menos negativamente do que em 2008 para o desempenho da economia, em função da redução das importações. Risco de recessão na economia brasileira é elevado e dependerá de quão extensas serão a crise externa e a contração do crédito.

Redução da inflação e dos juros nos próximos anos

- Inflação ao consumidor aumentará no início de 2009, em função da depreciação cambial recente. Esgotamento do repasse da depreciação cambial e a forte desaceleração da atividade na margem contribuirão para reduzir a inflação a partir do 2T09. Inflação IPCA em 2009 será inferior à inflação de 2008, convergindo para o centro da meta em 2010.
- Ciclo de afrouxamento monetário será retomado em 2009, como resultado da forte redução do crescimento da demanda doméstica, que contribuirá para melhora do balanço de riscos para a inflação, apesar dos riscos associados ao repasse da depreciação cambial.
- Superávit primário em 2009 e 2010 será menor do que em 2008. Mesmo assim, a dívida líquida pública permanecerá abaixo da observada em 2007. Ao contrário das crises passadas, não há necessidade de contenção dos gastos públicos e, portanto, as despesas discricionárias continuarão em alta. Caso as receitas se desacelerem expressivamente, o governo pode optar pela redução do superávit primário em favor da manutenção dos investimentos. Mesmo nesse cenário, os riscos para a trajetória de longo prazo da dívida líquida/PIB são baixos.
- Aprovação popular ao governo do presidente Lula recuará como resultado da desaceleração da atividade, do aumento do desemprego e da diminuição do rendimento real. Apesar da redução, a popularidade do presidente permanecerá elevada e o atual governo manterá as chances de eleição do sucessor em 2010.



Cenário global

Forte desaceleração do crescimento global em 2009/10

- Crescimento do PIB mundial recuará de 3,6% em 2008 para 1,5% em 2009, com elevada probabilidade de desaceleração mais expressiva.
- Esperamos recessão nas maiores economias desenvolvidas (EUA, Europa e Japão) e forte desaceleração nas economias emergentes.

Contribuição para o crescimento do PIB global (pontos percentuais – p.p.)

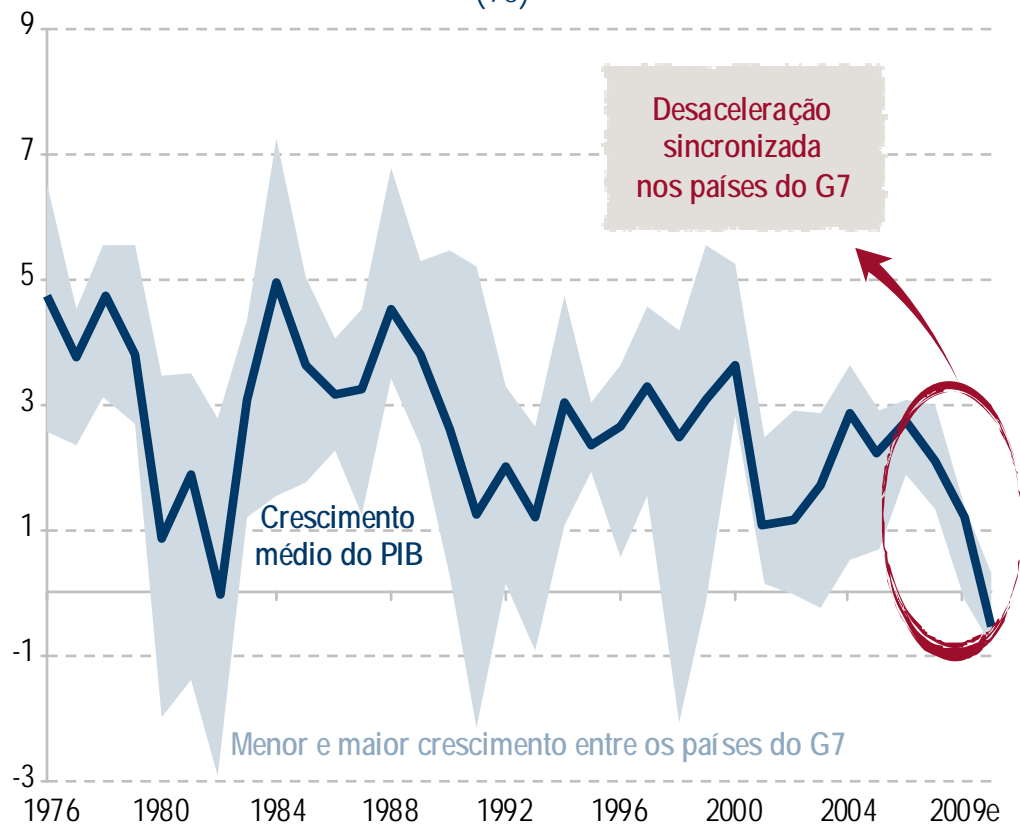
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	Peso (% do total)
Global	2,5	3,3	4,6	2,1	2,7	3,6	4,8	4,4	5,0	4,9	3,6	1,5	
EUA	1,0	1,0	0,9	0,2	0,4	0,6	0,8	0,7	0,6	0,4	0,3	-0,1	21,4
Japão	-0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	6,6
Europa	0,7	0,6	0,8	0,4	0,2	0,2	0,5	0,4	0,6	0,6	0,2	-0,2	16,1
Ásia ex-Japão	0,4	1,1	1,2	0,9	1,2	1,4	1,6	1,7	1,9	2,0	1,6	1,2	22,2
China	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	1,1	1,2	1,0	0,9	10,8
Índia	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	4,6
América Latina	0,2	0,0	0,3	0,0	0,0	0,2	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	7,6
Brasil	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	2,8
Outros	0,4	0,6	1,1	0,6	0,9	1,1	1,3	1,1	1,2	1,3	1,1	0,5	26,1

Fonte: © Datastream International Limited ALL RIGHTS RESERVED, Credit Suisse

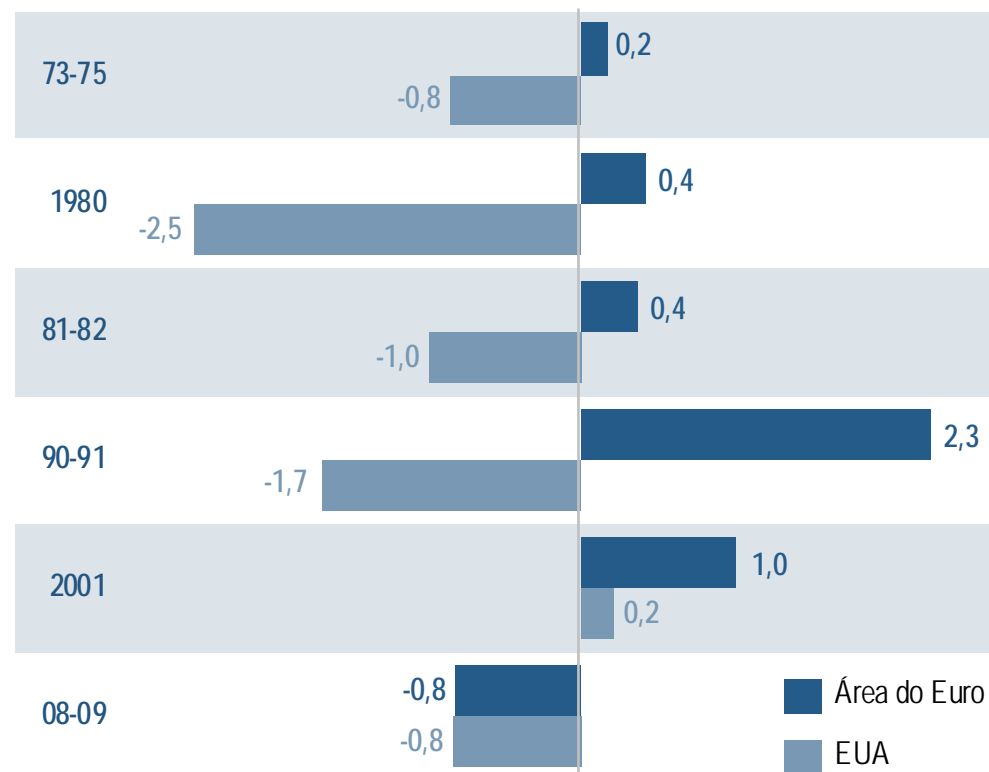
Recessão sincronizada nas economias desenvolvidas

- As economias desenvolvidas (G7) apresentam uma recessão sincronizada. Diferença entre a maior e a menor taxa de crescimento nos países do grupo é a menor desde 2006. A recessão nos EUA foi acompanhada por recessão na Europa, ao contrário do ocorrido nos episódios anteriores.

Dispersão e crescimento nos países do G7 (%)



Crescimento médio do PIB nos EUA e na Europa durante os períodos de recessão nos EUA (%)



Fonte: © Datastream International Limited ALL RIGHTS RESERVED, Credit Suisse

Baixo crescimento da economia americana em 2008/09



- Recessão nos EUA foi motivada, principalmente, pela forte retração do crédito, com impacto sobre a expansão dos investimentos e do consumo das famílias. Expansão fiscal é um risco favorável para o crescimento em 2009. Forte diminuição dos preços de commodities (e.g., petróleo e derivados) reduzirá expressivamente a inflação.

Estados Unidos Resultados para diversos indicadores econômicos

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e
Crescimento do PIB real (%)	4,4	3,7	0,8	1,6	2,7	3,9	3,2	2,9	2,0	1,4	-0,3
Consumo das famílias (%)	4,9	4,1	2,8	1,9	3,8	3,8	3,5	3,1	2,8	0,5	-0,5
Investimento residencial (%)	6,0	0,8	0,4	4,8	8,4	10,3	8,6	-4,6	-17,9	-21,2	-10,9
Inflação ao consumidor ⁽¹⁾ (%)	2,6	3,4	1,8	2,2	1,9	3,4	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,5
Núcleo da inflação ao consumidor ⁽¹⁾ (% a.a.)	2,0	2,5	2,7	2,2	1,3	1,8	2,2	2,5	2,3	2,3	1,6
Fed funds (% a.a.)	5,50	6,50	1,75	1,25	1,00	2,25	4,25	5,25	4,25	0	0
Saldo em transações correntes (% PIB)	-3,2	-4,2	-3,8	-4,5	-4,7	-5,7	-6,6	-6,5	-5,3	-4,8	-4,5
Resultado fiscal (% PIB)	1,4	2,4	1,3	-1,5	-3,5	-3,6	-2,6	-1,9	-1,2	-2,8	-2,8

⁽¹⁾ Média anual.

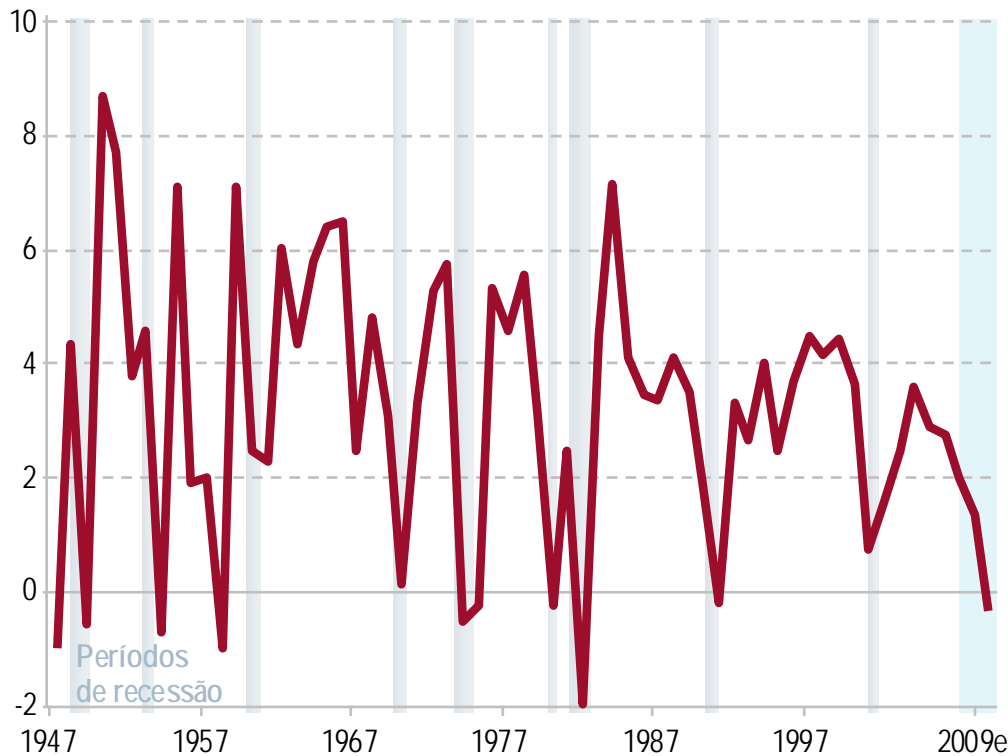
Fonte: BEA, BLS, Federal Reserve, Credit Suisse

Todos os componentes contribuirão para menor crescimento

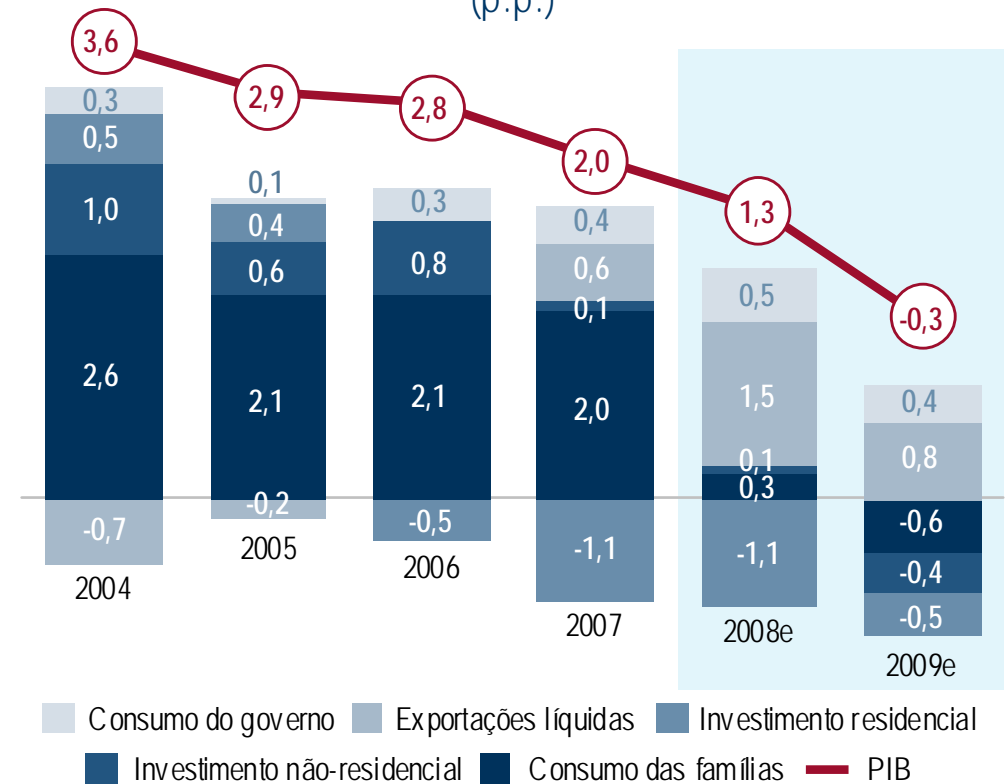


- Redução do consumo das famílias e dos investimentos residenciais e não residenciais resultarão na maior recessão dos EUA, desde 1982.
- Menor crescimento global e apreciação do dólar frente às principais moedas reduzirão contribuição da demanda externa para o PIB.

Crescimento do PIB dos EUA
(%)



Contribuição para o crescimento do PIB
(p.p.)



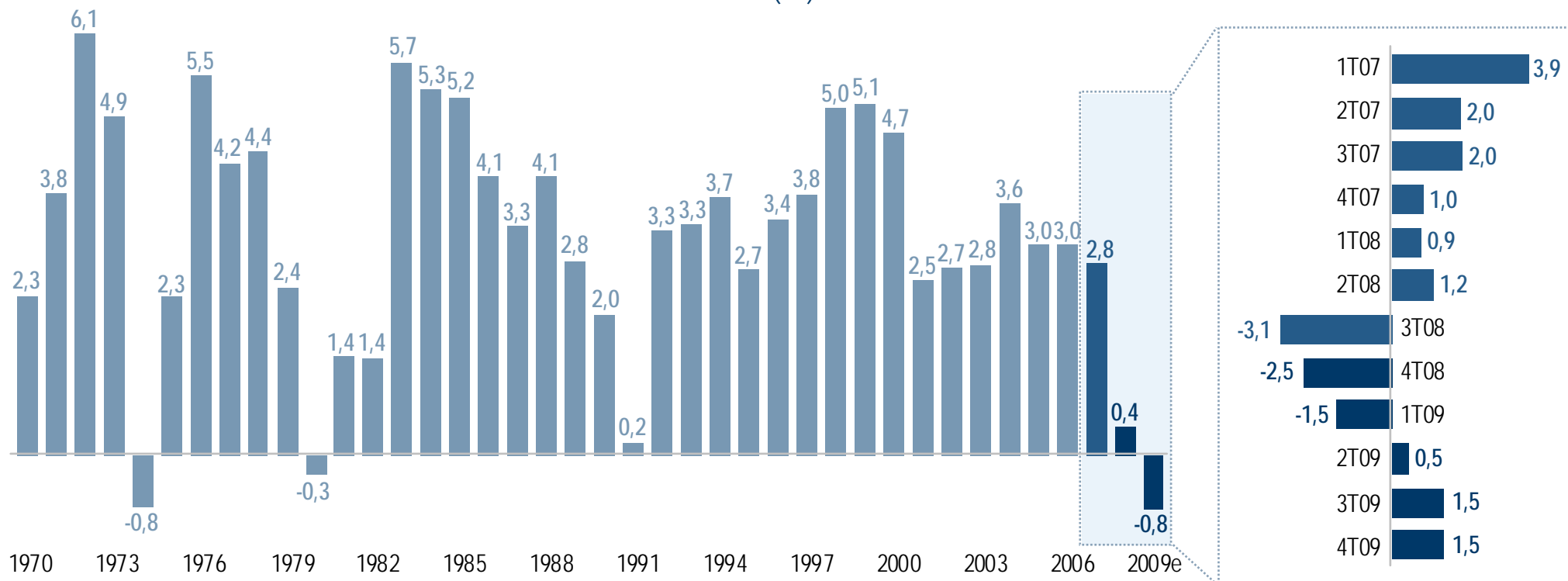
Fonte: BEA, Credit Suisse

Primeira redução do consumo das famílias desde 1980



- Crescimento do consumo das famílias foi negativo no 3T08, pela primeira vez, desde a recessão de 1990-91.
- Para 2009, esperamos que o consumo continue recuando e apresente crescimento anual negativo, pela primeira vez, desde a recessão de 1980.

Crescimento do consumo das famílias nos EUA (%)



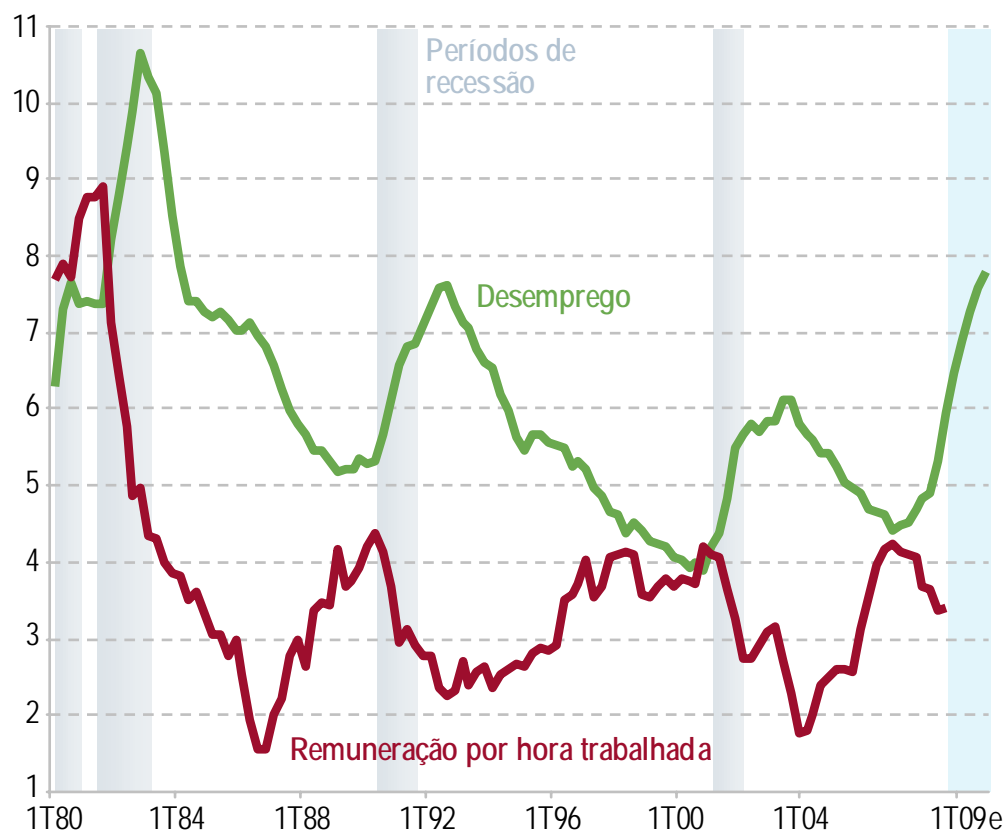
Fonte: BEA, Credit Suisse

Desemprego aumentará significativamente em 2009

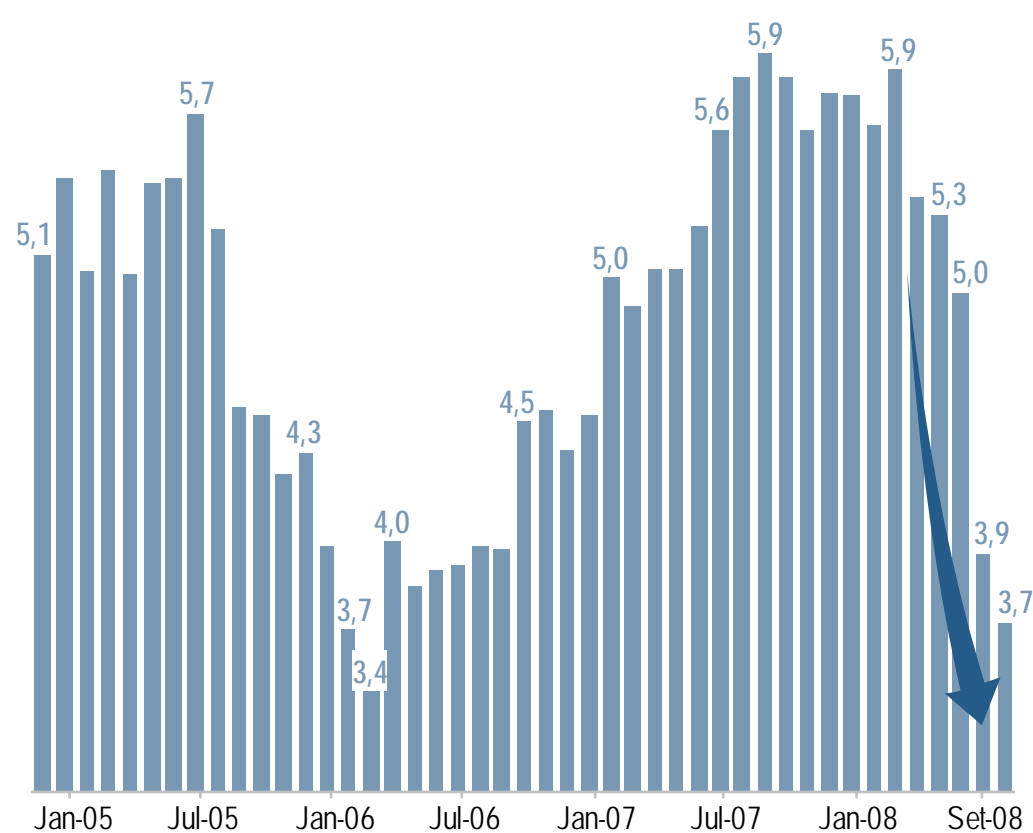


- Retração do consumo das famílias em 2009 decorrerá do aumento do desemprego, da desaceleração dos rendimentos do trabalho e da contração do crédito.

Taxa de desemprego e variação da remuneração por hora trabalhada (%)



Crescimento do estoque de crédito para indivíduos (% , ante o mesmo período do ano anterior)

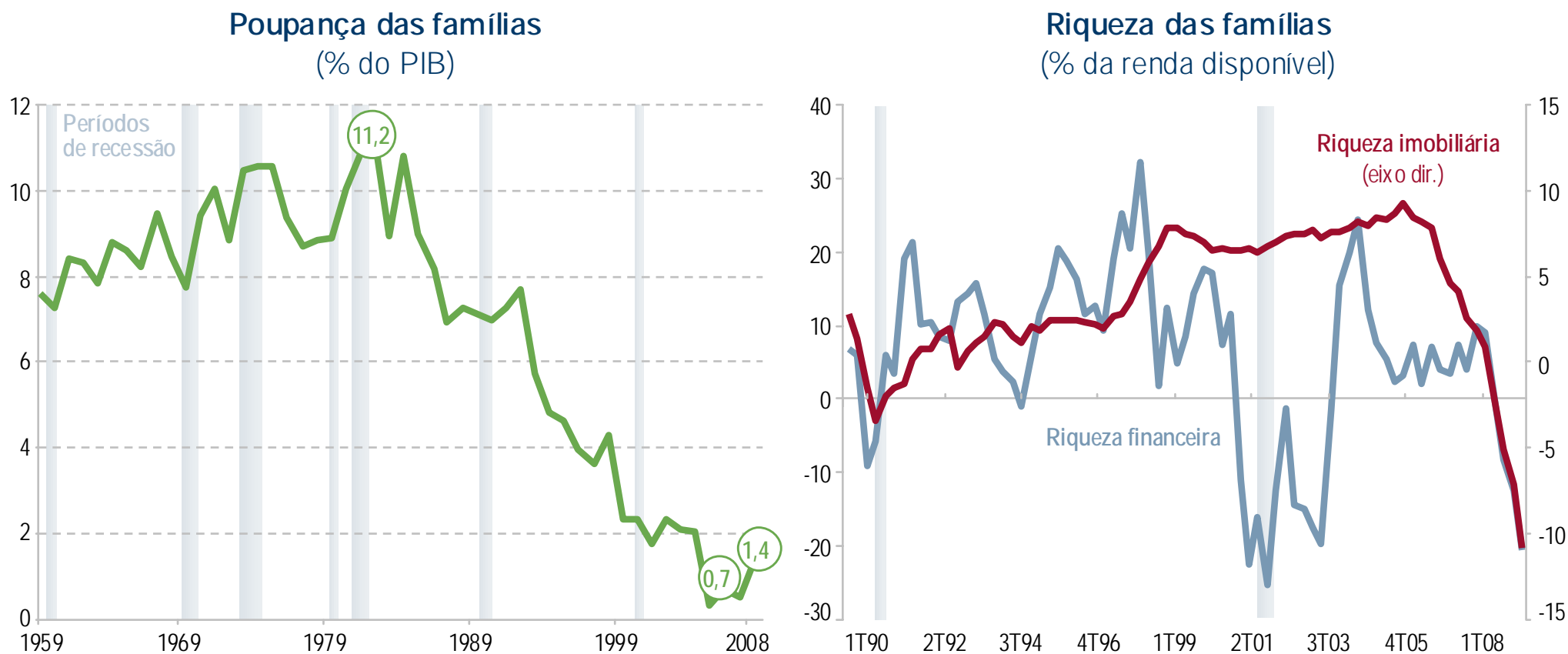


Fonte: BLS, Federal Reserve, Credit Suisse

Poupança das famílias crescerá, após décadas de redução



- Poupança das famílias, provavelmente, crescerá em função do efeito-riqueza negativo, advindo da forte redução dos preços de ações e de moradias. Recomposição da poupança das famílias, em cenário de aumento do desemprego e de desaceleração do rendimento, reforça perspectiva de redução do consumo em 2009.



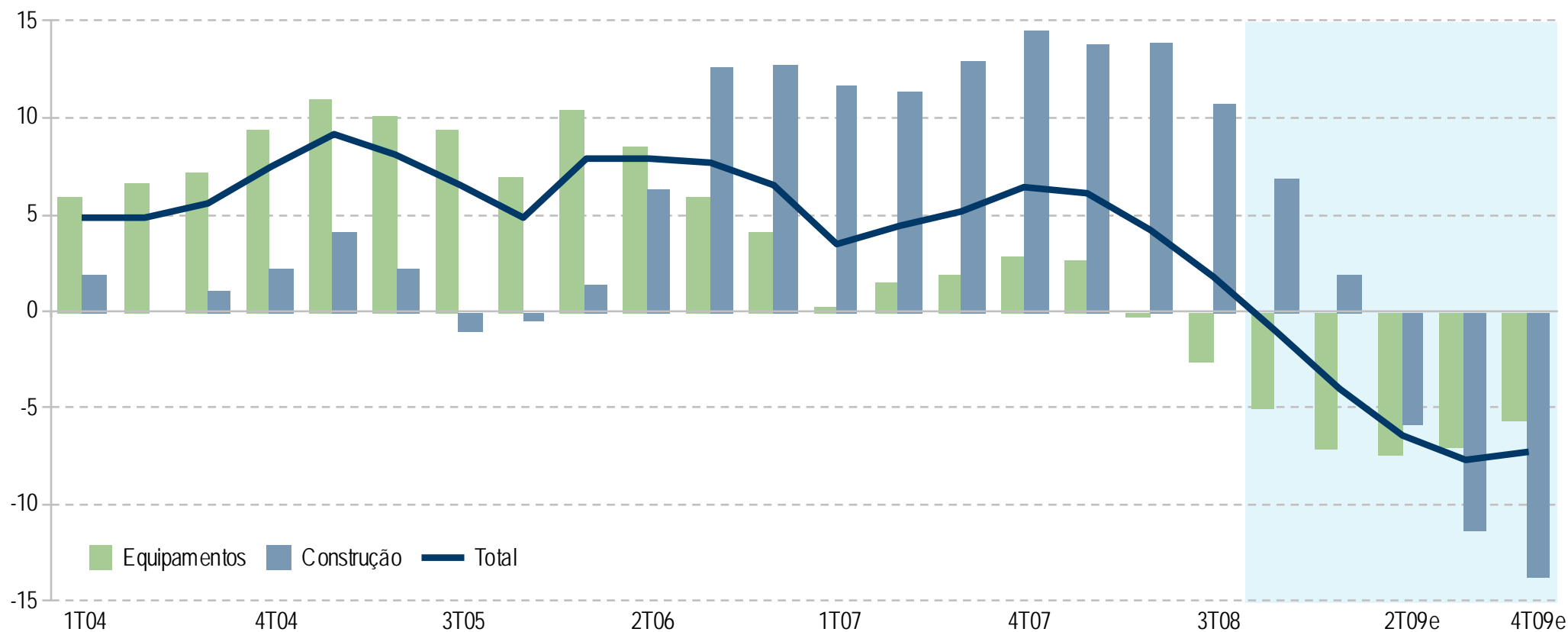
Fonte: BEA, Credit Suisse

Investimentos continuarão a recuar até meados do 2S09



- Investimentos não-residenciais em construção civil e em máquinas e equipamentos serão reduzidos, em função de condições mais restritas de crédito e de contração da demanda.

Investimento não-residencial
(%, ante o mesmo período do ano anterior)



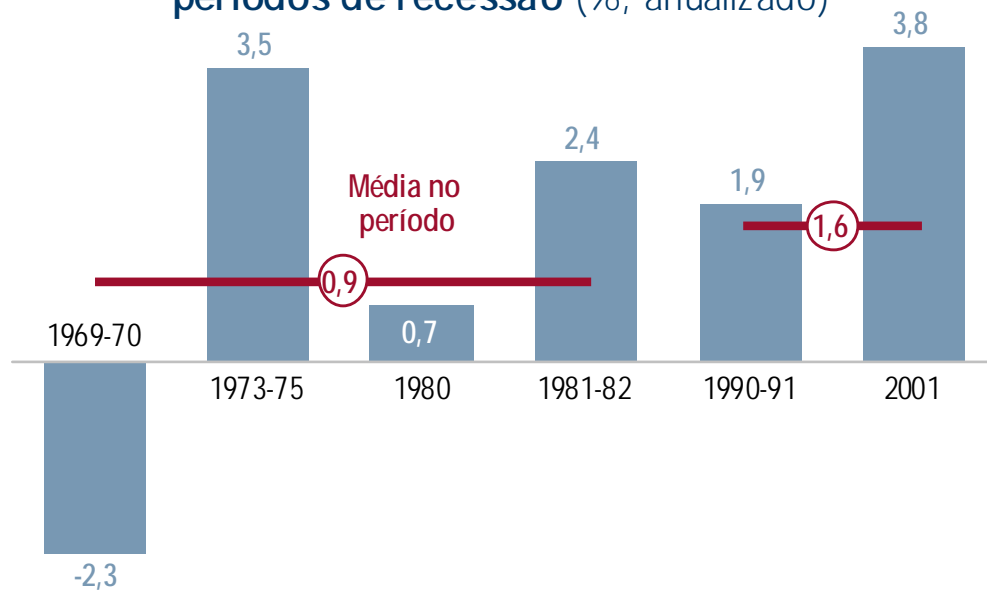
Fonte: BEA, Credit Suisse

Política fiscal expansionista em 2009

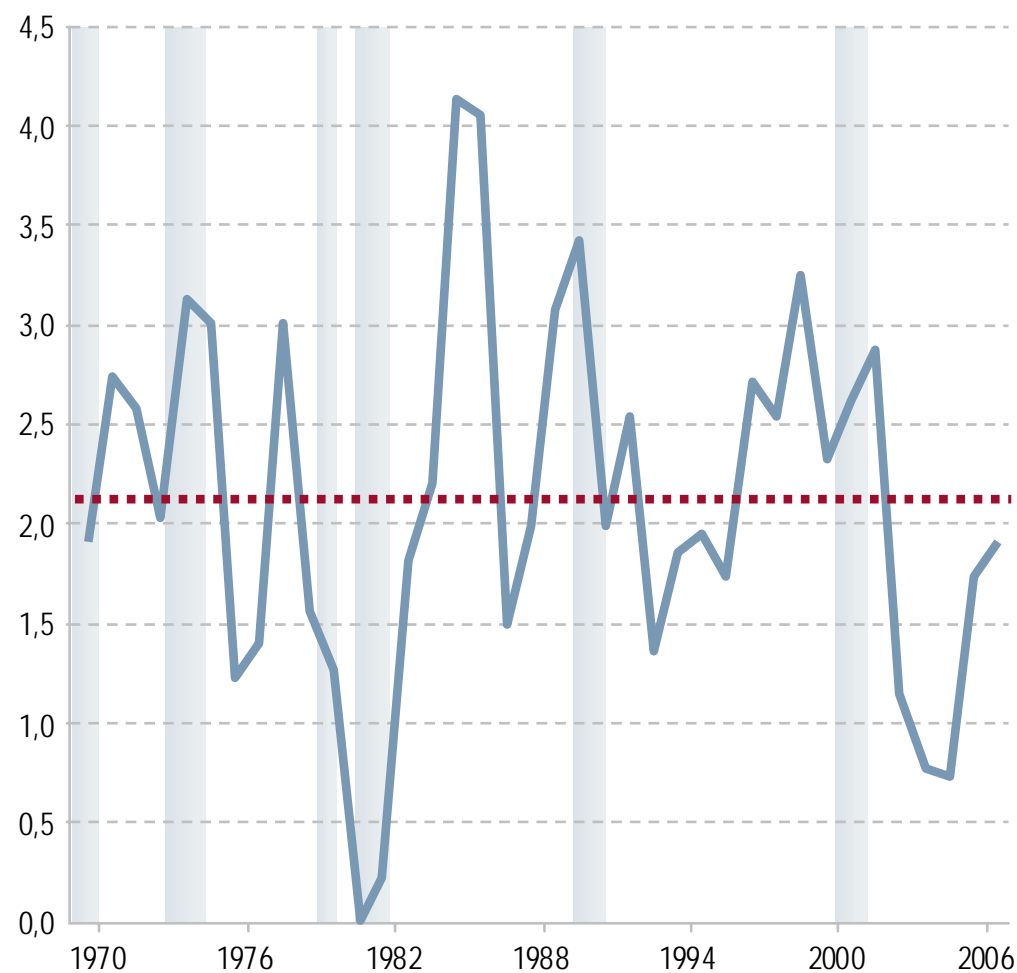


- Em um cenário de política monetária pouco eficaz, a expansão fiscal será expressiva em 2009, visando atenuar a recessão.
- O governo provavelmente anunciará um pacote fiscal no 1S09. Forte redução do consumo das famílias sugere que as medidas fiscais poderão incluir isenções tributárias.

Crescimento médio do consumo do governo nos períodos de recessão (% , anualizado)



Contribuição do consumo do governo (ex-defesa) para o crescimento do PIB (p.p.)



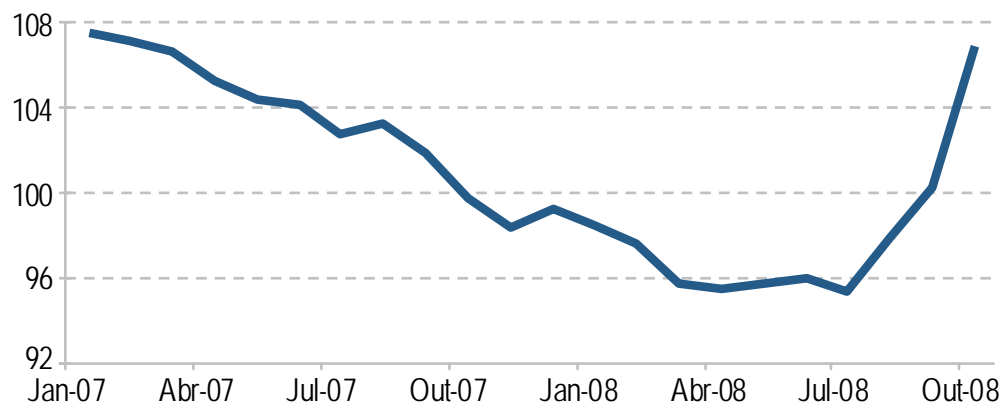
Fonte: BEA, Credit Suisse

Exportações líquidas contribuirão para recessão em 2009



- Desaceleração da demanda doméstica resultará em menor crescimento das importações em 2009.
- Contribuição líquida da demanda externa para o crescimento do PIB diminuirá em 2009, ante 2008, devido à desaceleração das exportações em função da:
 - ⇒ Forte redução do crescimento global.
 - ⇒ Apreciação do dólar frente as principais moedas.

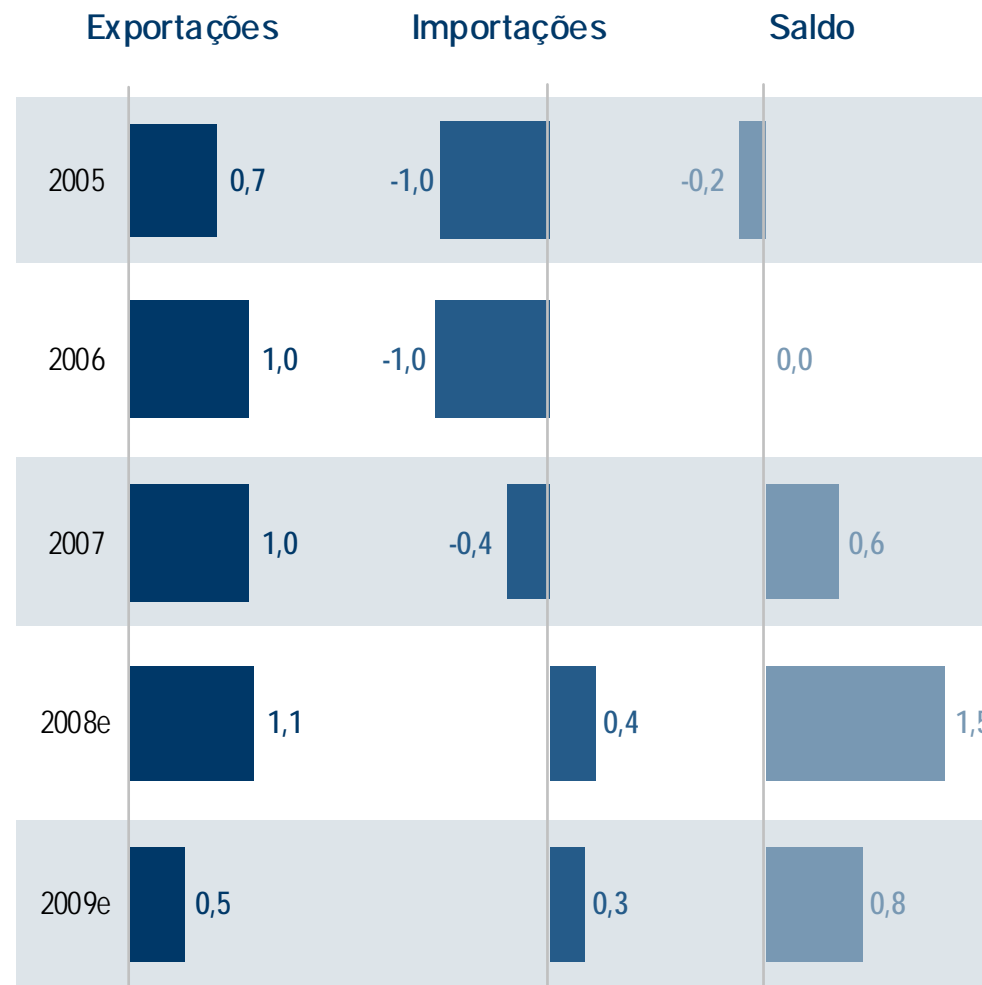
Dinâmica do dólar versus moedas dos principais parceiros comerciais dos EUA⁽¹⁾
(janeiro de 2007 = 100)



(1) Aumento = apreciação

Fonte: BEA, Fed, Credit Suisse

Contribuição da demanda externa para o crescimento do PIB (p.p.)

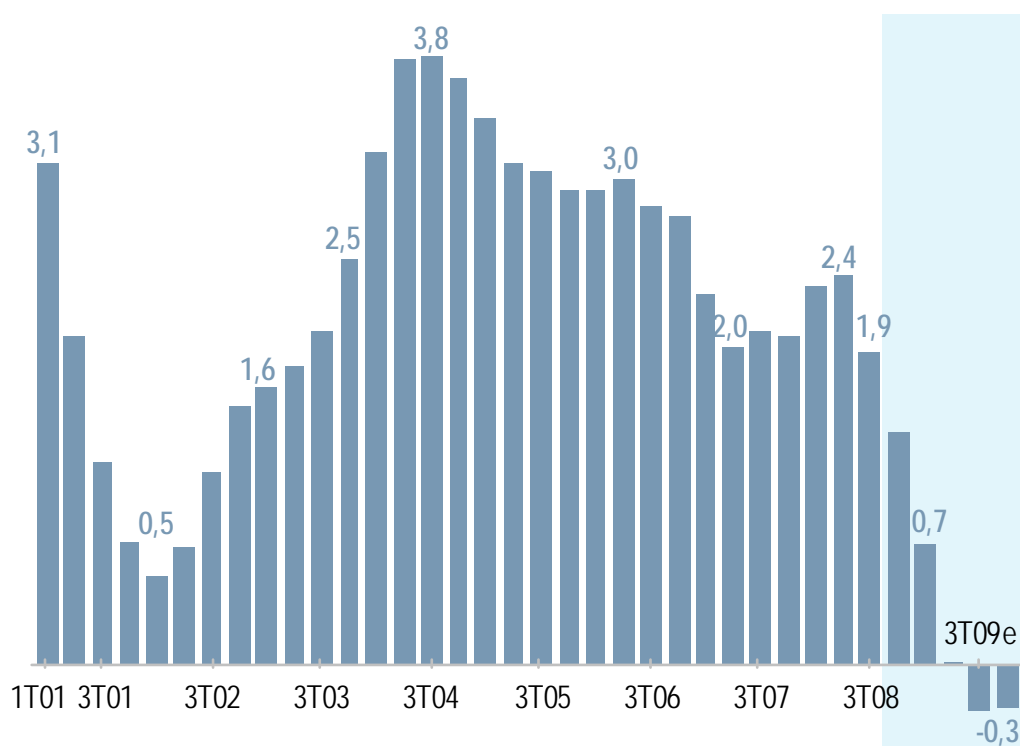


Afrouxamento monetário será mantido em 2009

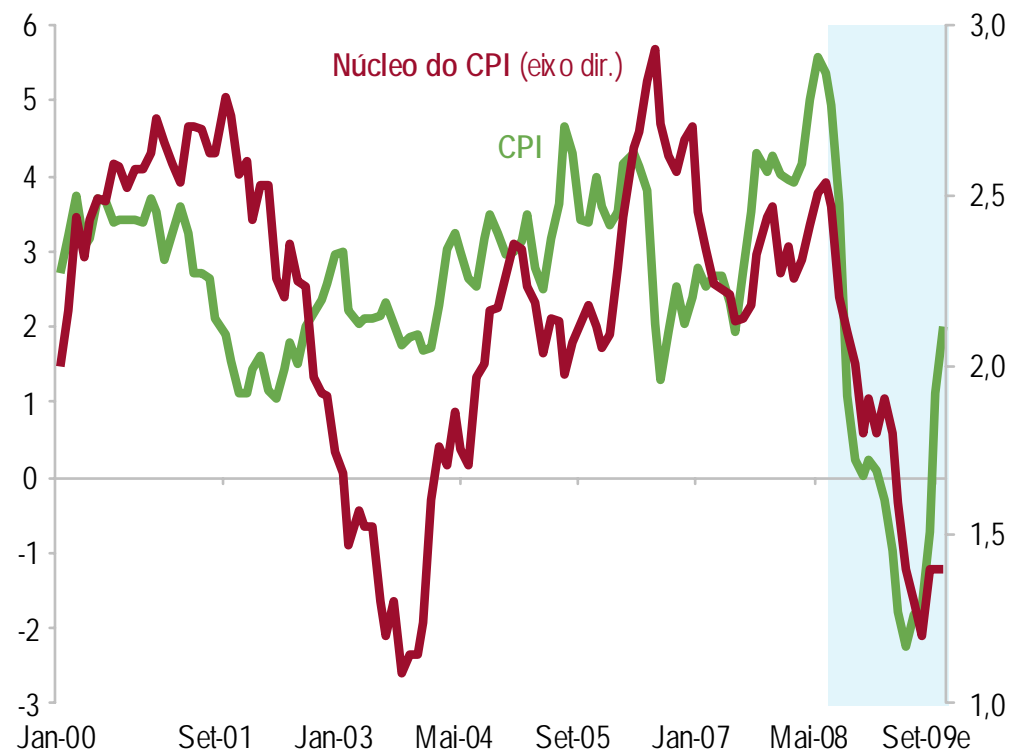


- Desaceleração da atividade e redução dos preços de commodities (sobretudo combustíveis) contribuirão para a redução da inflação acumulada em 12 meses, de 5,3% no 3T08 para -1,9% no 3T09. Será a primeira deflação dos preços ao consumidor, desde 1955.

Crescimento do PIB
(%, acumulado em 4 trimestres)



Inflação ao consumidor
(%, acumulado em 12 meses)



Fonte: BEA, BLS, Credit Suisse

Taxa dos fed funds próxima a zero até o fim de 2009

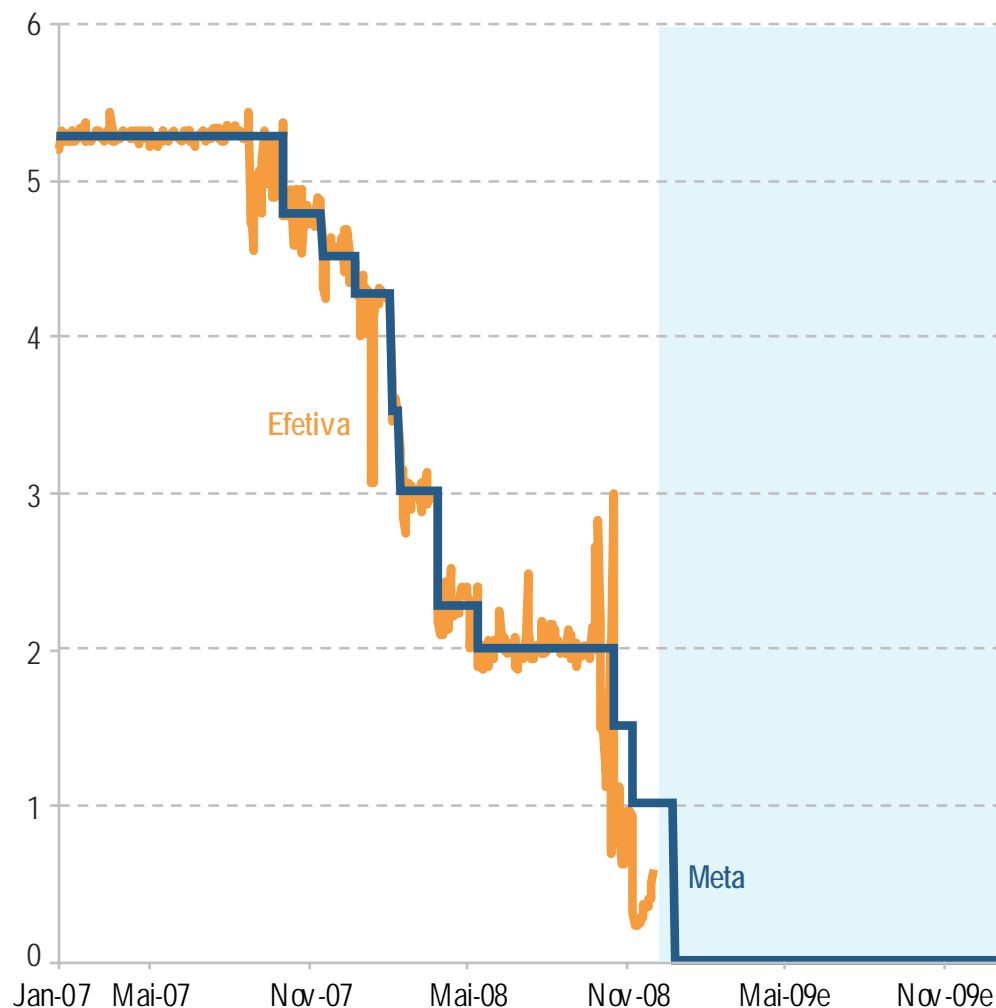


- Ainda que a meta para a taxa de juros não seja reduzida, a taxa efetiva dos fed funds permanecerá próxima a zero até o fim de 2009, reduzindo a importância da política monetária para reverter o cenário de recessão.
- Risco de deflação prolongada reduz restrições a uma política fiscal mais expansionista.

Inflação média para os próximos 5 anos implícita na curva de juros de mercado (% a.a.)



Taxa de juros básica - fed funds (% a.a.)



Fonte: Federal Reserve, Credit Suisse

Primeira recessão na zona do Euro em 15 anos



- Redução da liquidez afetou significativamente o sistema financeiro europeu e resultou em forte contração do crédito. Contração do crédito e menor crescimento global resultarão em recessão nos países da zona do Euro e no Reino Unido. Cenário de recessão e de forte redução da inflação possibilitará a manutenção de política monetária expansionista como nos EUA. O Banco Central Europeu reduzirá sua taxa de juros básica de 3,25% para 2,0%, no fim de 2009.

Zona do Euro (15 países) Resultados para diversos indicadores econômicos

	2003	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e
Crescimento do PIB real (%)	0,8	1,8	1,4	3,0	2,6	0,9	-1,3
Consumo das famílias (%)	1,2	1,4	1,4	2,0	1,6	0,3	0,0
Inflação ao consumidor ⁽¹⁾ (%)	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	3,4	1,3
Núcleo da inflação ao consumidor ⁽¹⁾ (% a.a.)	1,8	1,8	1,4	1,4	1,9	1,8	1,5
Taxa de juros básica (% a.a.)	2,00	2,00	2,25	3,50	4,00	2,75	2,00
Saldo em transações correntes (% do PIB)	0,4	0,6	-0,3	-0,2	0,1	0,0	0,5
Resultado fiscal (% do PIB)	-3,0	-2,7	-2,4	-1,3	-0,6	-1,2	-2,1

⁽¹⁾ Média anual

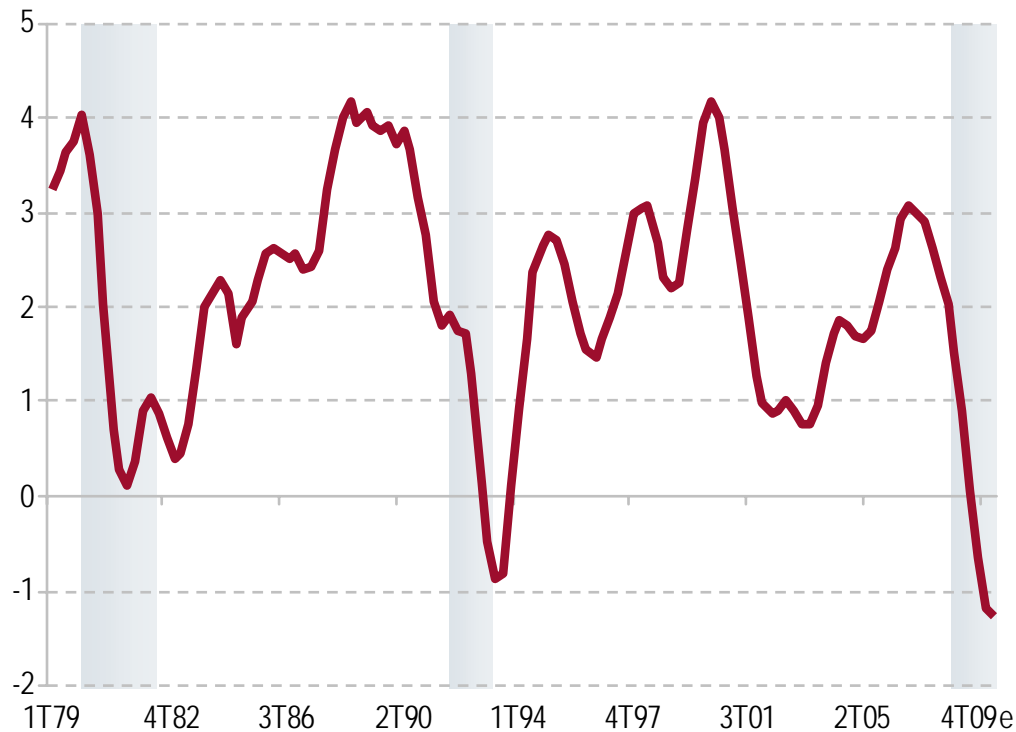
Fonte: Banco Central Europeu, Datastream, Credit Suisse

Forte deterioração das expectativas de crescimento em 2009

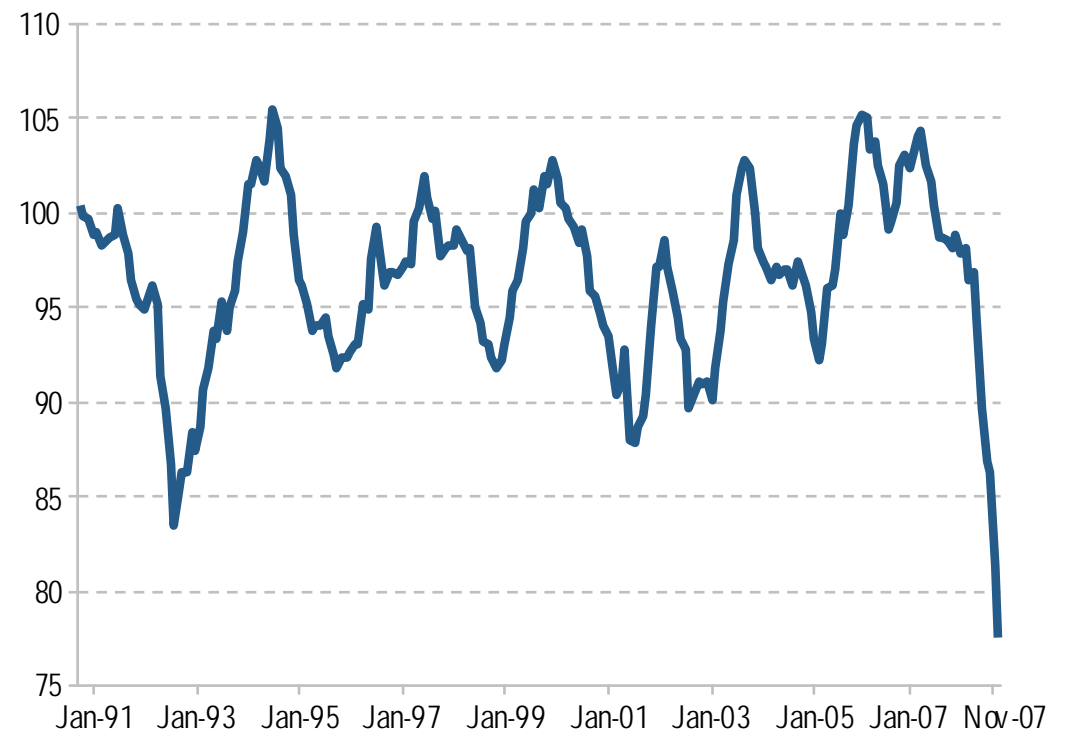


- A desaceleração da demanda por exportações e a forte retração dos investimentos resultarão em recessão na Europa.
- Confiança dos empresários nos principais países da zona do Euro diminuiu significativamente, reforçando o cenário de recessão em 2009.

Crescimento do PIB nos países do Euro
(%, acumulado em 4 trimestres)



Índice IFO de confiança dos empresários



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

Atuação do governo evita maior desaceleração na China



- Exportações chinesas se desacelerarão devido ao menor crescimento global. A redução dos preços de moradias e a deterioração do mercado acionário (efeito riqueza negativo) contribuirão para desaceleração do consumo das famílias. A adoção de políticas fiscal e monetária expansionistas evitará redução mais significativa do crescimento do PIB em 2009.

China – Resultados para diversos indicadores econômicos

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Crescimento do PIB real (%)	7,5	8,3	9,5	10,1	10,4	11,1	11,9	9,9	8,0	8,9
Consumo das famílias (%)	5,6	6,5	6,3	7,1	6,7	8,6	8,2	9,3	8,9	9,2
Formação bruta de capital fixo (%)	8,5	12,2	15,8	11,6	11,0	11,0	10,7	9,5	9,0	10,0
Inflação ao consumidor ⁽¹⁾ (% a.a.)	0,7	-0,8	1,2	3,9	1,8	1,5	4,8	6,1	1,0	2,0
Investimento estrangeiro direto (US\$ bi)	37,4	46,8	47,2	60,6	72,4	69,5	82,7	106,0	75,0	80,0
Exportações (US\$ bi)	267	326	438	593	762	969	1218	1469	1543	1712
Importações (US\$ bi)	244	295	413	561	660	792	956	1192	1335	1482
Transações correntes (% do PIB)	1,5	2,7	3,1	3,6	7,2	9,4	10,7	7,9	4,8	4,2
Reservas internacionais (US\$ bi)	212	286	403	610	819	1066	1528	1906	2160	n/d
Resultado fiscal (% do PIB)	-2,3	-2,6	-2,2	-1,3	-1,2	-0,8	0,6	0,9	-2,0	n/d

⁽¹⁾ Média anual

Fonte: National Bureau of Statistics - China, Credit Suisse

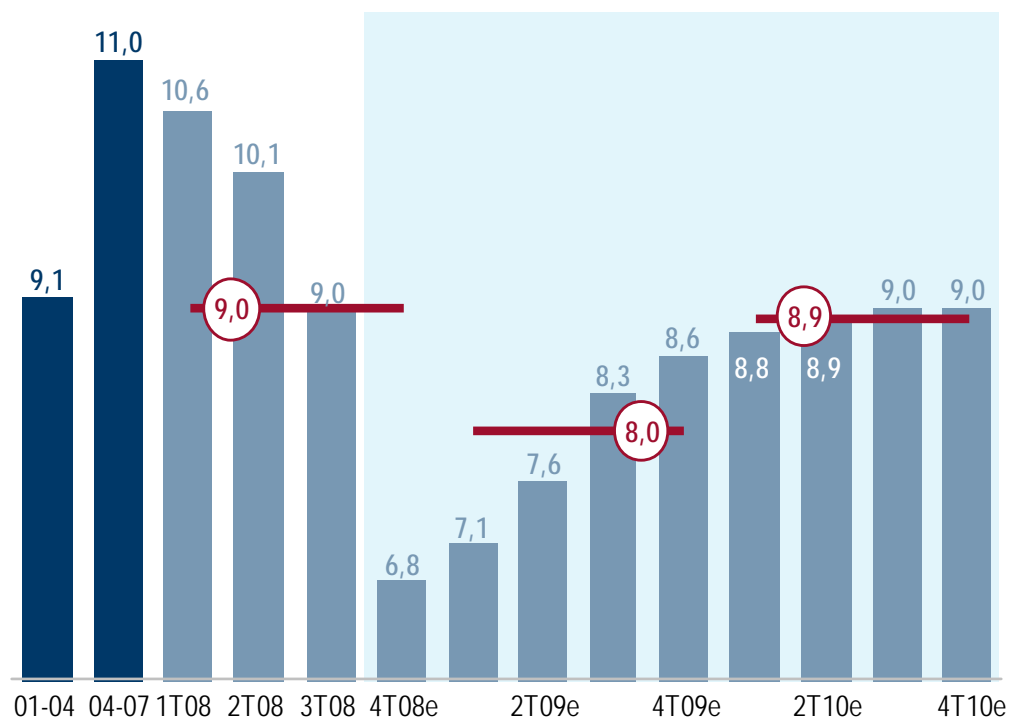
Fim do ciclo de crescimento do PIB superior a 10% a.a.



- Recessão nas economias desenvolvidas reduzirá a demanda pelas exportações chinesas e afetará a evolução dos investimentos privados em 2009.
- Aumento dos investimentos públicos, sobretudo em obras de infra-estrutura, evitará uma maior desaceleração da economia.

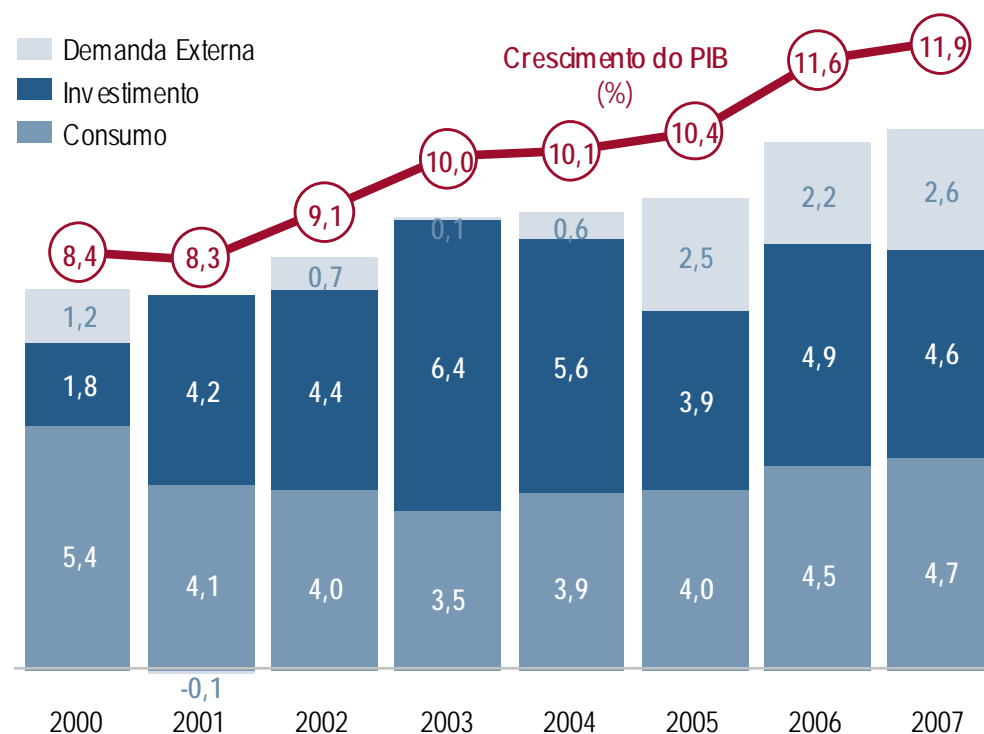
Crescimento do PIB

(%, ante o mesmo período do ano anterior)



Contribuição para o crescimento do PIB

(p.p.)



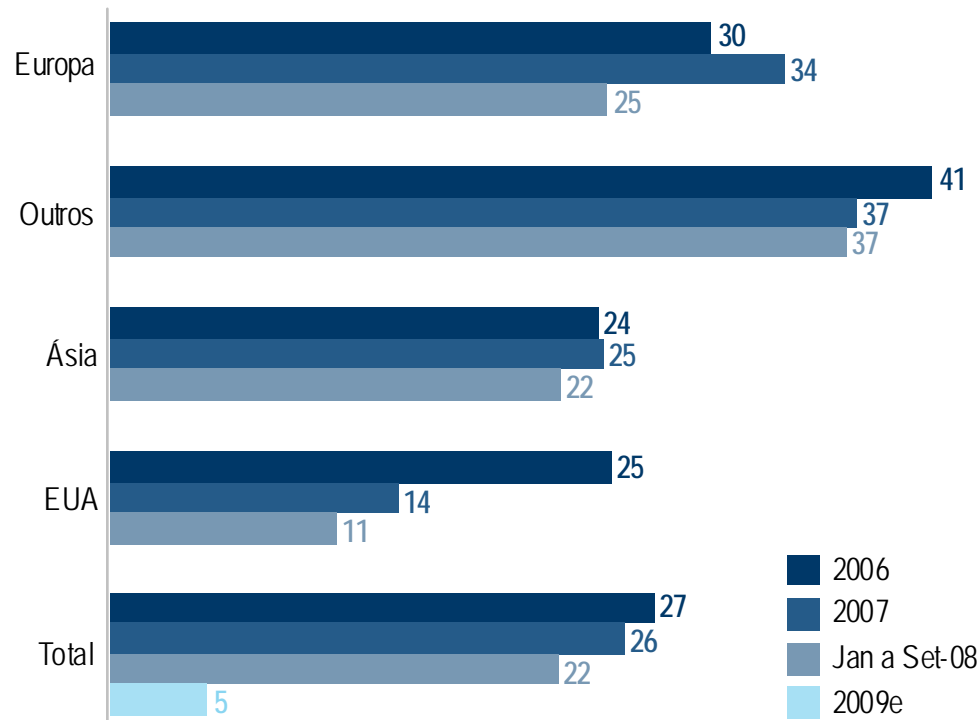
Fonte: National Bureau of Statistics - China, Credit Suisse



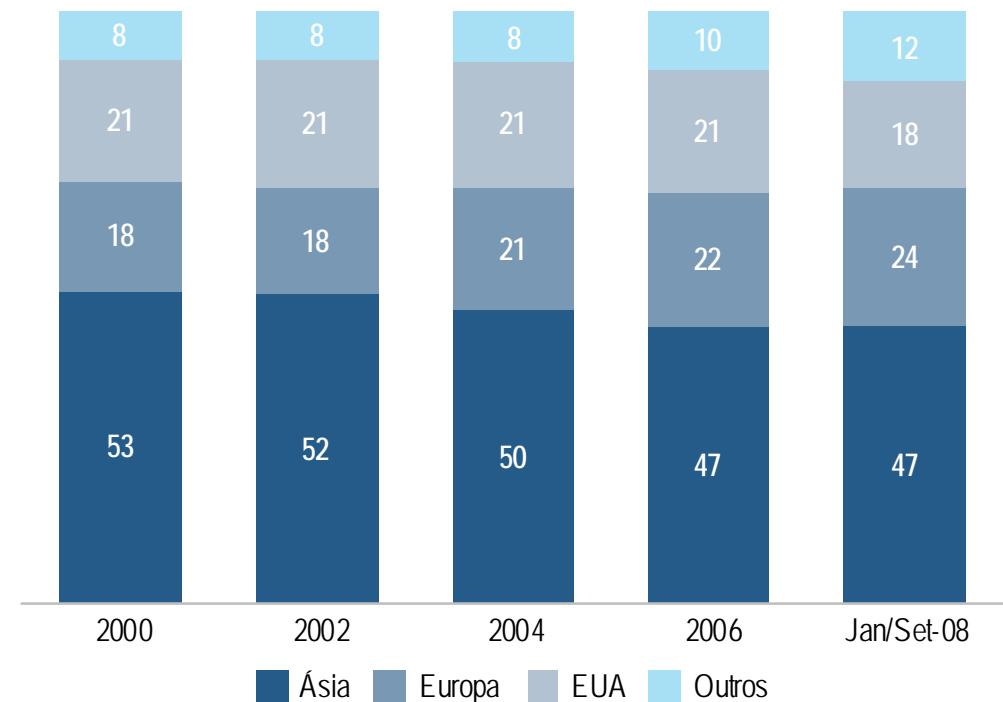
Forte desaceleração das exportações em 2009

- Exportações crescerão 20% em 2008 e 5% em 2009. As vendas externas têm se desacelerado desde 2007. Cerca de 40% das exportações da China têm como destino direto Europa e EUA.
- Parcela total exportada para os EUA é maior devido à presença de produtos chineses embutidos nas exportações de outros países asiáticos.

Crescimento das exportações chinesas por destino
(%, ante o ano anterior)



Destino direto das exportações chinesas
(% do total)



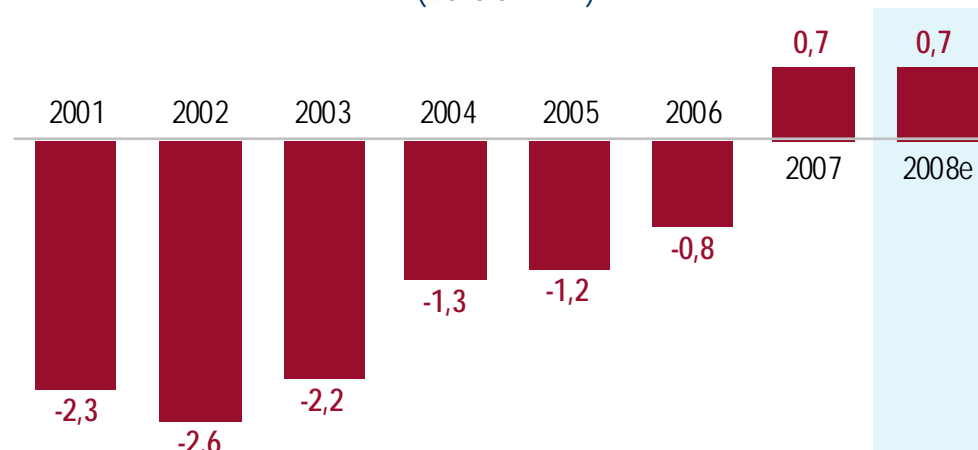
Fonte: Bloomberg, Credit Suisse

Investimentos públicos crescerão em 2009

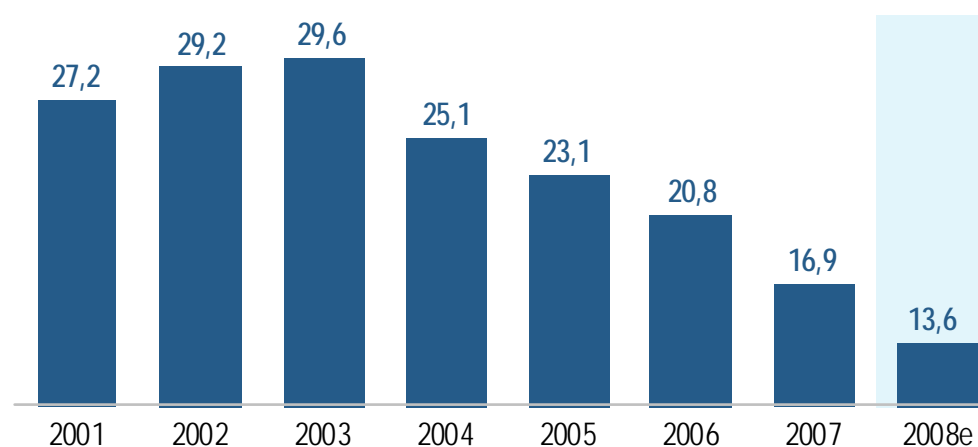


- Governo chinês contrabalançará os efeitos negativos da desaceleração dos investimentos privados e da demanda externa ampliando os investimentos públicos em infra-estrutura, relaxando as restrições à expansão do crédito bancário e afrouxando a política monetária.
- Melhora dos indicadores de solvência fiscal nos últimos anos permite que o aumento dos investimentos públicos para 2009/10 seja financiado via aumento da dívida pública.
- Estoque da dívida pública como proporção do PIB permaneceria inferior à observada em 2003 mesmo que o pacote de investimentos do setor público para 2009/10 (cerca de US\$ 600 bilhões) seja integralmente financiado com endividamento.

Resultado fiscal do setor público
(% do PIB)



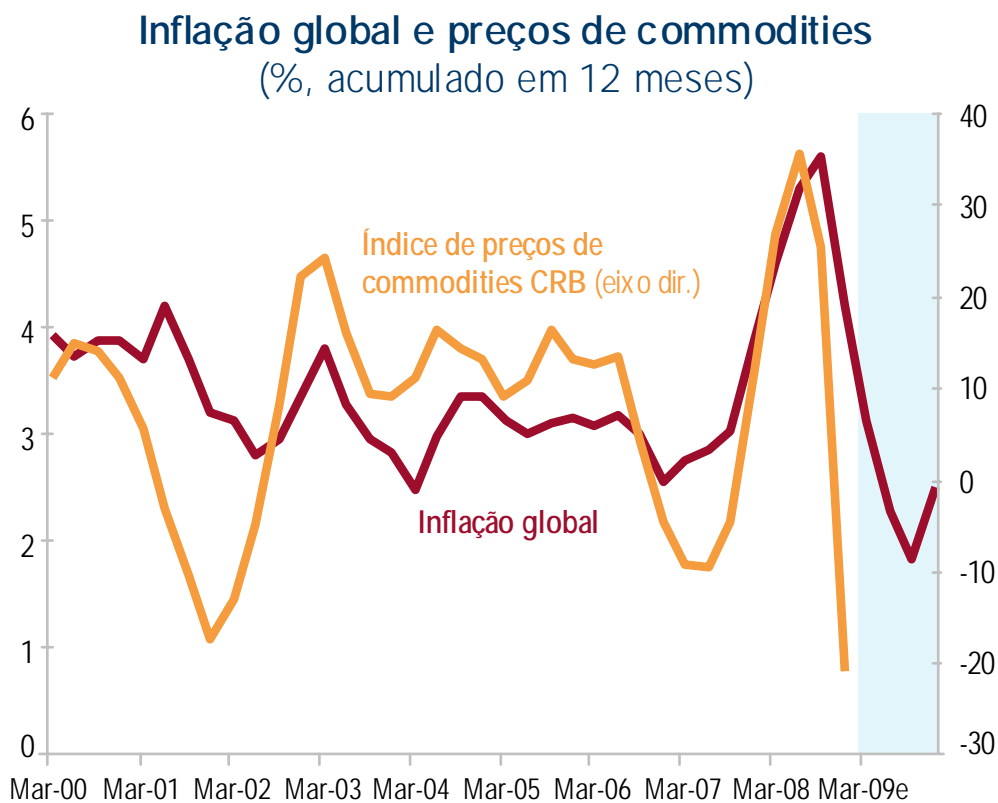
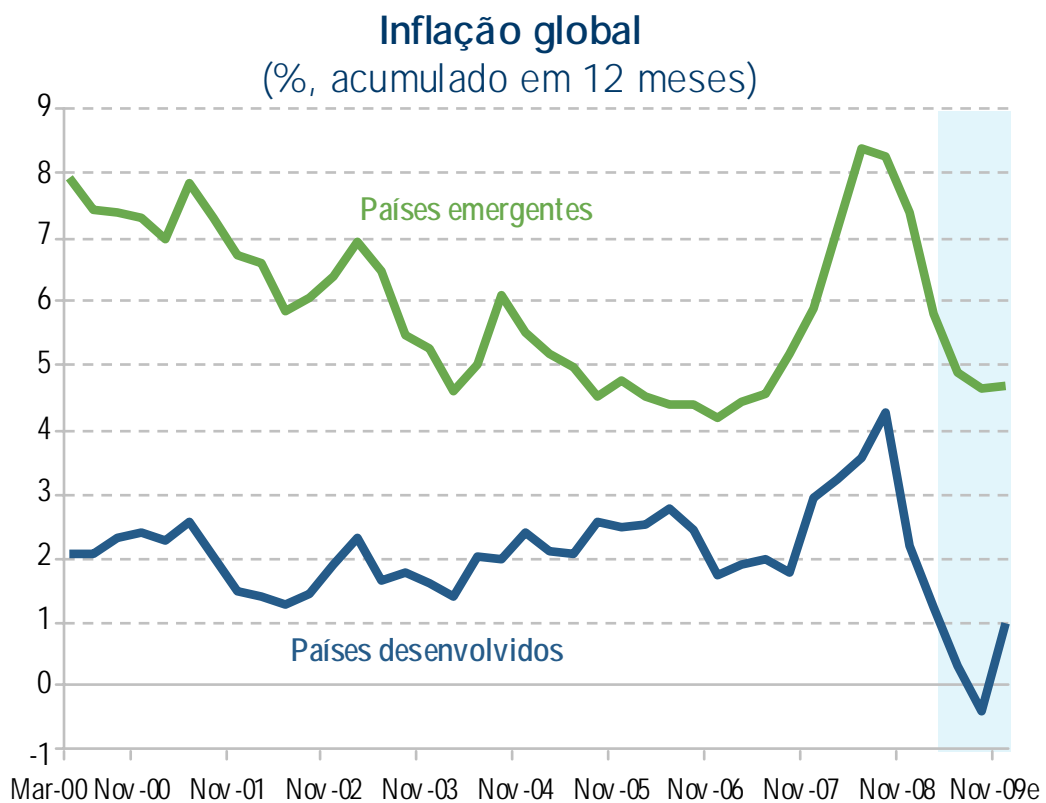
Dívida pública
(% do PIB)



Fonte: CEIC, Credit Suisse

Inflação é uma preocupação secundária em 2009

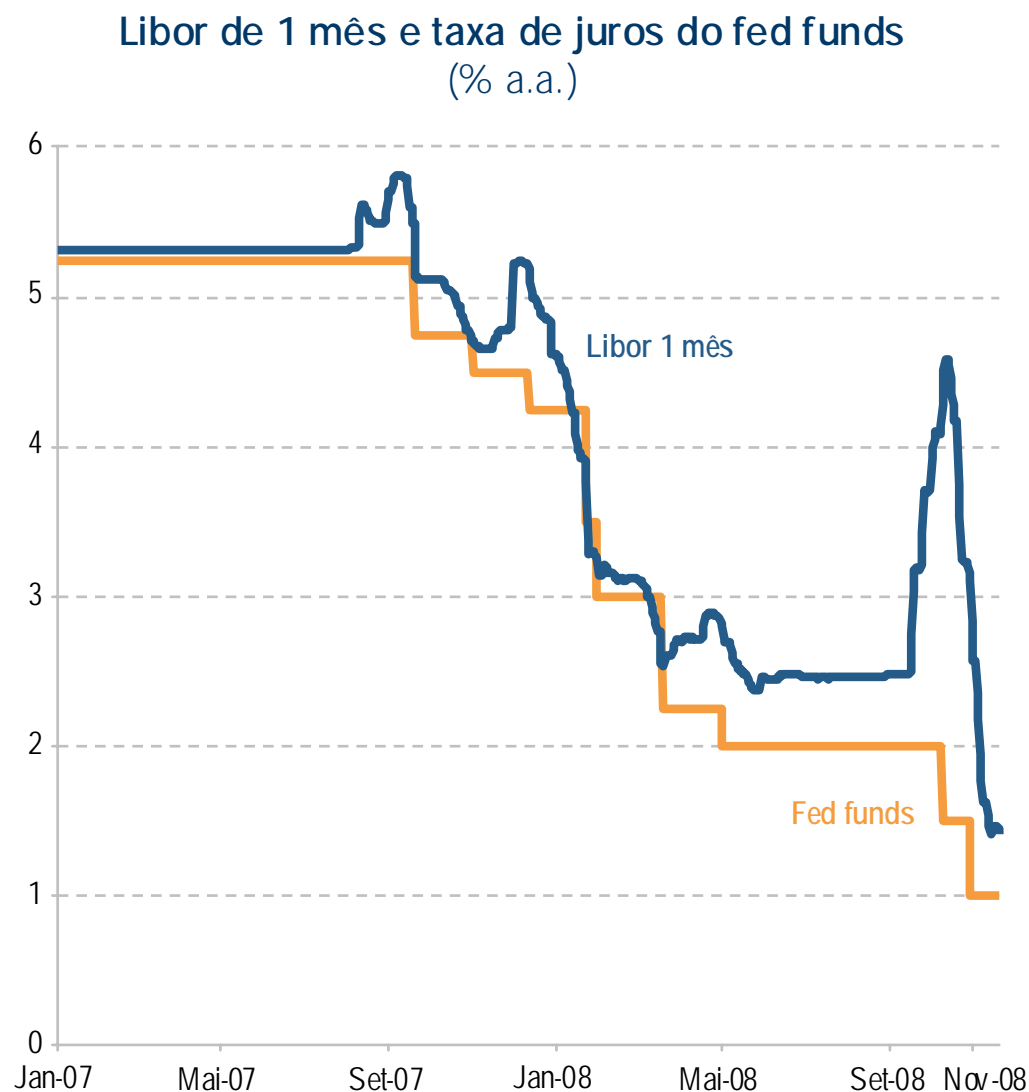
- Forte redução dos preços de commodities e desaceleração da atividade, praticamente eliminam o risco de alta da inflação nos países desenvolvidos, permitindo a continuidade do afrouxamento monetário em 2009.
- Melhora do cenário de inflação também nos emergentes, mas afrouxamento monetário provavelmente será menos expressivo devido ao risco de aumento da inflação advindo da depreciação cambial.



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse

Diminuição do risco sistêmico no setor financeiro

- Agravamento da crise praticamente resultou na interrupção das transações no mercado interbancário global.
- Programas de capitalização dos bancos e movimentos coordenados de relaxamento monetário nos países desenvolvidos têm restabelecido gradualmente a liquidez no mercado interbancário.
- Apesar de grandes passivos nos balanços de instituições financeiras americanas e europeias, a percepção de risco de falência de grandes bancos se reduziu significativamente após as medidas de auxílio de liquidez e capitalização pelos governos.

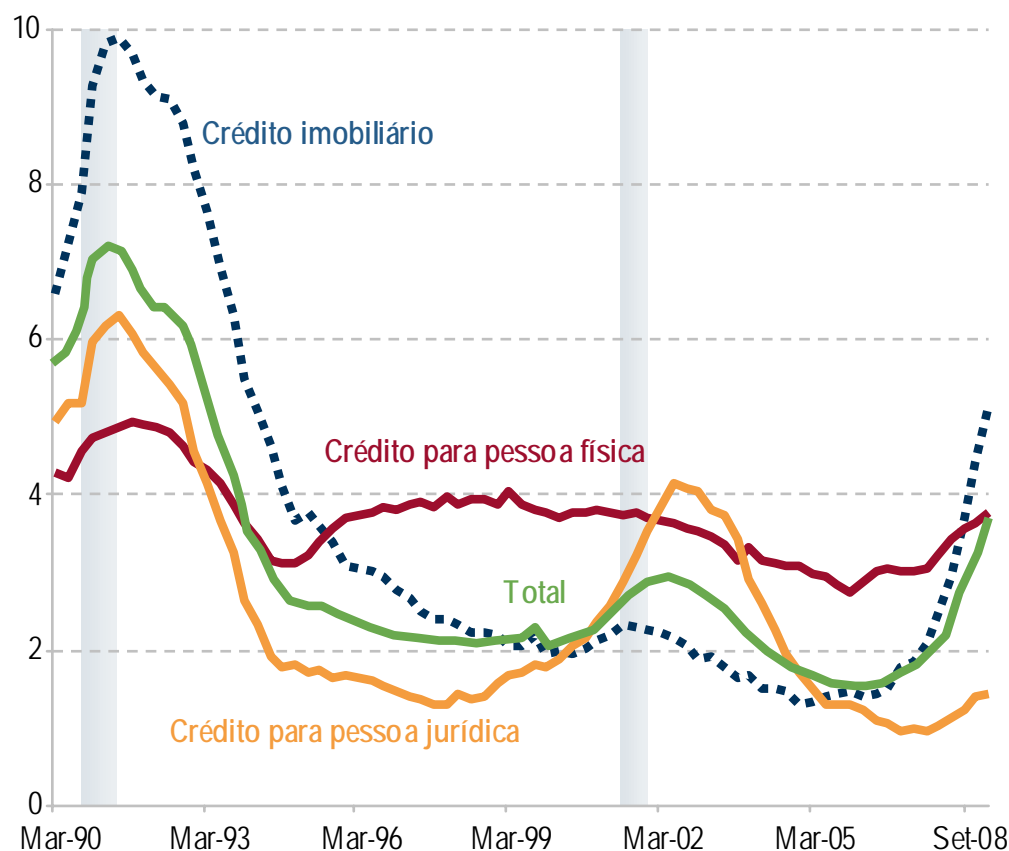


Fonte: Bloomberg, Credit Suisse

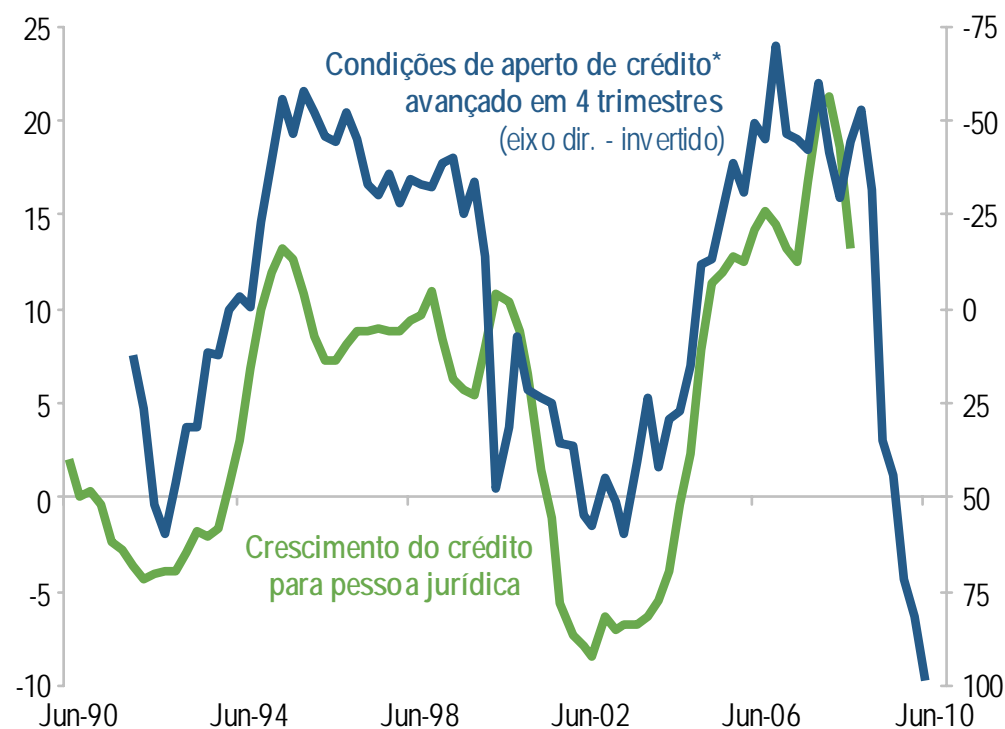
Contração do crédito se estende por 2009

- As condições de crédito permanecerão restritas nos próximos trimestres em praticamente todas as categorias, mesmo com a melhora da liquidez no mercado interbancário. Aumento da inadimplência tende a desacelerar ainda mais o crédito na margem.

Taxa de inadimplência nos EUA (%)



Condições de crédito bancário nos EUA (%)



* Pesquisa realizada com responsáveis pelas áreas de crédito dos bancos americanos. A variável representa o percentual dos bancos em que houve aumento menos o percentual em que houve redução do spread nos empréstimos para pessoas jurídicas.

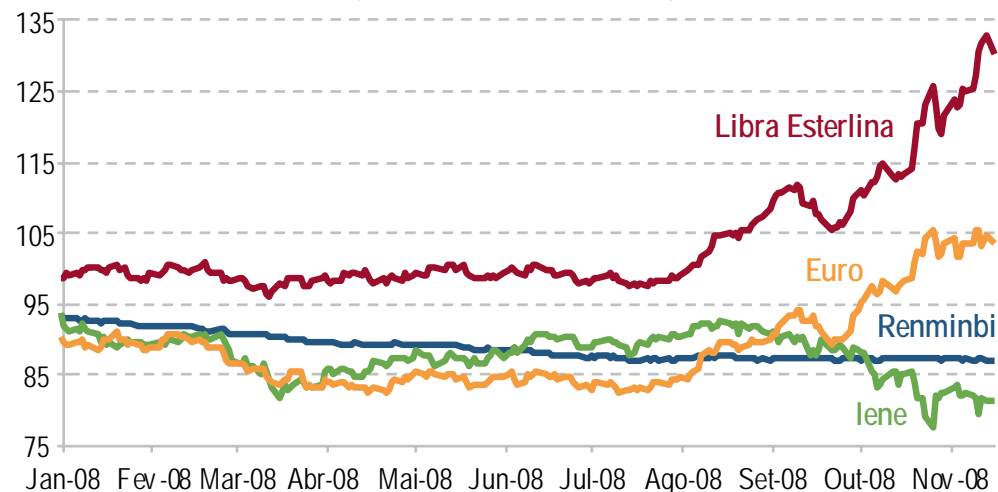
Fonte: Federal Reserve, Credit Suisse

Fim da apreciação generalizada do dólar em 2009

- Movimento de apreciação do dólar frente às principais moedas no 3T08 e 4T08 deveu-se, principalmente, ao agravamento da crise financeira, com destaque para:
 - ⇒ Movimento de repatriação de ativos – favorece, principalmente, a apreciação do dólar e o iene.
 - ⇒ Redução das linhas de crédito externas – afeta, principalmente, as moedas dos países emergentes com maiores passivos em dólares.
 - ⇒ Redução dos preços de commodities – aumenta a dificuldade de financiamento do déficit em transações correntes em vários países emergentes.
- Os analistas do Credit Suisse esperam o fim da apreciação generalizada do dólar em relação às principais moedas em 2009, com destaque para o euro, a libra esterlina e renminbi.

Dólar em relação à cesta de moedas dos principais parceiros comerciais dos EUA

(Julho de 08 = 100)



Projeções do Credit Suisse para as cotações das principais moedas frente ao dólar

	2008e	2009e
 Euro (US\$/€)	1,25	1,37
 Iene (¥/US\$)	95	102
 Libra esterlina (US\$/£)	1,65	1,83
 Renminbi (RMB/US\$)	7,00	6,85

Fonte: Bloomberg, Credit Suisse



Cenário Brasil



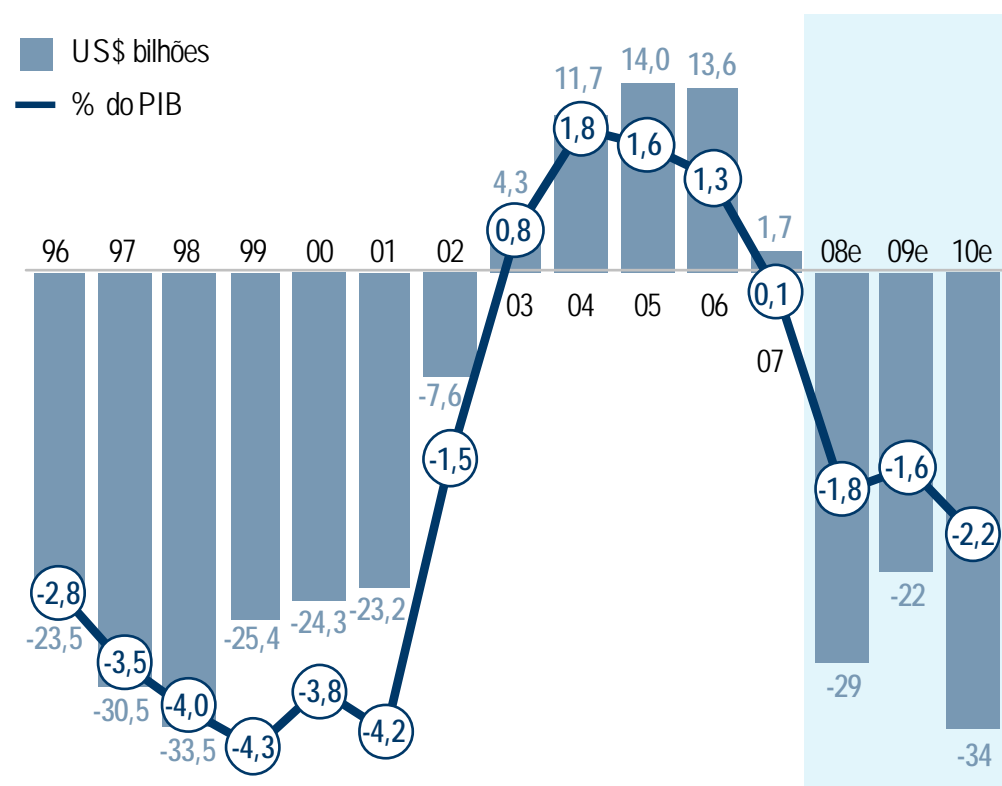
Setor Externo



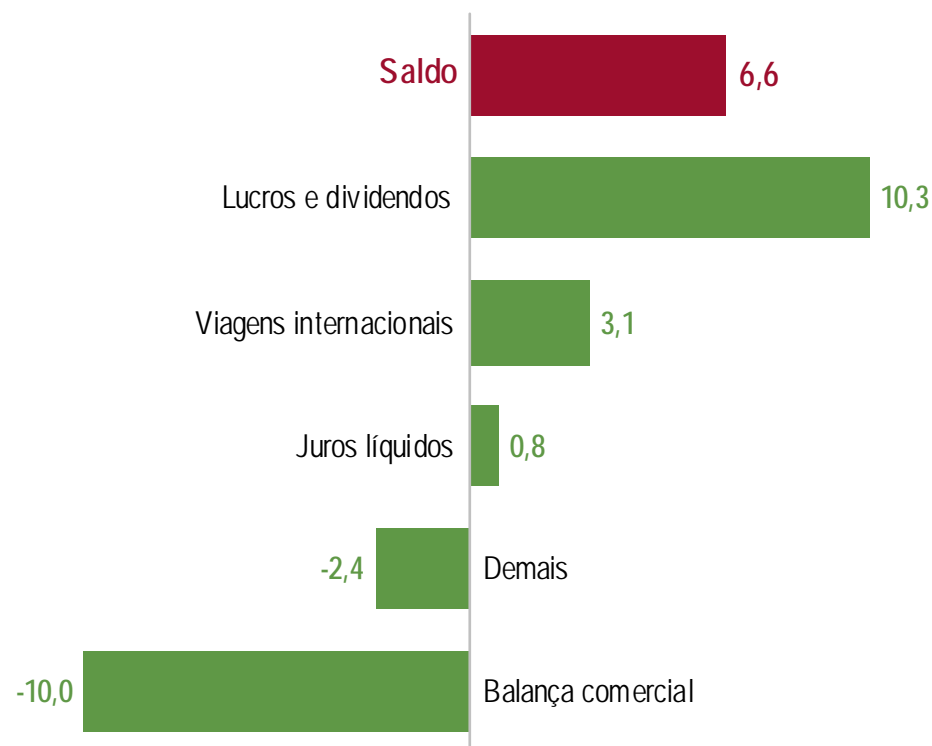
Déficit em transações correntes será menor em 2009

- Projetamos redução do déficit em transações correntes de US\$ 29 bilhões em 2008 para US\$ 22 bilhões em 2009 por conta do câmbio mais depreciado, da redução dos preços de commodities e do menor crescimento global e doméstico.

Saldo em transações correntes



Variação do saldo em transações correntes em 2009 ante 2008 (US\$ bilhões)

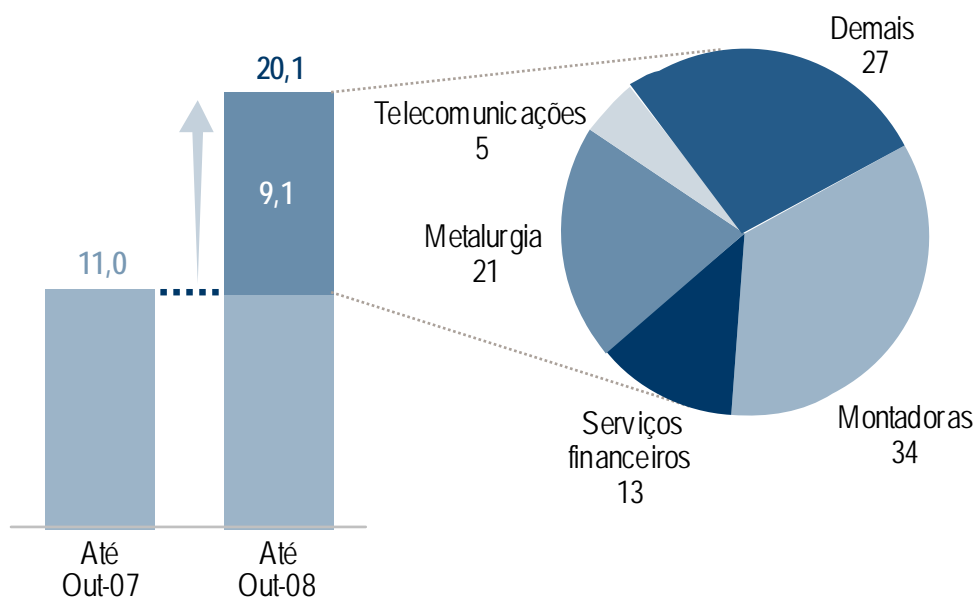


Fonte: Banco Central, Credit Suisse

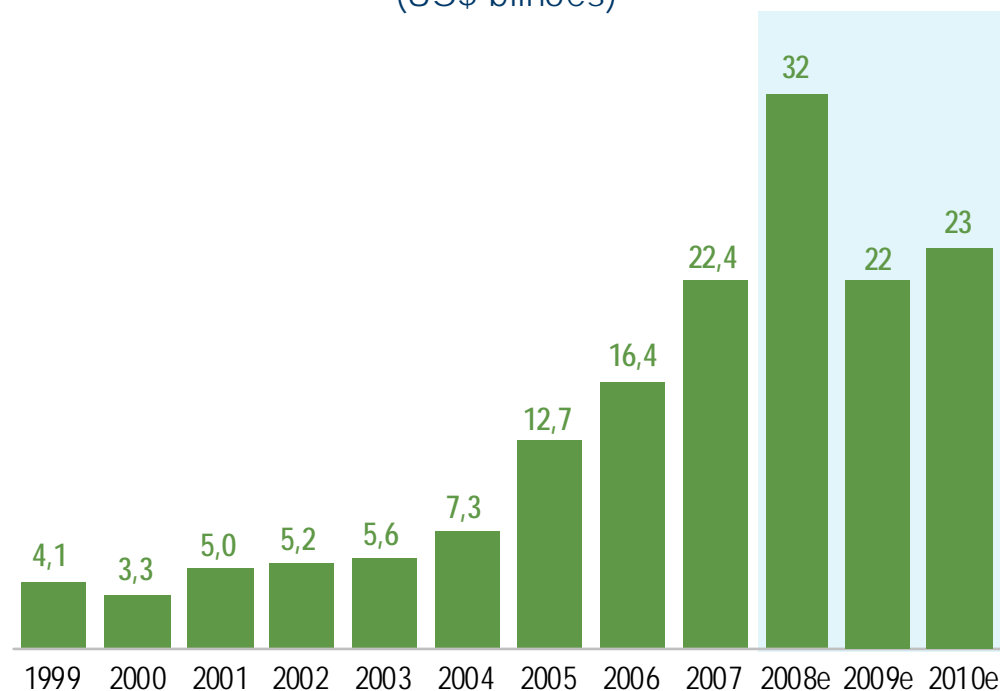
Redução das remessas de lucros e dividendos em 2009

- Menor lucratividade das empresas e taxa de câmbio mais depreciada reduzirão remessas de lucros e dividendos em 2009.
- Cenário global desfavorável contribuirá para manter as remessas de lucros das subsidiárias brasileiras para as matrizes das multinacionais ainda elevadas, evitando diminuição mais expressiva em 2009 ante 2008.

Contribuição para o aumento das remessas de lucros por setor (US\$ bilhões)



Remessas de lucros e dividendos (US\$ bilhões)

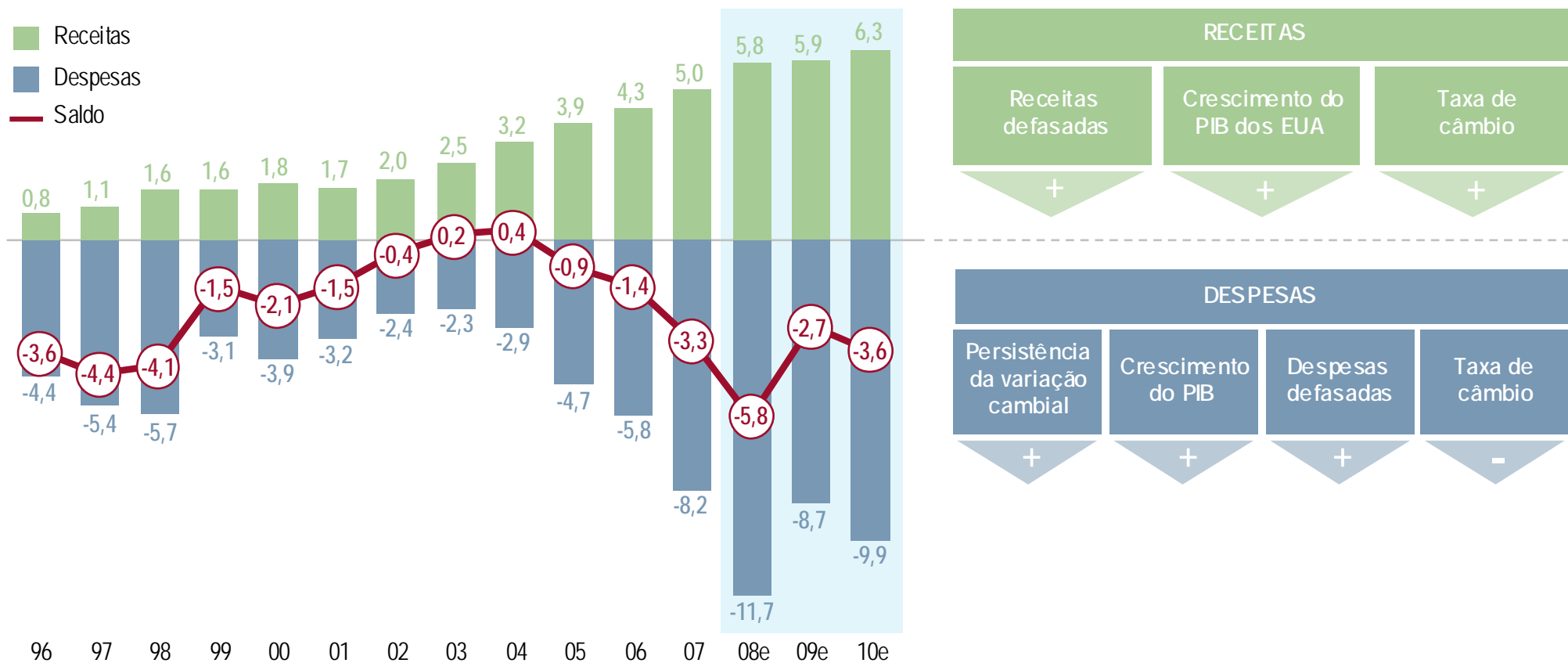


Fonte: Banco Central, Receita Federal, Credit Suisse

Redução significativa das despesas com viagens em 2009

- Desaceleração da atividade doméstica e depreciação cambial reduzirão as despesas com viagens internacionais em 2009.

Despesas com viagens internacionais
(US\$ bilhões)

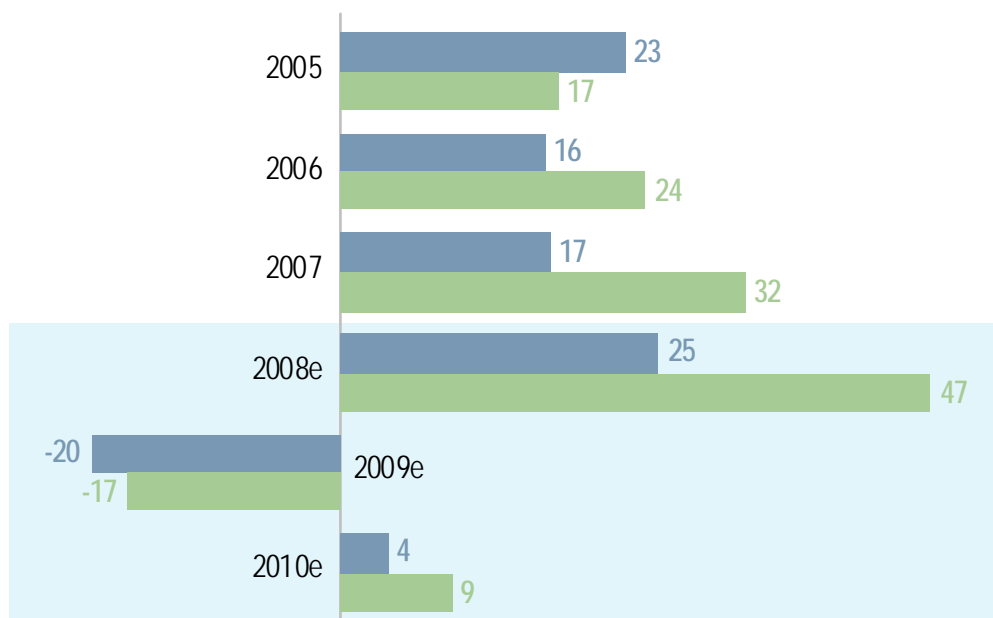


Fonte: Banco Central, Credit Suisse

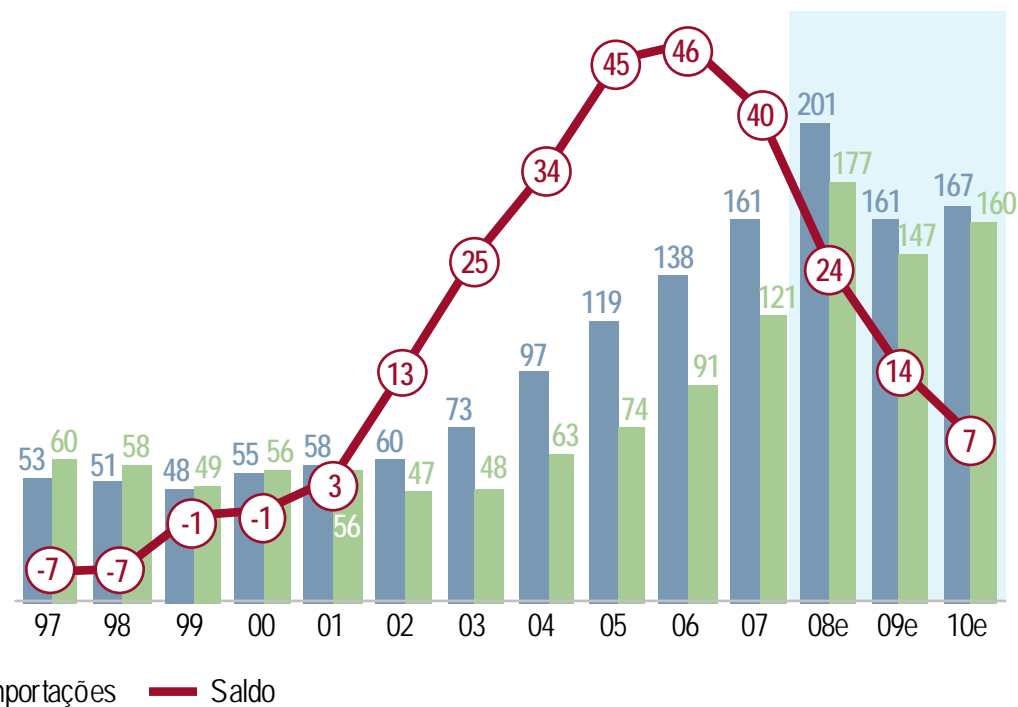
Redução da corrente de comércio e do saldo comercial em 2009

- Desaceleração da demanda doméstica e externa e menores preços de commodities reduzirão exportações e importações em 2009.
- Projetamos redução do saldo comercial de US\$ 24 bilhões em 2008 para US\$ 14 bilhões em 2009, em parte devido ao maior peso de commodities nas exportações.

Crescimento de exportações e importações (%)



Exportações, importações e saldo comercial (US\$ bilhões)



Fonte: MDIC, Credit Suisse

Commodities têm maior peso na pauta de exportações

- Peso de commodities nas exportações é maior do que nas importações.
- Importações de commodities são concentradas em combustíveis, fertilizantes e siderúrgicos.

Pauta de importações do País (US\$ bilhões⁽¹⁾)

	Dez-06	Dez-07	Out-08	% da pauta
Principais produtos	58,7	77,6	112,9	66
Combustíveis	14,0	18,9	29,0	16,9
Azúrios e fertilizantes	2,4	4,5	9,4	5,5
Siderúrgicos e metalúrgicos	2,7	3,6	5,7	3,3
Metais não ferrosos	3,9	4,9	5,3	3,1
Borracha	1,8	2,4	3,3	1,9
Carvão	1,7	1,8	3,1	1,8
Gás natural	1,3	1,5	2,5	1,5
Complexo trigo	1,0	1,6	2,1	1,3
Commodities	28,9	39,3	60,4	35
Veículos e peças	6,6	9,3	14,0	8,2
Produtos químicos	6,0	7,8	10,4	6,1
Microproc. e aparelhos e partes de TV	7,8	6,9	9,1	5,3
Plásticos	3,4	4,2	5,6	3,3
Aviões e partes	2,5	3,5	4,6	2,7
Terminais telefônicos e partes	1,1	3,0	4,6	2,7
Produtos farmacêuticos	2,6	3,5	4,2	2,4
Não commodities	29,9	38,3	52,6	31
Demais	32,6	43,0	54,9	34
Total	91,4	120,6	167,8	100

⁽¹⁾ Total acumulado em 12 meses.

Pauta de exportações do País (US\$ bilhões⁽¹⁾)

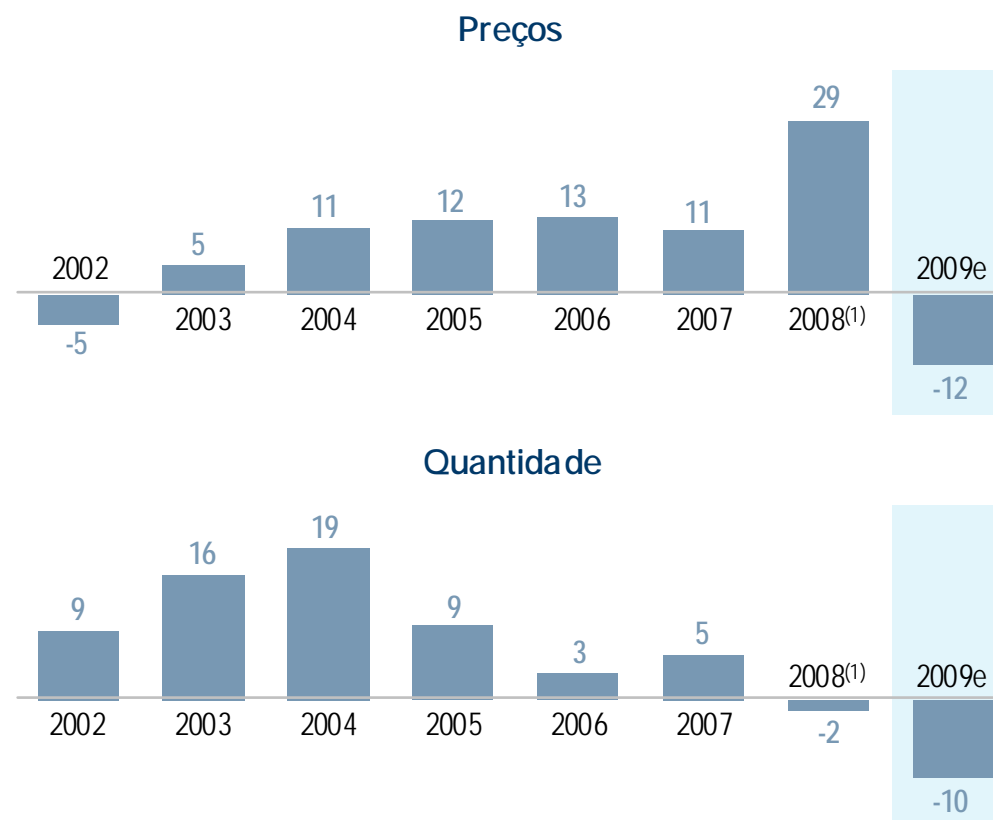
	Dez-06	Dez-07	Out-08	% da pauta
Principais produtos	100,5	118,3	151,0	75
Petróleo e derivados	13,0	16,0	23,3	11,6
Minério de ferro	9,8	12,0	18,2	9,0
Complexo soja	9,3	11,4	17,7	8,8
Siderúrgicos e metalúrgicos	10,3	11,1	15,0	7,4
Carne de frango	3,5	5,0	7,0	3,5
Metais não-ferrosos	5,1	6,2	6,7	3,3
Papel e celulose	3,8	4,7	5,9	2,9
Carne bovina	3,9	4,4	5,4	2,7
Café	3,7	4,3	5,2	2,6
Açúcar	6,2	5,1	5,1	2,5
Madeiras	3,2	3,3	3,0	1,5
Fumo e tabaco	1,8	2,3	2,7	1,3
Etanol	1,6	1,5	2,2	1,1
Peles e couros	1,9	2,2	2,0	1,0
Carne suína	1,0	1,2	1,6	0,8
Complexo milho	0,5	1,9	1,4	0,7
Commodities	78,5	92,8	122,4	61
Aviões	3,4	5,1	6,0	3,0
Produtos químicos	3,8	4,7	5,5	2,7
Automóveis e motocicletas	4,9	4,9	5,2	2,6
Veículos de transporte	3,9	4,6	5,2	2,6
Peças e partes de veículos	3,0	3,2	3,6	1,8
Calçados	2,0	2,0	2,0	1,0
Móveis	1,0	1,0	1,0	0,5
Não-commodities	22,0	25,5	28,6	14
Demais	37,3	42,3	48,9	24
Total	137,8	160,6	199,8	100

Fonte: MDIC, Credit Suisse

Redução dos preços e da quantidade exportada em 2009

- Projetamos redução de 20% das exportações em 2009, ante crescimento de 25% em 2008.
- Demanda global mais do que compensará o efeito da depreciação cambial, resultando em redução do quantum exportado em 2009.

Crescimento das exportações
(%, ante o mesmo período do ano anterior)



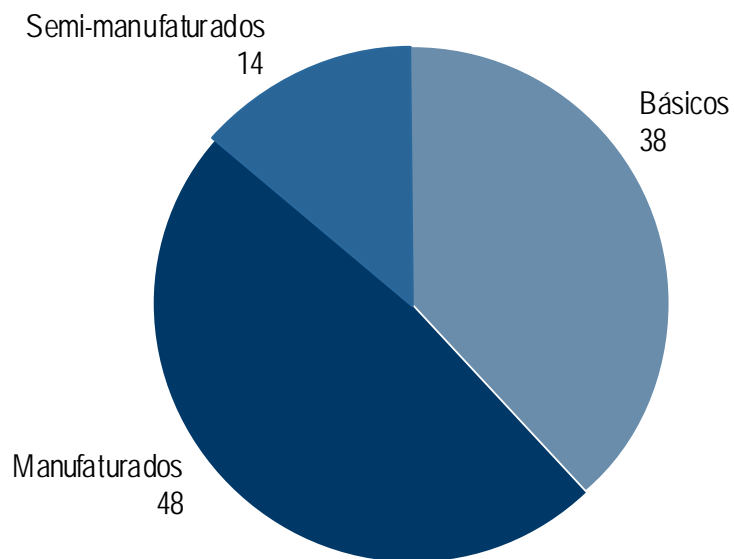
⁽¹⁾ Acumulado no ano até outubro.

Fonte: Funcex, MDIC, Credit Suisse

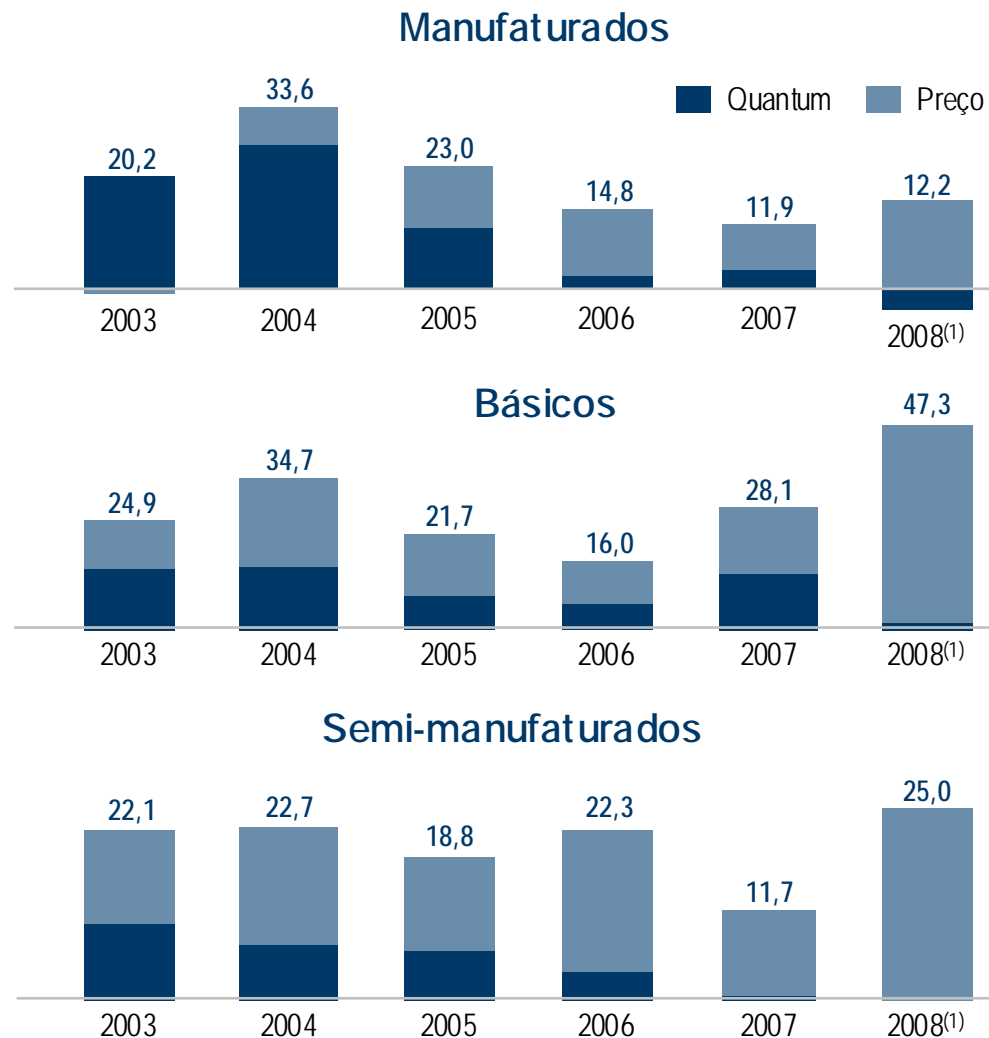
Redução generalizada de preços e quantidades em 2009

- Efeito-preço explicou praticamente todo o crescimento das exportações nos grupos em 2008.
- Esperamos redução da quantidade exportada e dos preços em todas as classes de produtos exportados pelo País em 2009.

Composição das exportações
(% do total)



Composição do crescimento das exportações
(%, ante o mesmo período do ano anterior)



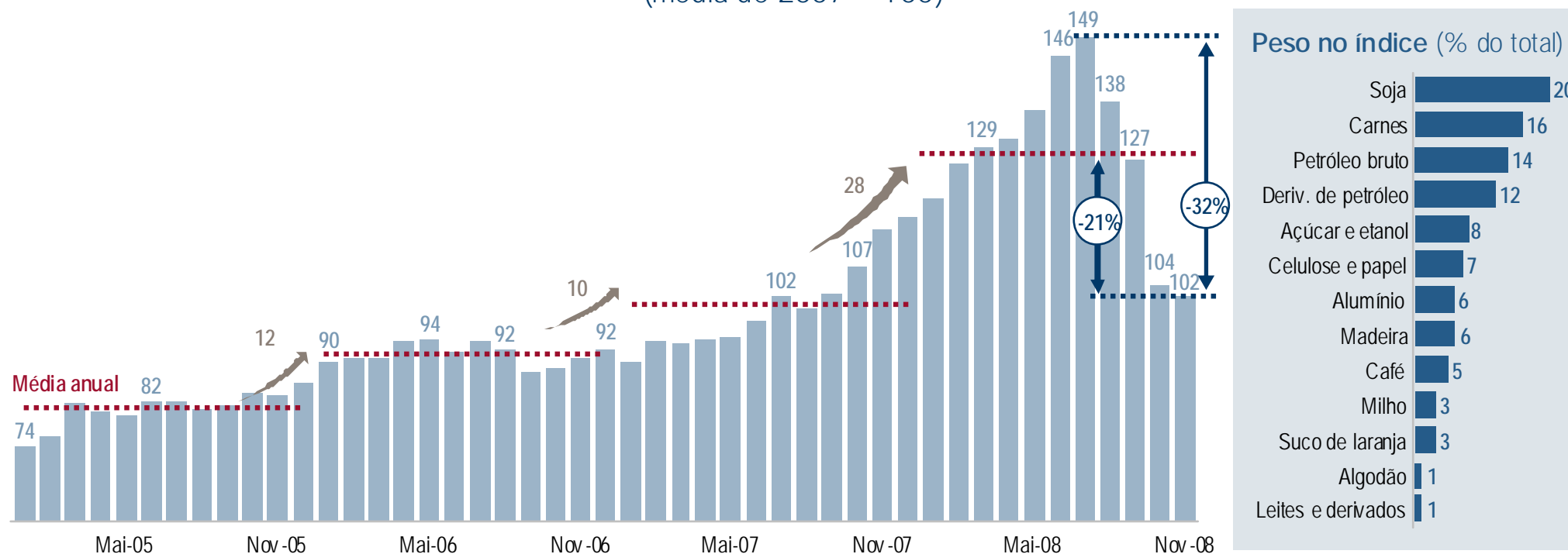
⁽¹⁾ Acumulado no ano até outubro.

Fonte: Funcex, Credit Suisse

Preços de commodities reforçarão reversão das exportações

- Commodities representam cerca de 60% das exportações brasileiras. Nosso índice de preços futuros de commodities ponderado pela participação dos produtos na pauta de exportações sugere forte redução dos preços de exportação em 2009.
- Caso os preços das principais commodities exportadas pelo País permaneçam estáveis nos níveis do fim de novembro, o índice de preços se reduzirá em 20% em 2009 ante 2008.

Índice de preços futuros das exportações de commodities brasileiras⁽¹⁾
(média de 2007 = 100)



⁽¹⁾ O índice considera cotações negociadas nos mercados futuros internacionais e pesos nas exportações do Brasil.

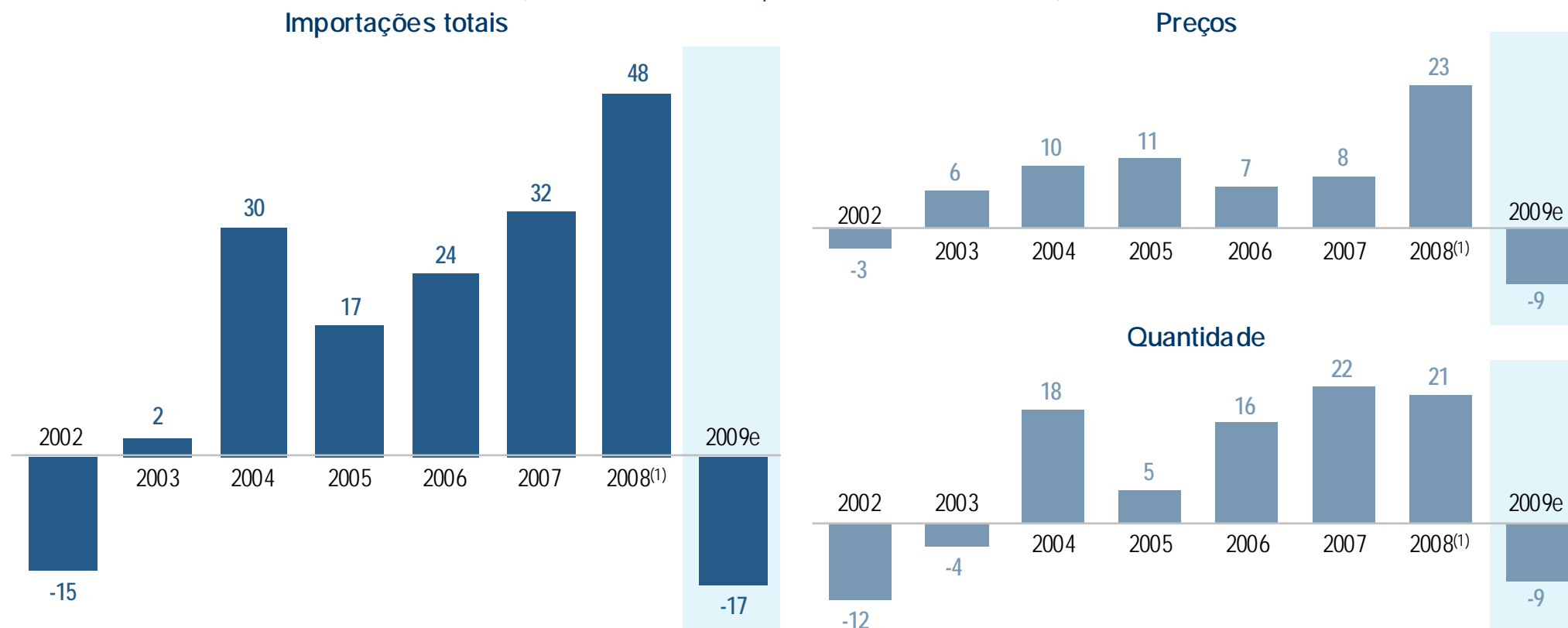
Fonte: Bloomberg, MDIC, Credit Suisse

Redução dos preços e da quantidade importada em 2009

- Projetamos redução de 17% das importações em 2009, ante crescimento de 47% em 2008.
- Menores preços de commodities contribuirão para reduzir as importações em 2009. Desaceleração da demanda doméstica e da depreciação cambial reduzirão o quantum importado.

Crescimento das importações

(%, ante o mesmo período do ano anterior)



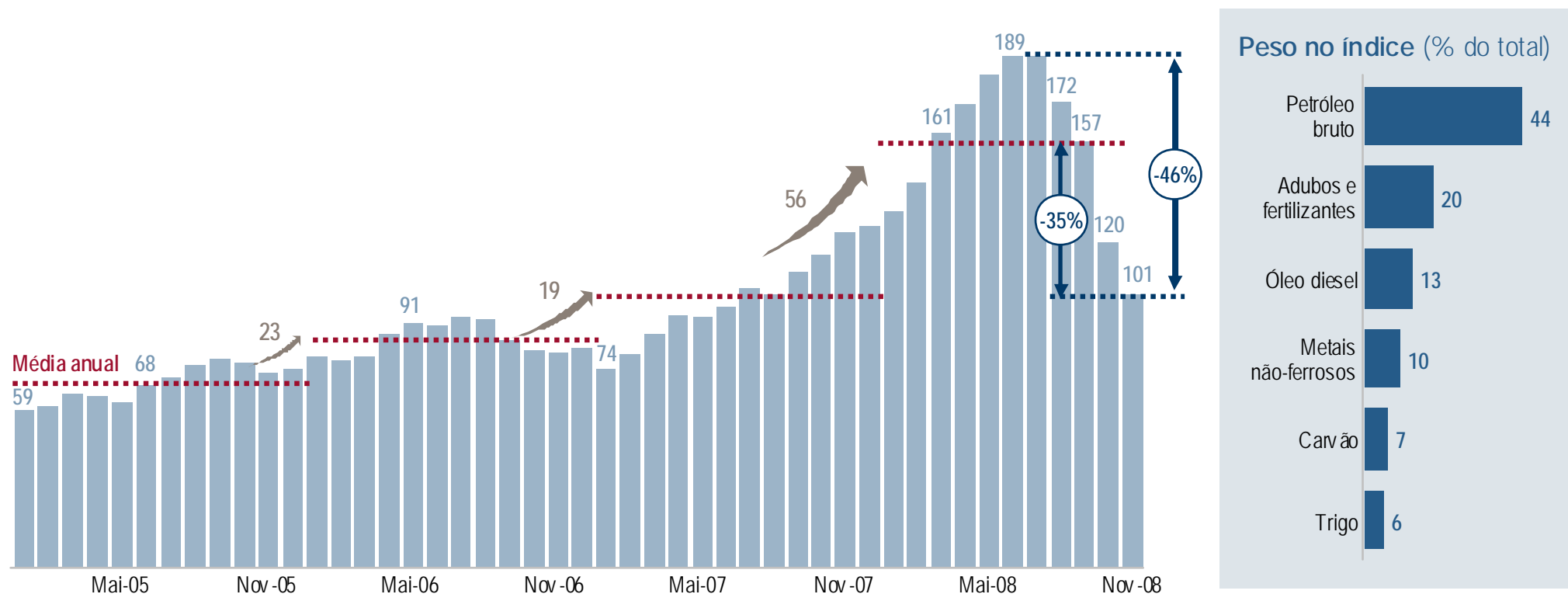
⁽¹⁾ Acumulado no ano até outubro.

Fonte: Funcex, MDIC, Credit Suisse

Preços de commodities favorecem redução das importações

- Commodities representam 35-40% das importações totais do País. Nosso índice de preços futuros de commodities importadas ponderado pela participação dos produtos na pauta sugere forte redução de preços para 2009 ante 2008. A manutenção dos preços estáveis no nível de novembro até o fim de 2009 reduziria o índice em 33% na média entre 2008 e 2009.

Índice de preços futuros das importações de commodities brasileiras⁽¹⁾
(média de 2007 = 100)



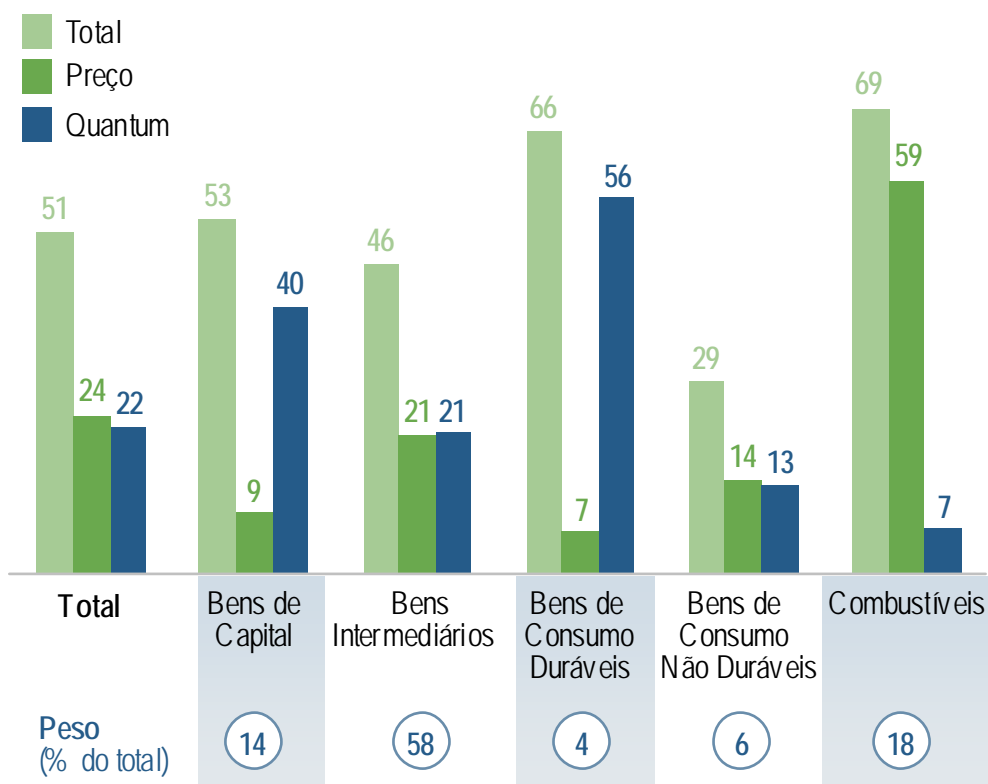
⁽¹⁾ O índice considera cotações negociadas nos mercados futuros internacionais e pesos nas importações do Brasil.

Fonte: Bloomberg, MDIC, Credit Suisse

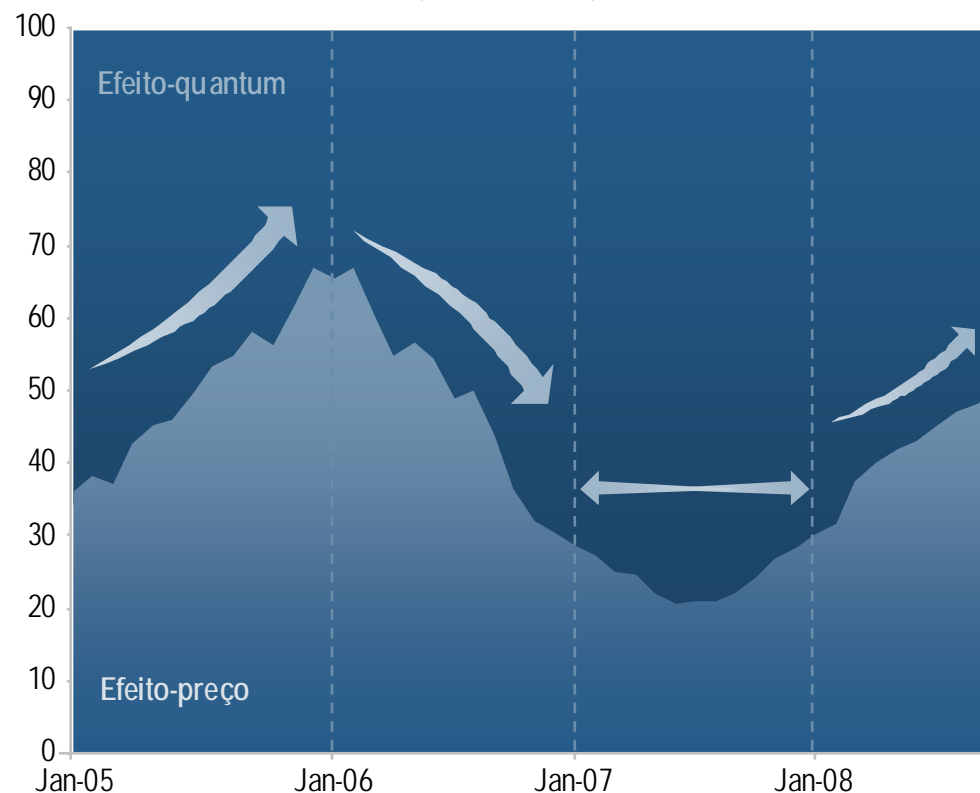
Redução das importações será generalizada em 2009

- Desaceleração do quantum importado será significativa nos setores de bens de capital e de consumo duráveis, com destaque para veículos. A redução dos preços terá impacto mais significativo nas importações de combustíveis e de bens intermediários.

Crescimento das importações por categoria de uso
(%, acumulado no ano até outubro-08)



Composição do crescimento das importações
(% do total)

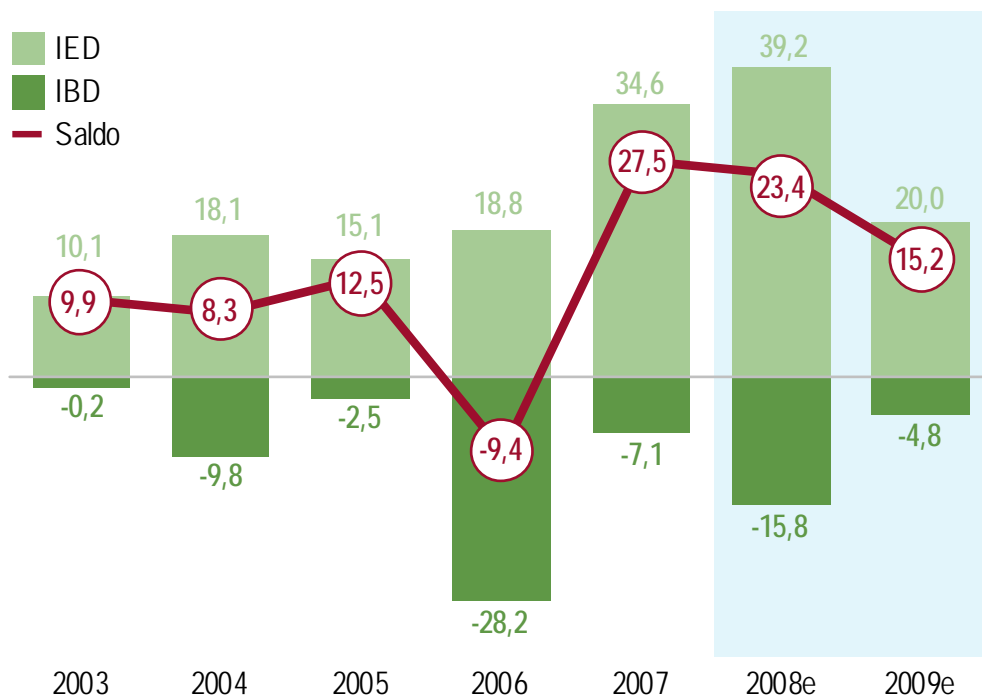


Fonte: Funcex, Credit Suisse

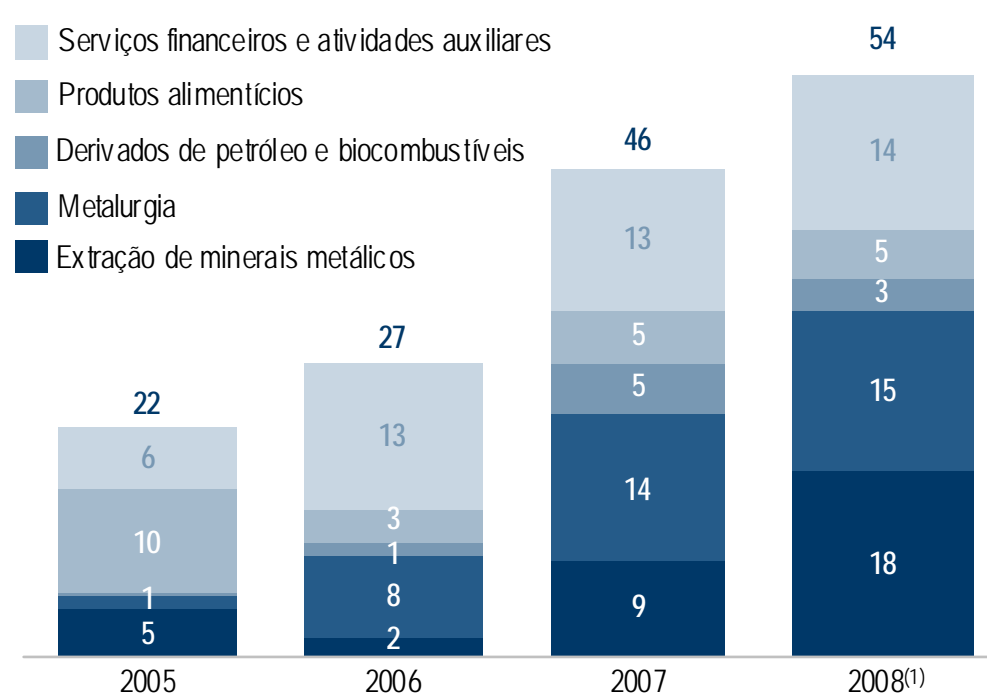
Investimento direto se reduzirá significativamente em 2009

- Recessão nos países desenvolvidos e menor crescimento doméstico reduzirão investimento estrangeiro direto (IED) para US\$ 20 bilhões em 2009. Concentração dos investimentos em setores produtores de commodities reforça nossa expectativa de redução do IED.
- Esperamos redução das saídas de investimento brasileiro no exterior (IBD), o que compensará, parcialmente, a redução do IED.

Investimento estrangeiro direto (IED) e investimento brasileiro direto (IBD) (US\$ bilhões)



Investimento estrangeiro direto – principais setores (% do total)



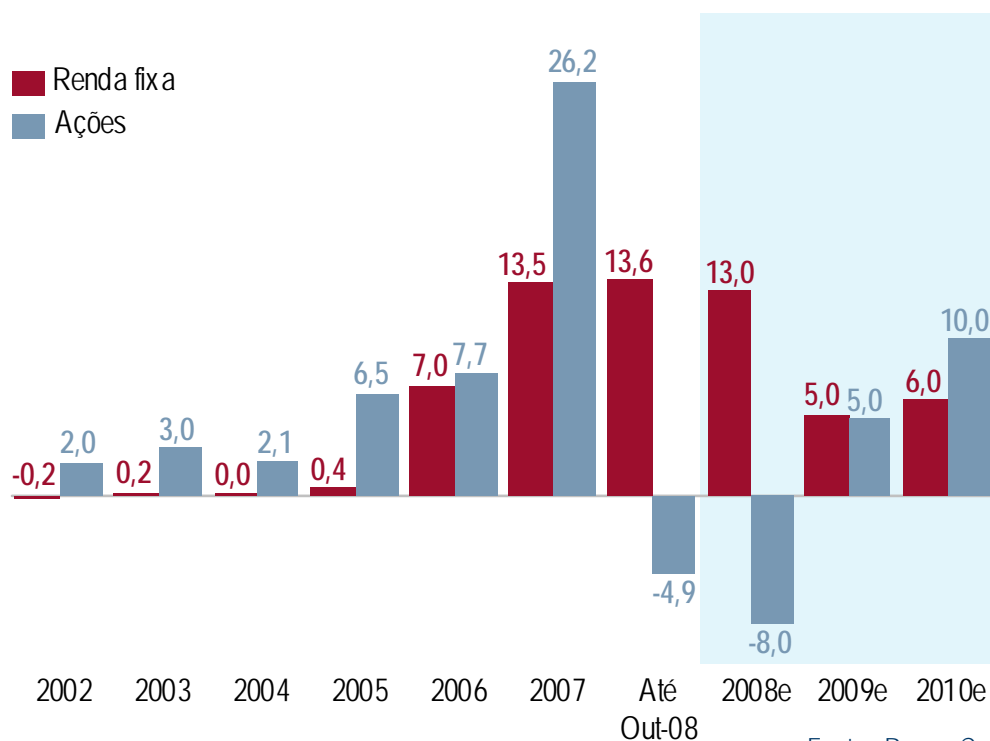
Fonte: Banco Central, Credit Suisse

(1) Acumulado no ano até outubro.

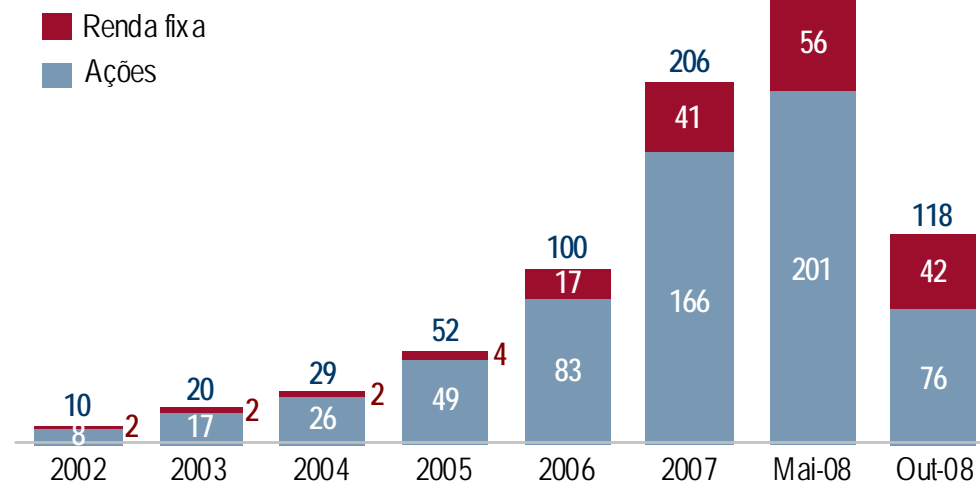
Baixo influxo de investimentos estrangeiros em carteira em 2009

- Investimentos em carteira se mantêm em patamar baixo em 2009, com redução dos investimentos de estrangeiros em títulos de renda fixa e ligeiro retorno das entradas de investimentos em ações.

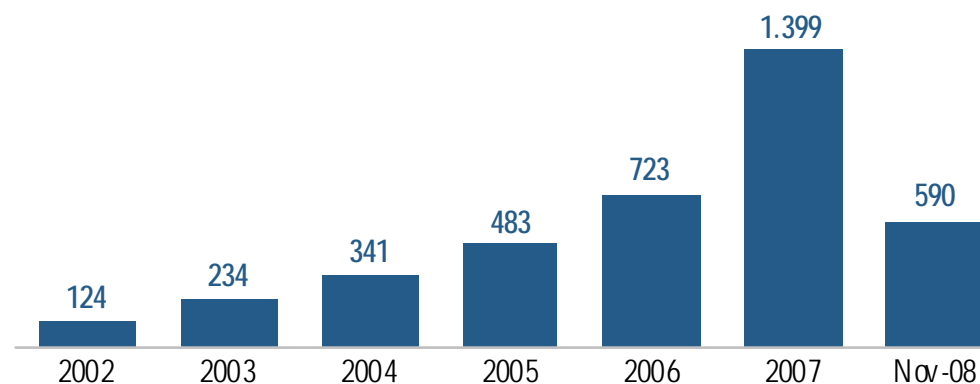
Investimento estrangeiro em carteira
(US\$ bilhões)



Estoque de investimentos estrangeiros em carteira
(US\$ bilhões)



Capitalização da Bovespa
(US\$ bilhões)

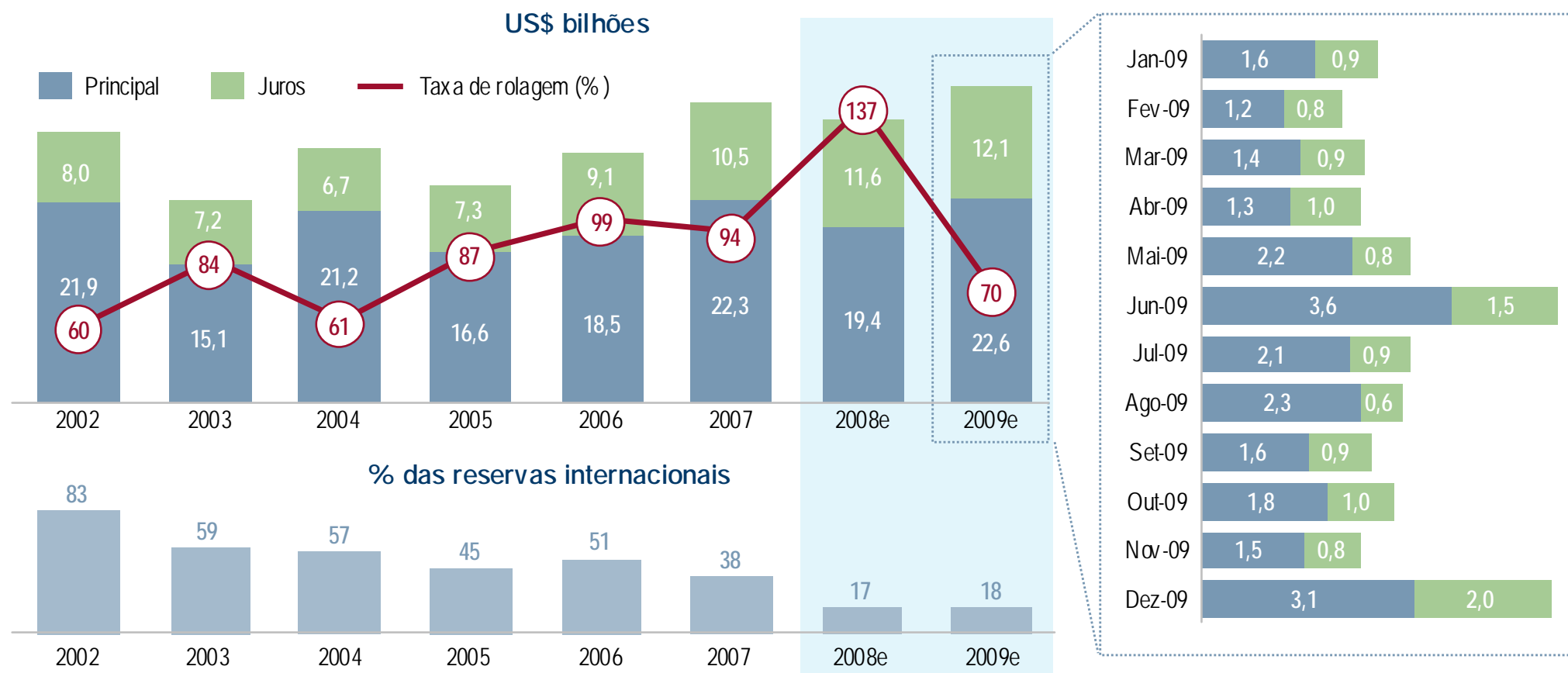


Fonte: Banco Central, CVM, Credit Suisse

Redução do financiamento privado externo em 2009

- Volume do serviço da dívida externa como proporção das reservas internacionais é relativamente baixo. Menor disponibilidade de crédito externo resultará em redução da taxa de rolagem da dívida externa privada em 2009.

Taxa de rolagem e serviço da dívida externa privada de médio e longo prazos

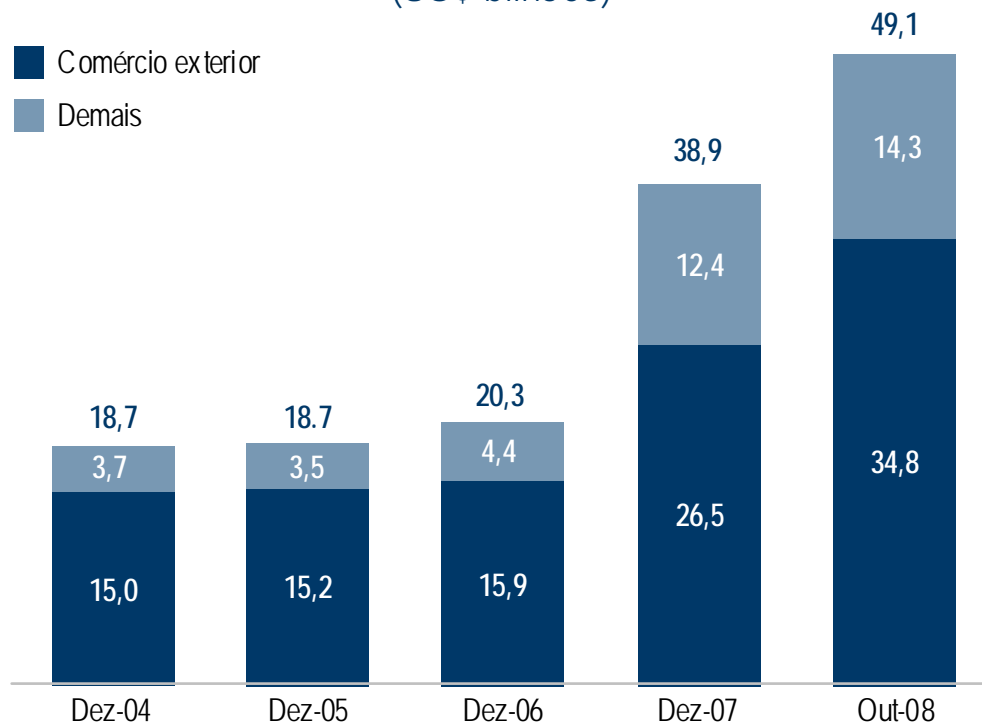


Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Menor crédito externo reduzirá rolagem da dívida de curto prazo

- Cerca de 70% da dívida externa de curto prazo foi contraída para financiamento de operações de comércio exterior e não será rolada integralmente em 2009.
- Parcela financiada das exportações continuará a se reduzir em 2009, refletindo menor influxo na rubrica “curto prazo e demais” do balanço de pagamentos.

Composição da dívida externa de curto prazo
(US\$ bilhões)



Financiamento às exportações ⁽¹⁾ (% das exportações) e crédito comercial de curto prazo (US\$ bilhões)



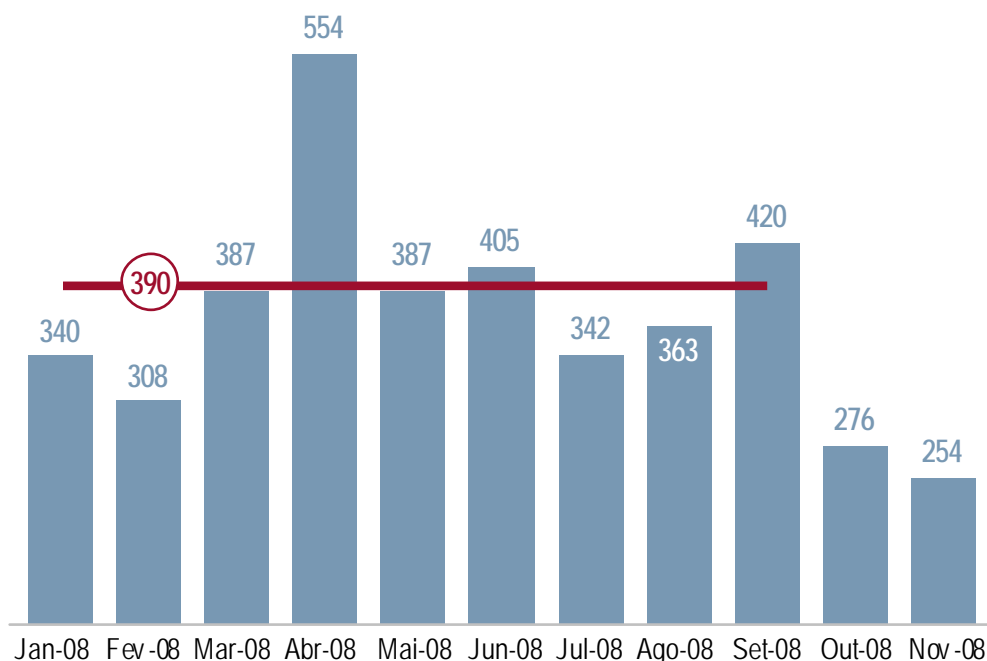
⁽¹⁾ Inclui operações de antecipação para contratos de câmbio (ACC) e pagamento antecipado (PA) de exportações.

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Leilões do Banco Central atenuam retração do crédito externo

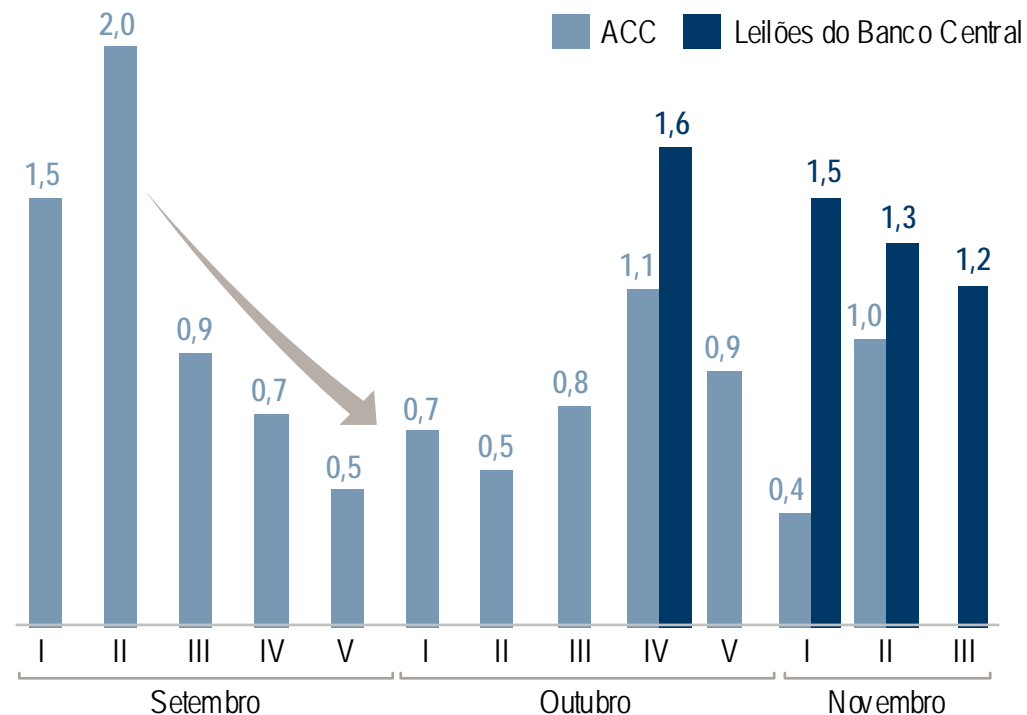
- Retração das operações de financiamento das exportações representa risco para redução mais expressiva das exportações do País em 2009.
- No curto prazo, as intervenções do Banco Central provendo linhas de crédito em dólares compensarão parcialmente a redução das linhas interbancárias privadas.

Média diária das operações de financiamento às exportações⁽¹⁾ (US\$ milhões)



⁽¹⁾ Inclui operações de antecipação para contratos de câmbio (ACC) e pagamento antecipado (PA) de exportações.

Operações de ACC e leilões de dólares para repasse a exportadores (US\$ bilhões por semana)

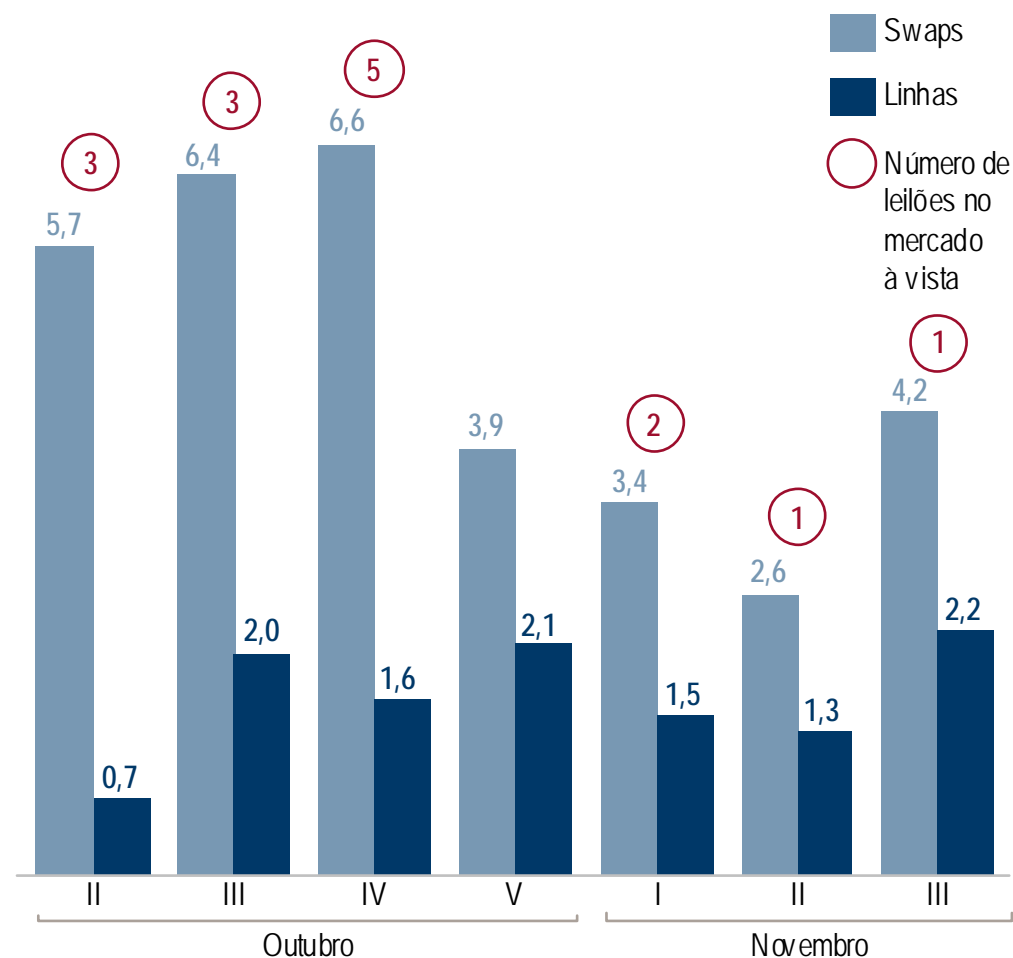


Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Saída de divisas não causou a depreciação cambial de 2008

- Depreciação cambial desde a 2ª quinzena de setembro não resultou do aumento da saída de divisas do País.
- Depreciação resultou, provavelmente, da combinação de um menor influxo financeiro e comercial e da maior procura por derivativos pelas empresas para eliminar exposição cambial.
- Banco Central concentrou suas intervenções na venda de contrato de swap cambial e de linhas de dólares para liquidez (venda à vista com recompra no mercado futuro).

Resumo das intervenções do Banco Central no mercado cambial
(US\$ bilhões por semana)



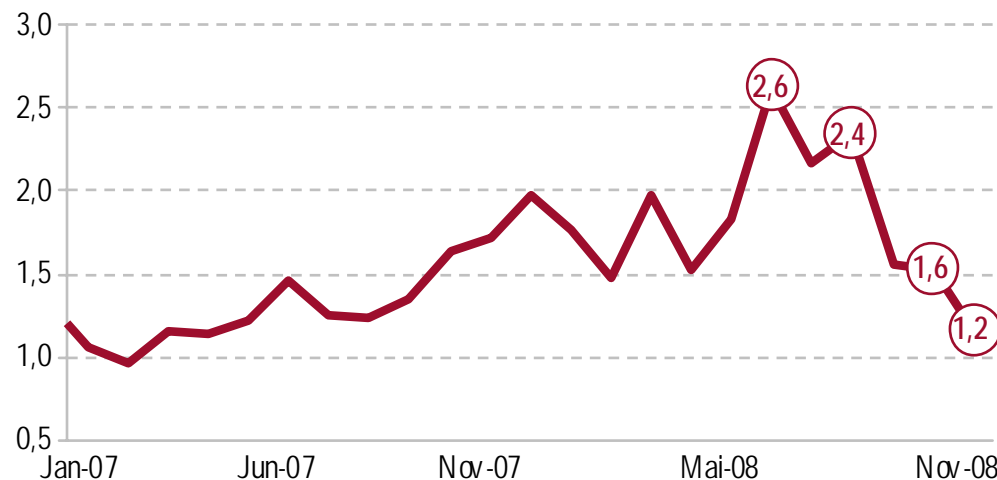
Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Estoque de investimentos em carteira é inferior às reservas

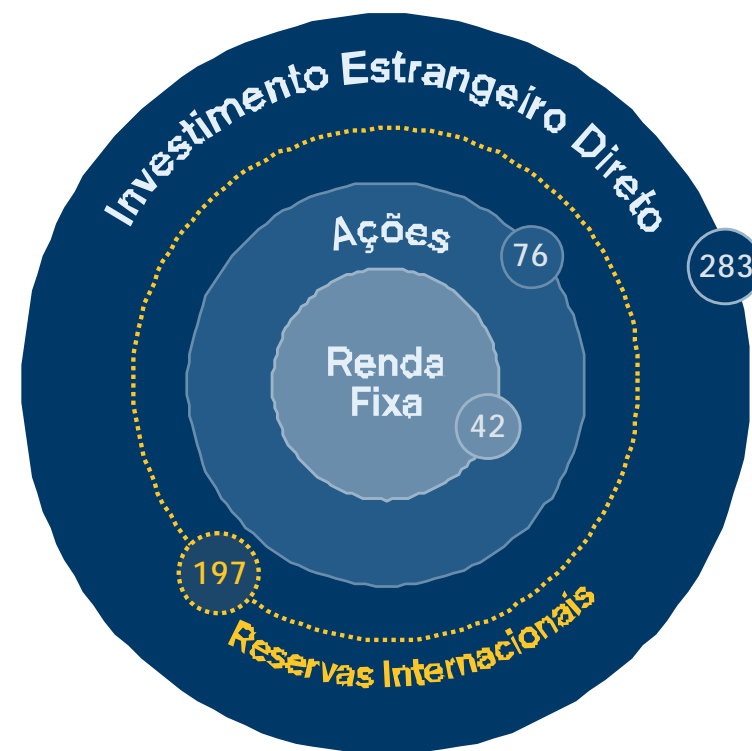
- Média diária das saídas de divisas nas operações financeiras não aumentou nos últimos meses de 2008.
- Volume das reservas é superior ao estoque de investimentos de estrangeiros em títulos de renda fixa (US\$ 42 bilhões) e ações (US\$ 76 bilhões).

Potencial de saída de divisas de investidores estrangeiros no País
(US\$ bilhões, em outubro de 2008)

Média diária das saídas de divisas pelas operações financeiras
(US\$ bilhões)



Fonte: Banco Central, CVM, Credit Suisse



Redução generalizada do influxo de divisas em 2009

- Câmbio mais depreciado e menor demanda doméstica conterão ritmo de alta do déficit em transações correntes em um cenário de redução generalizada dos influxos pela conta financeira.

Usos e Fontes (US\$ bilhões)

	2007	2008 ⁽¹⁾	2008e	2009e	2010e
USOS	-36,5	-41,2	-53	-49	-60
Transações correntes	1,7	-24,8	-29	-22	-34
Balança comercial	40,0	20,8	24	14	7
Exportações	160,6	169,4	201	161	167
Importações	-120,6	-148,5	-177	-147	-160
Serviços e rendas	-42,3	-49,0	-57	-40	-45
Juros líquidos	-7,3	-6,0	-8	-7	-9
Lucros e dividendos	-22,4	-29,3	-32	-22	-23
Viagens internacionais	-3,3	-4,9	-6	-3	-4
Demais	-9,3	-8,7	-11	-8	-9
Transferências unilaterais	4,0	3,3	4	4	4
Amortizações (médio e longo prazos)	-38,2	-16,4	-24	-27	-27
Setor público	-11,4	-4,0	-4	-3	-3
Setor privado	-26,8	-12,4	-20	-25	-24

	2007	2008 ⁽¹⁾	2008e	2009e	2010e
FONTES	36,5	41,2	53	49	60
Conta capital	0,8	0,9	1	1	1
Investimentos Estrangeiros Diretos	34,6	34,8	39	20	25
Investimentos em carteira	39,8	8,7	5	10	16
Ações	26,2	-4,9	-8	5	10
Renda fixa (médio e longo prazos)	13,5	13,6	13	5	6
Desembolsos (médio e longo prazos)	36,0	28,1	33	19	26
Setor público	3,7	2,4	2	2	2
Setor privado	32,3	25,7	30	17	24
Empréstimos do FMI	0,0	0,0	0	0	0
Ativos brasileiros no exterior	-25,2	-26,4	-30	-7	-9
Curto prazo e demais (inclui "erros/omissões")	38,1	10,4	13	5	8
Reservas internacionais brutas	180,3	197,2	190	190	196

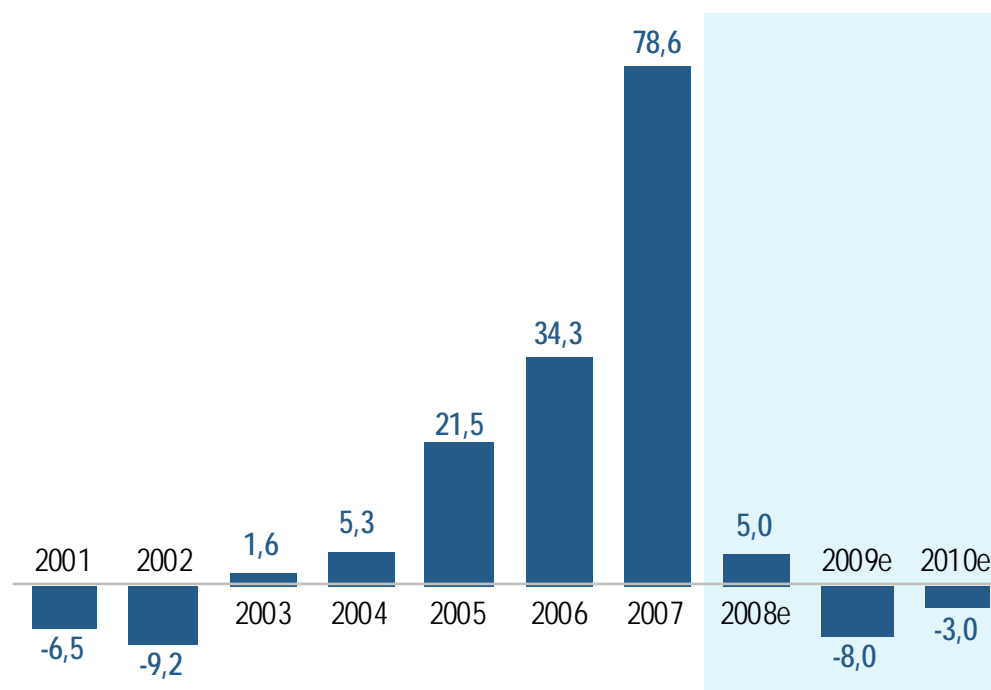
⁽¹⁾ Acumulado no ano até outubro.

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

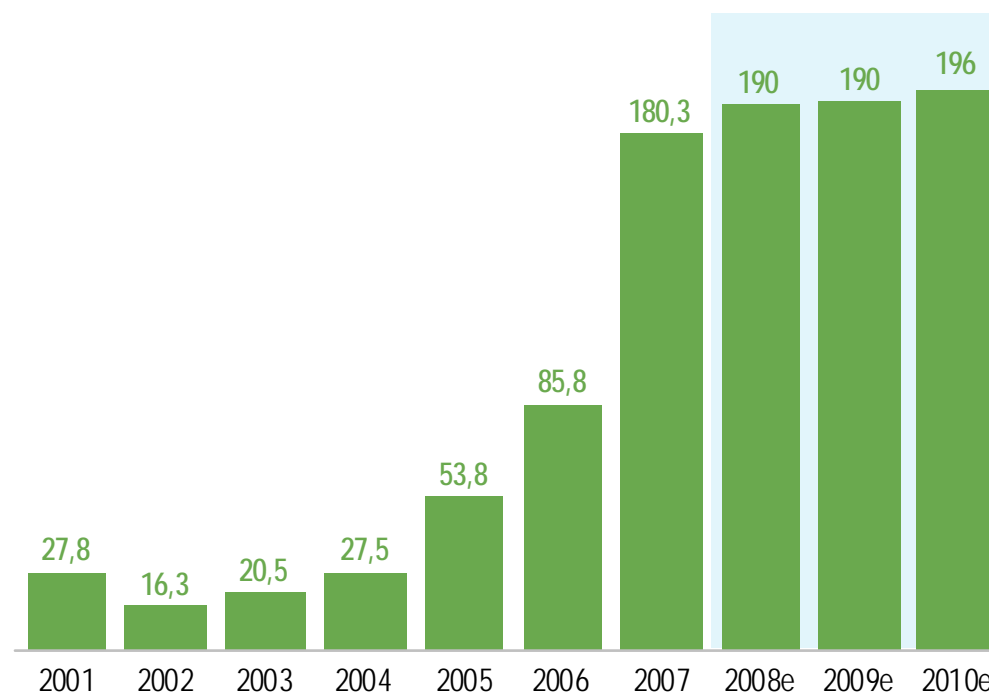
Reservas estáveis em US\$ 190 bilhões em 2009

- Projetamos venda de dólares das reservas internacionais de US\$ 8 bilhões em 2009. As reservas permanecerão estáveis em comparação ao fim de 2008.
- Volume elevado de reservas internacionais e o acesso às linhas de swap de moedas com o Fed permitirão que o Banco Central mantenha a estratégia de intervenções no mercado cambial para amenizar os efeitos da expressiva redução das linhas de crédito externo na economia.

Intervenções⁽¹⁾ do Banco Central no mercado
à vista de dólares (US\$ bilhões)



Reservas internacionais
(US\$ bilhões)



⁽¹⁾ = compra de dólares.

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Taxa de câmbio em R\$ 2,20/US\$ até o fim de 2010

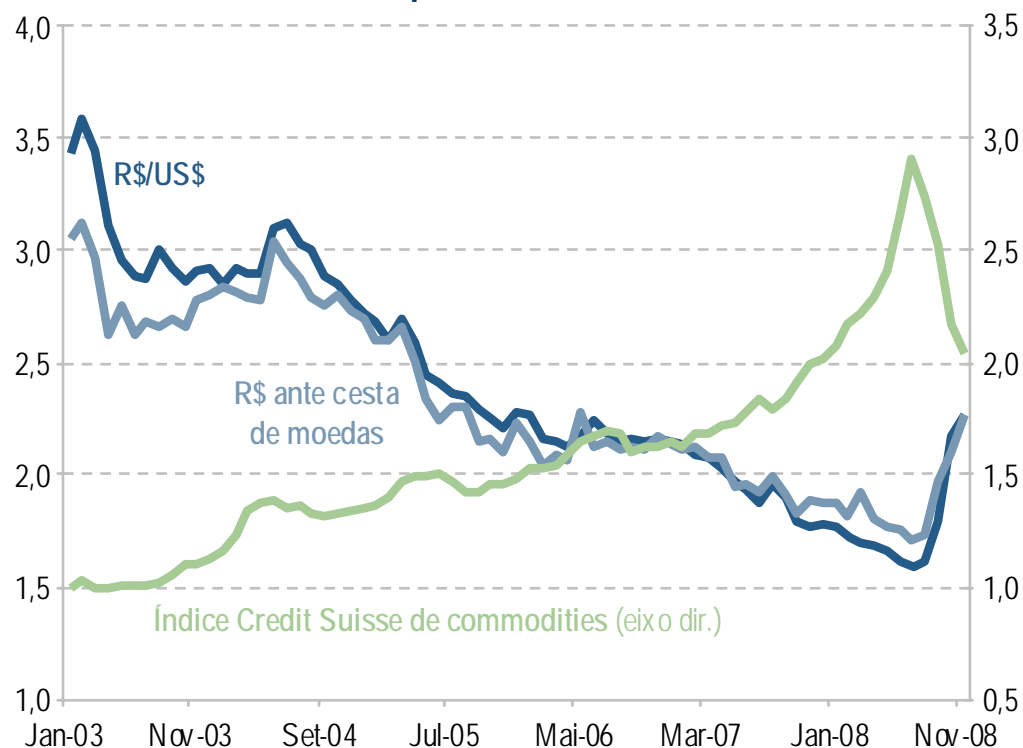
- Volatilidade da taxa de câmbio se elevou significativamente nos últimos trimestres, alcançando o seu maior valor desde 2002.
- Assumimos câmbio de R\$ 2,20/US\$ no fim de 2008, 2009 e 2010.

Taxa de câmbio real multilateral⁽¹⁾
(Junho de 94 = 100)



⁽¹⁾ Cesta composta por moedas de 13 países ponderada pela participação na corrente de comércio com o País.

Taxa de câmbio nominal bilateral e multilateral⁽¹⁾ e índice de preço de commodities



Fonte: Banco Central, Credit Suisse



Atividade Econômica

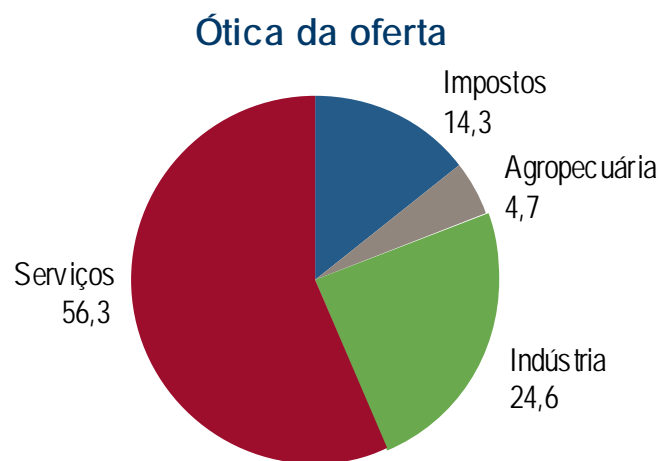
Propagação da crise global no Brasil



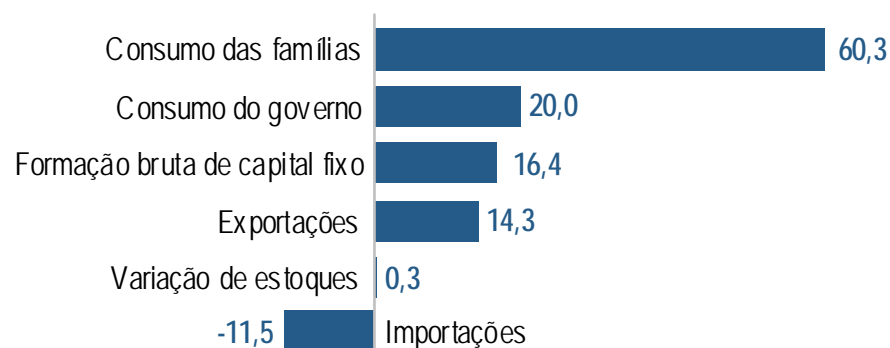
Crescimento do PIB de 1,3% em 2009 e 3,5% em 2010

- Crescimento do PIB diminuirá de 5,7% em 2008 para 1,3% em 2009, com retomada em 2010. Ciclo mais longo de crescimento desde a década de 70 será interrompido após 22 trimestres. Nosso cenário considera leve recessão em 2009, com queda do produto em dois trimestres consecutivos.

Composição do PIB - 2006 (%)



Ótica da demanda



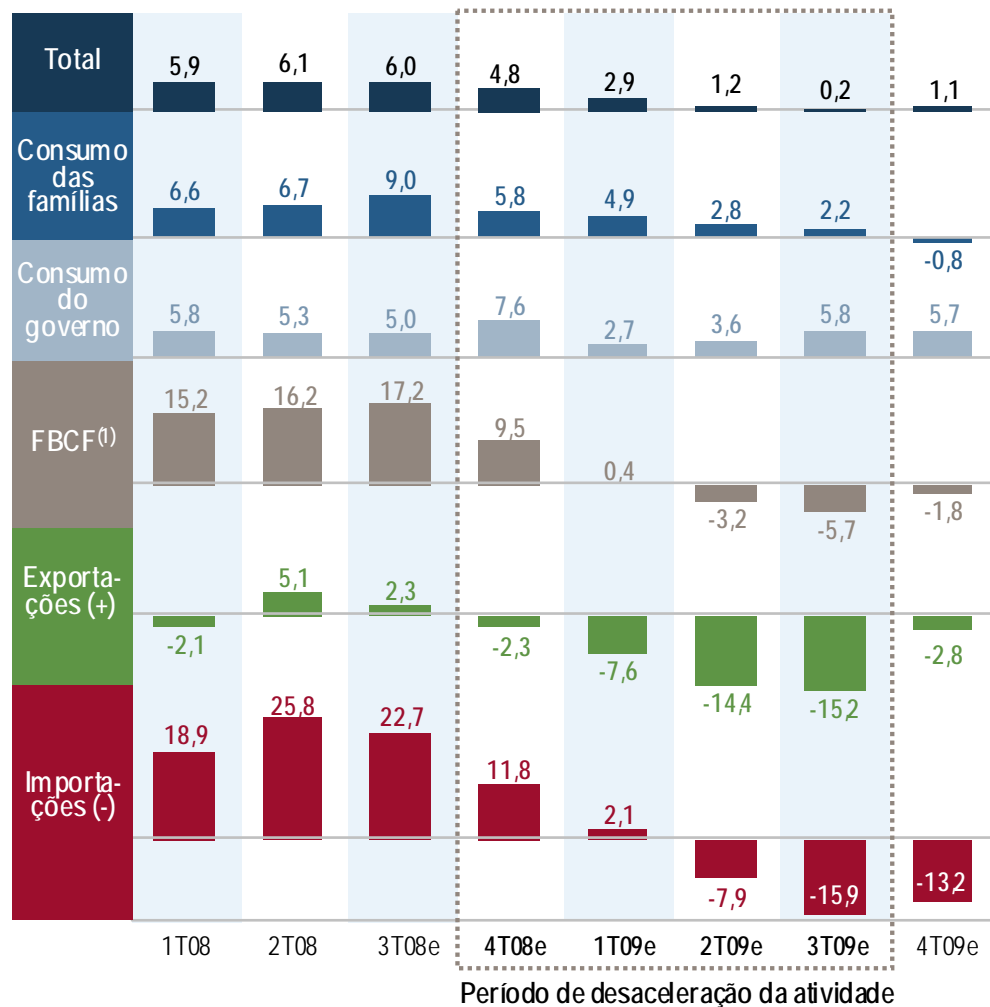
Crescimento do PIB sob a ótica da oferta e da demanda (%)

	2006	2007	2008e	2009e	2010e
PIB	4,0	5,4	5,7	1,3	3,5
Oferta					
Agropecuária	4,2	5,3	4,6	1,0	4,0
Indústria	2,9	4,9	6,2	-0,7	3,4
Serviços	3,8	4,7	4,9	2,0	3,4
Demanda					
Consumo das famílias	5,3	6,5	7,0	2,2	3,7
Consumo do governo	2,6	3,1	6,0	4,5	5,0
Formação bruta de capital fixo	9,8	13,4	14,5	-2,7	5,2
Exportações	5,0	6,6	0,8	-10,2	3,3
Importações	18,4	20,7	19,6	-9,2	8,7

Fonte: IBGE, Credit Suisse

Elevada incerteza sobre a dinâmica do PIB em 2009

Crescimento do PIB sob a ótica da demanda
(%, ante o mesmo período do ano anterior)



(1) Formação bruta de capital fixo.

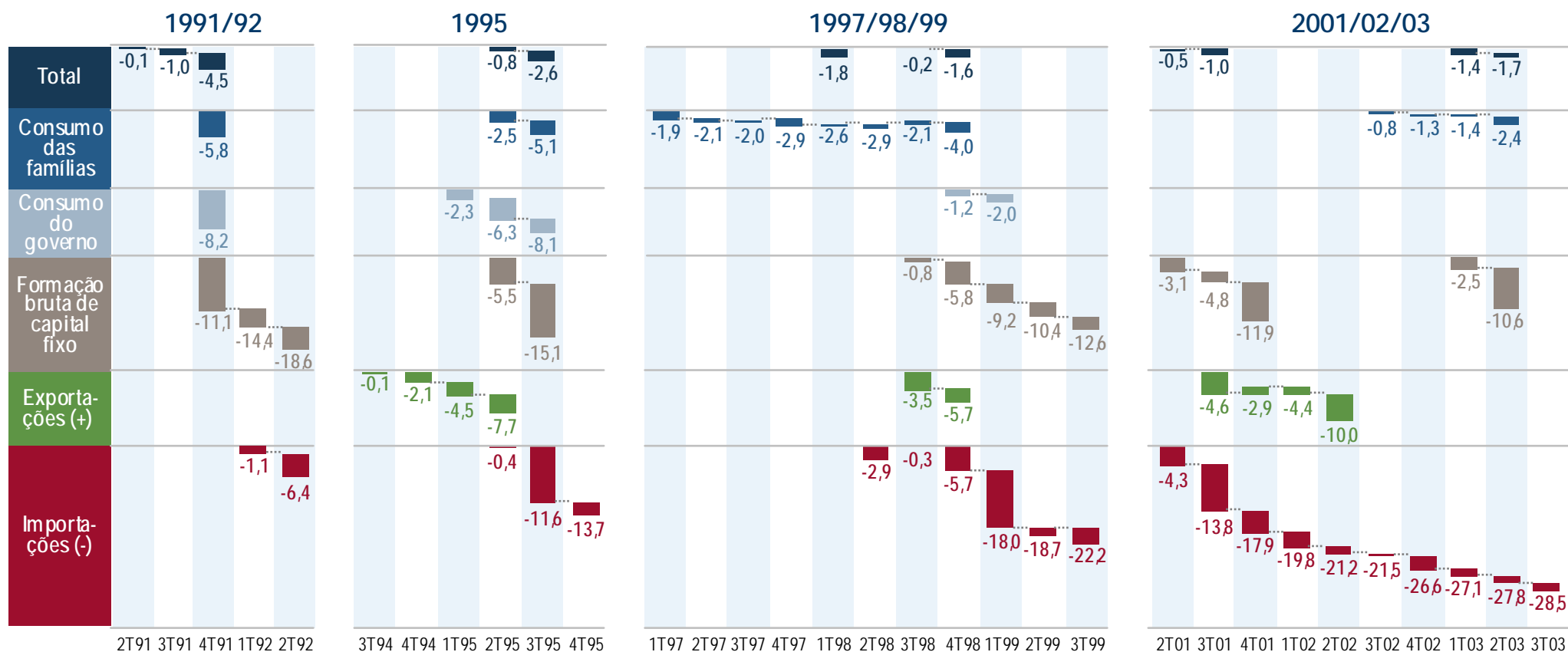
Fonte: IBGE, Credit Suisse

- Desaceleração da atividade econômica será menos intensa e mais breve do que nas recessões anteriores (desde 1991).
- Projeções para a trajetória do crescimento do PIB e seus componentes em períodos de reversão dos ciclos são menos robustas do que durante os ciclos econômicos.
- Incerteza sobre a trajetória de variáveis de preços (taxa de juros e taxa de câmbio) é ainda maior que a usual, tornando os modelos de projeção menos confiáveis, ainda mais quando há causas domésticas e externas para a reversão do ciclo econômico.
- Para construção das nossas projeções, adotou-se a estratégia de modelar os componentes do PIB e realizar simulações em função da dinâmica das desacelerações passadas.

Recessões passadas indicam forte redução dos investimentos

- Formação bruta de capital fixo e importações se reduzem significativamente nas recessões. Sob a ótica da demanda, os componentes do PIB com menor redução nas crises são, geralmente, o consumo das famílias e o consumo do governo.

Crescimento acumulado do PIB sob a ótica da demanda nas recessões desde 1991
(%, ante o trimestre anterior, com ajuste sazonal)

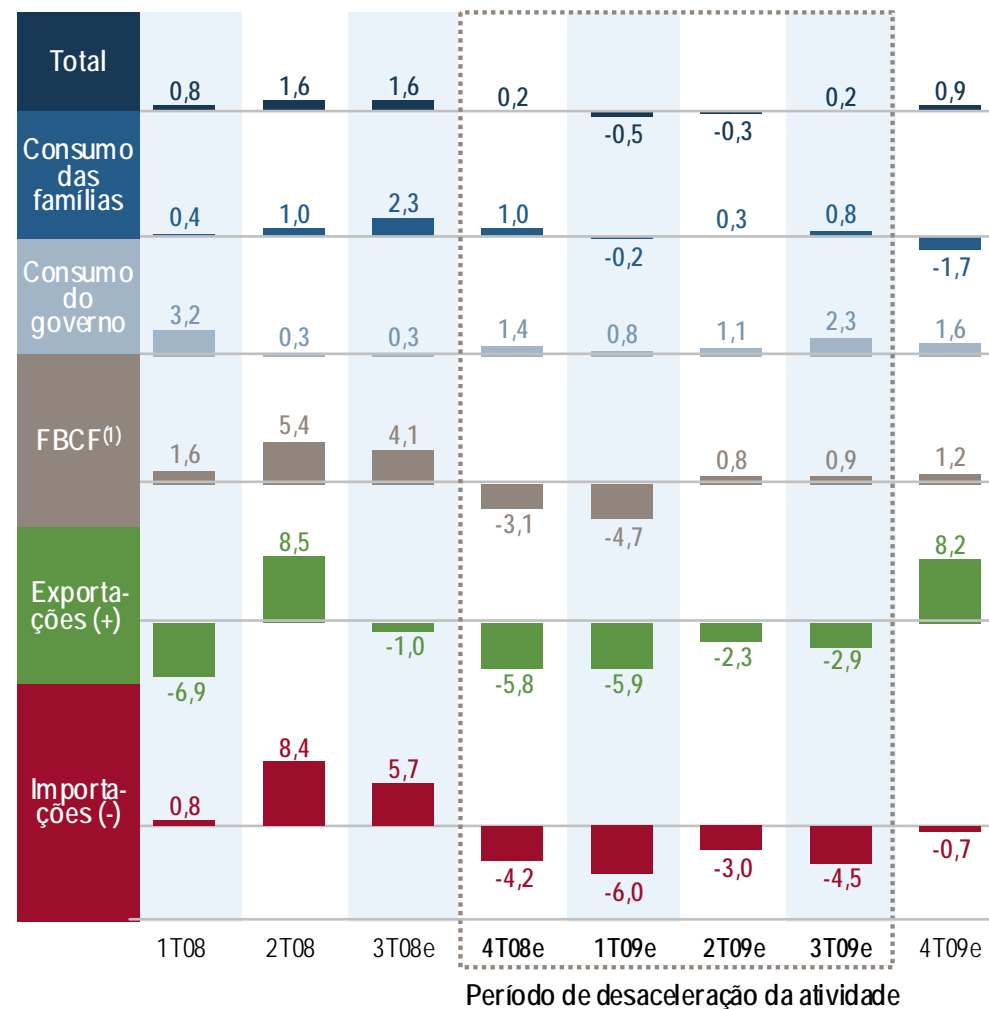


Fonte: IBGE, Credit Suisse

Leve recessão no 1S09 e recuperação a partir do 4T09

- Projetamos relativa estabilidade do PIB no 4T08 e no 3T09 e recessão (queda do produto) nos 1T09 e 2T09.
- Consumo das famílias se desacelerará, estabilizando-se no 1S09. Os investimentos recuarão no 4T08 e no 1T09, com retomada da expansão a partir do 2S09.
- Projeções da trajetória na margem (T/T-1, com ajuste sazonal) não são bons indicadores da dinâmica da economia em períodos de reversão do ciclo econômico:
 - ⇒ Quanto mais acentuada for essa reversão, maiores serão as revisões da série com ajuste sazonal do PIB e de seus componentes quando da divulgação dos resultados do trimestre seguinte.
 - ⇒ Provavelmente, as revisões da série de crescimento na margem do 4T08, do 1T09 e do 2T09 serão as mais significativas.

Crescimento do PIB sob a ótica da demanda
(%, ante o período anterior, com ajuste sazonal)



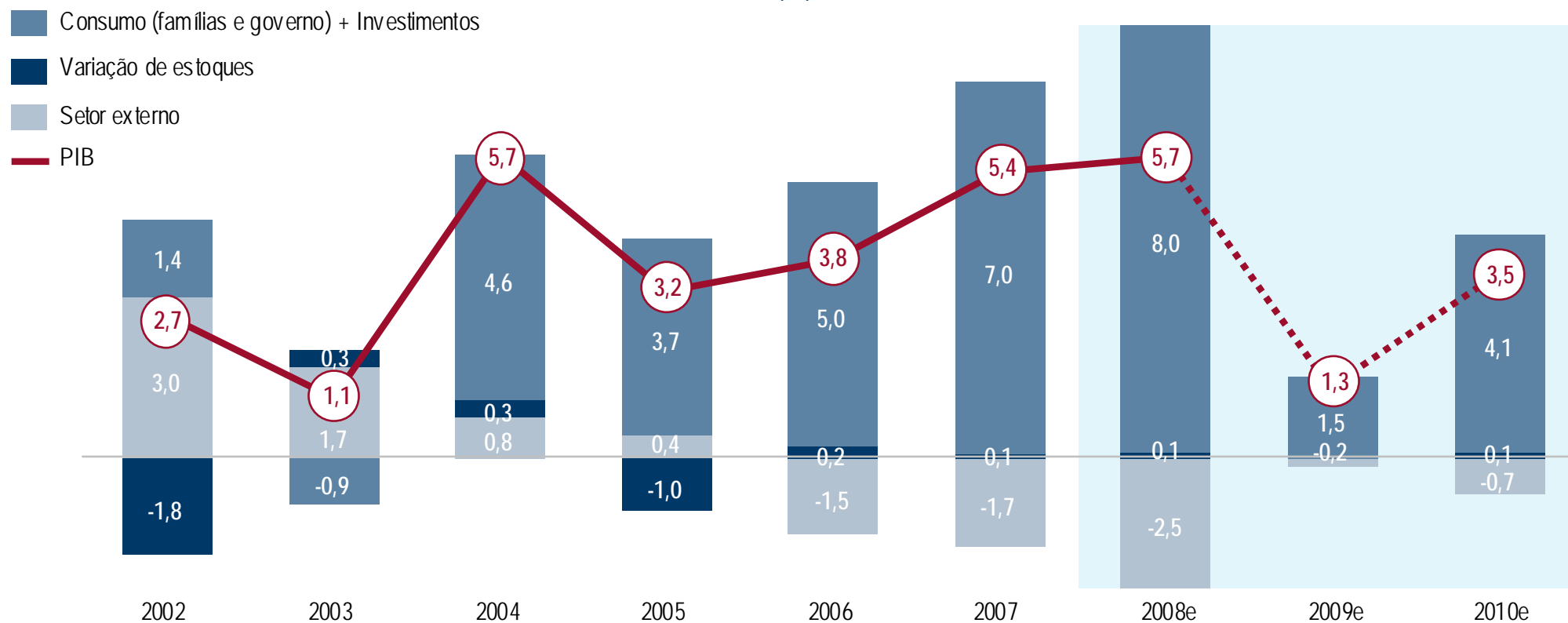
Fonte: IBGE, Credit Suisse

(1) Formação bruta de capital fixo.

Demanda doméstica crescerá bem menos em 2009

- Crescimento da demanda doméstica diminuirá de 8,0% em 2008 para 1,5% em 2009.
- Redução da demanda doméstica privada será o principal destaque na reversão do crescimento do PIB em 2009, uma vez que o consumo e os investimentos públicos desacelerarão de maneira menos expressiva.

Contribuição dos componentes para o crescimento do PIB
(p.p.)

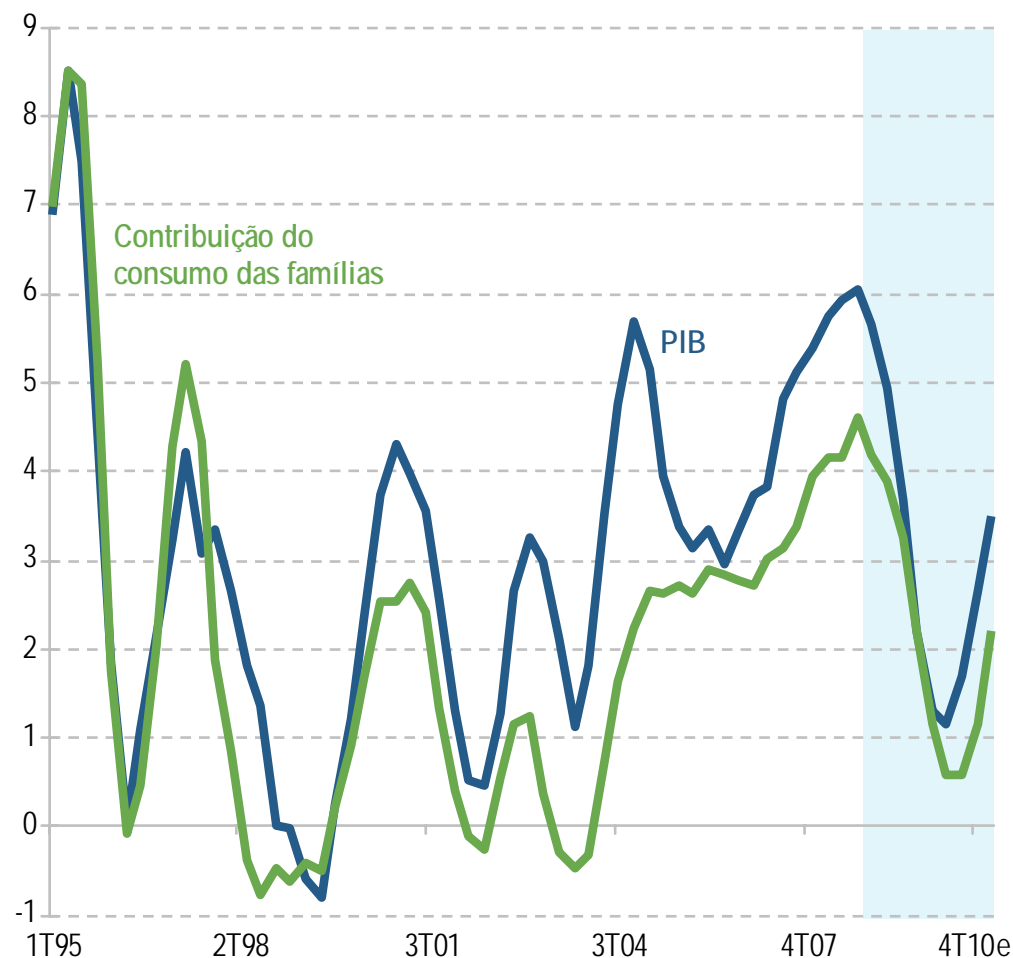


Fonte: IBGE, Credit Suisse

Crescimento do consumo das famílias será baixo em 2009

- Projetamos redução do crescimento do consumo das famílias de 7,0% em 2008 para 2,2% em 2009, com retomada da expansão para 3,8% em 2010.
- Risco de interrupção do ciclo de expansão do consumo, que se iniciou em 2004, é elevado. A desaceleração do consumo das famílias será consequência da redução da oferta de crédito, diminuição do crescimento da massa salarial e aumento da incerteza sobre o cenário prospectivo (redução da confiança dos consumidores).
- Em geral, a interrupção dos ciclos de crescimento é acompanhada por substancial desaceleração do consumo das famílias.

Crescimento do PIB e contribuição do consumo das famílias para o crescimento do PIB
(%, acumulado em 4 trimestres)

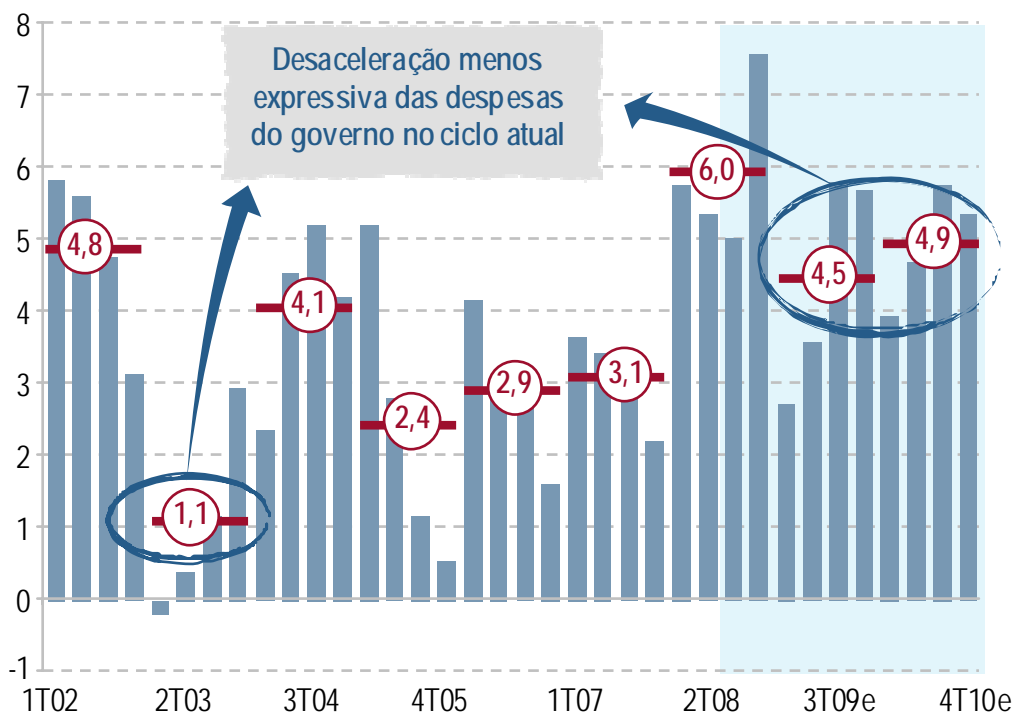


Fonte: IBGE, Credit Suisse

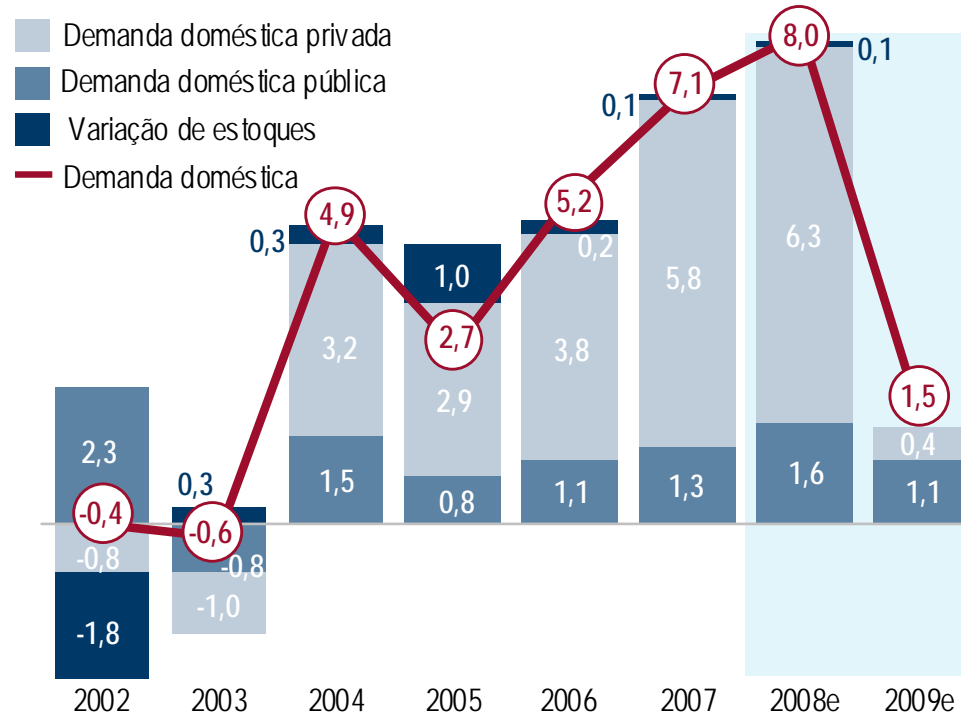
Demanda doméstica pública atenuará desaceleração do PIB

- Projetamos redução da expansão do consumo do governo de 6,0% em 2008 para 4,5% em 2009. Contribuição da demanda pública (consumo e investimentos) para o crescimento diminuirá em 2009, mas não será negativa como ocorreu na recessão de 2003.
- Melhora dos indicadores fiscais permite expansão dos gastos do governo em 2009/10 sem risco de insolvência do setor público.

Crescimento do consumo do governo
(%, ante o mesmo trimestre do ano anterior)



Contribuição dos componentes do PIB para o crescimento da demanda doméstica (p.p.)



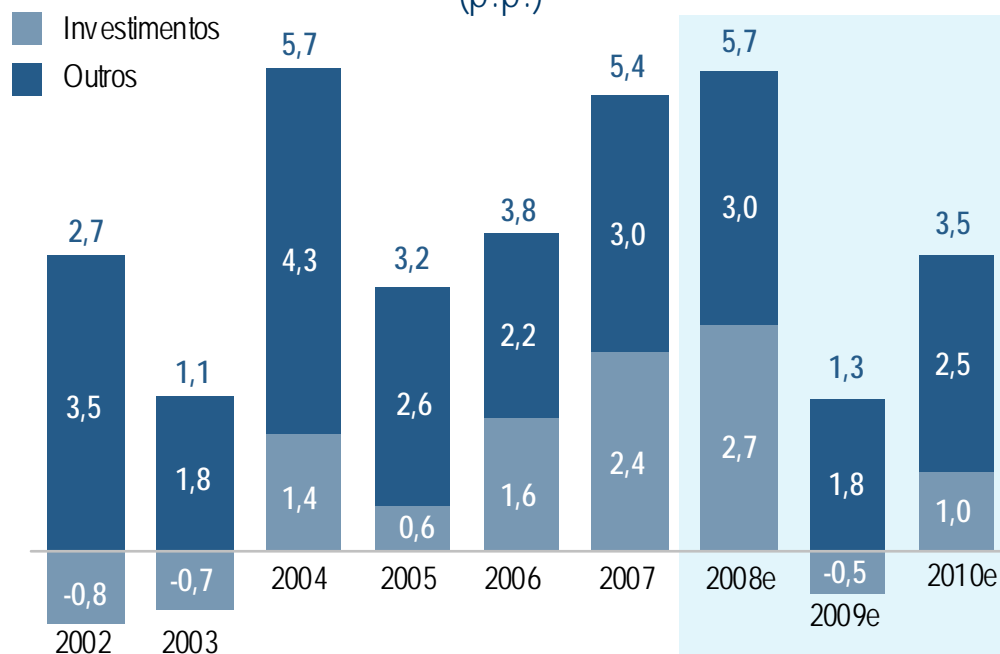
Fonte: IBGE, Credit Suisse

Retração dos investimentos em 2009

- Investimentos crescerão 14,5% em 2008, quase o triplo da expansão do PIB. Haverá reversão do ciclo de expansão dos investimentos após aceleração contínua desde 2005.
- Em geral, os ciclos de contração dos investimentos são rápidos, com duração entre dois e três trimestres. A redução média dos investimentos acumulada nas recessões é de 13,8%.
- Nas recessões passadas, houve forte redução dos investimentos públicos (e de estatais). Em vez de redução, haverá apenas um menor crescimento dos investimentos públicos em 2009/10.

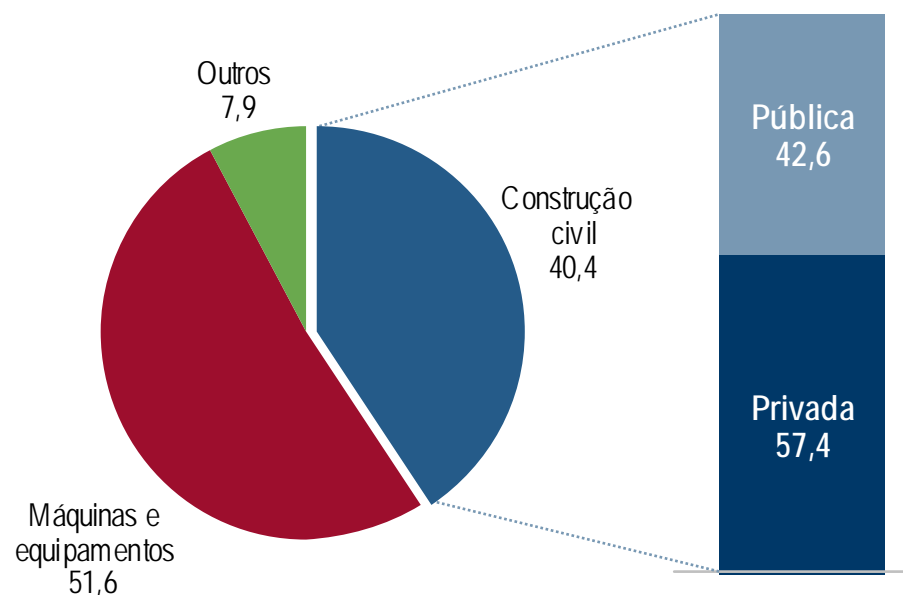
Contribuição para o crescimento do PIB

(p.p.)



Composição da formação bruta de capital fixo

(% do total)

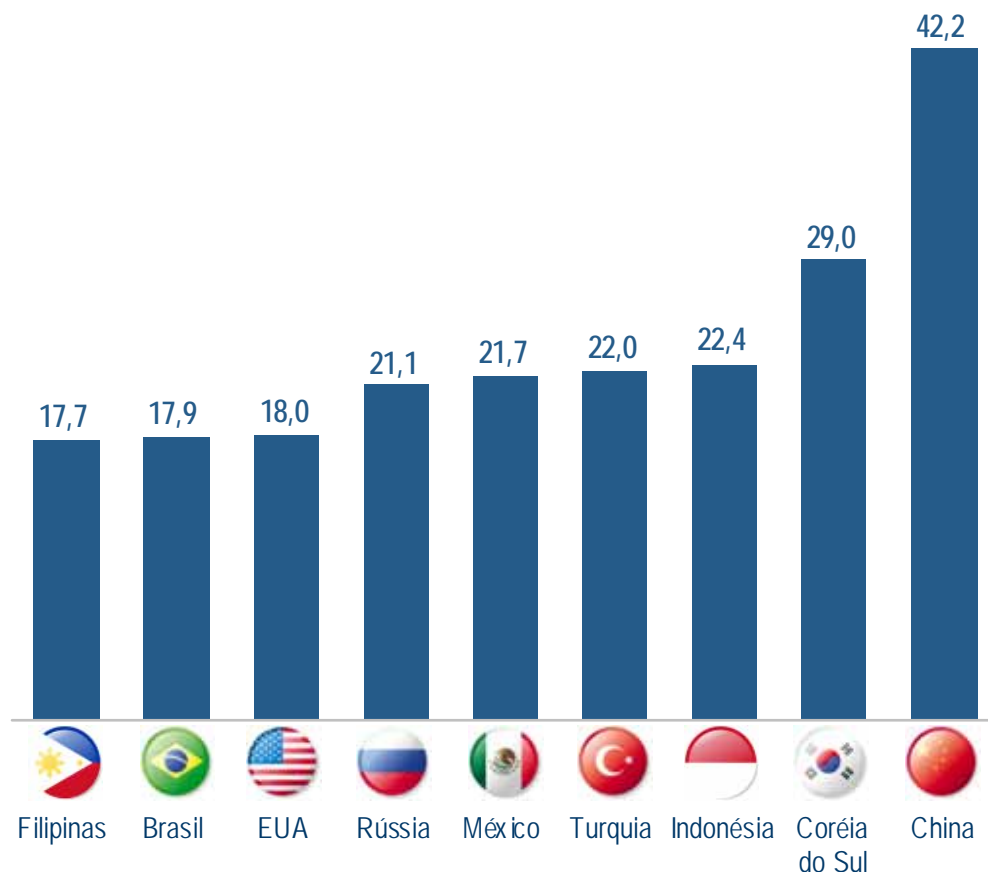


Fonte: IBGE, Credit Suisse

Taxa de investimentos recuará em 2009

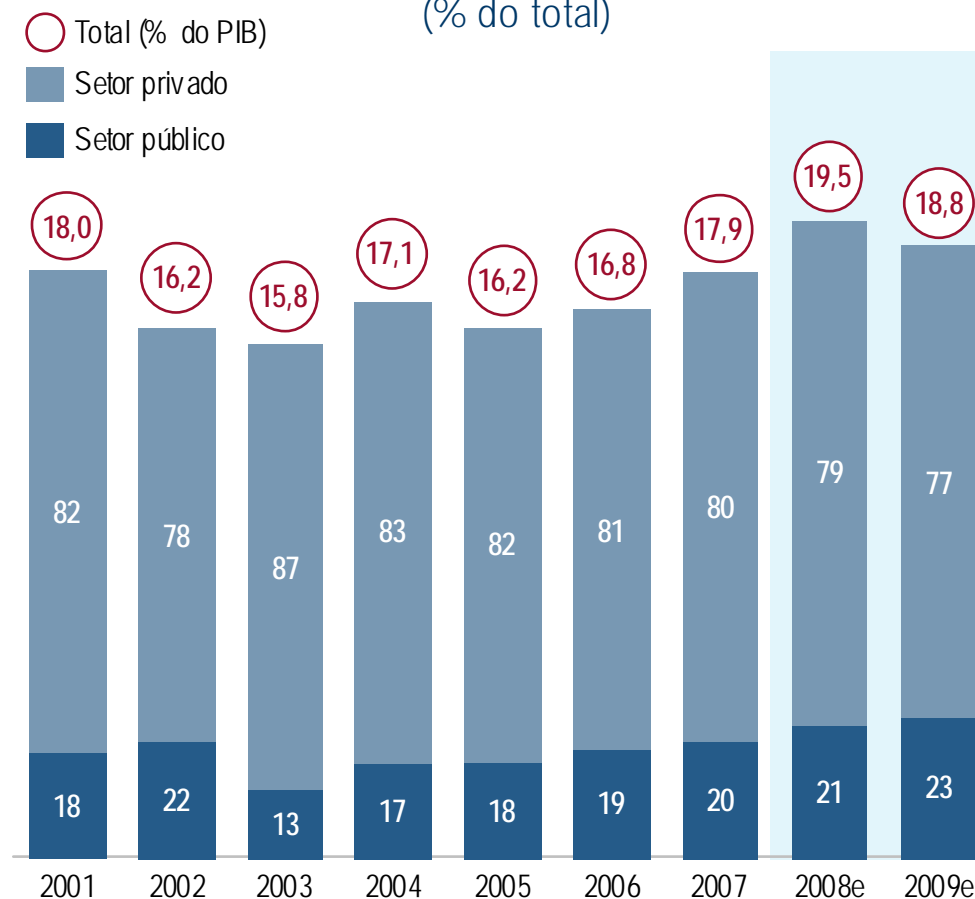
- Taxa de investimentos recuará de estimados 19,5% do PIB em 2008 para 18,8% do PIB em 2009. Essa taxa retomará sua alta a partir de 2010.

Comparação entre as taxas de investimentos em 2007 (% do PIB)



Fonte: ONU, Credit Suisse

Formação bruta de capital fixo (% do total)

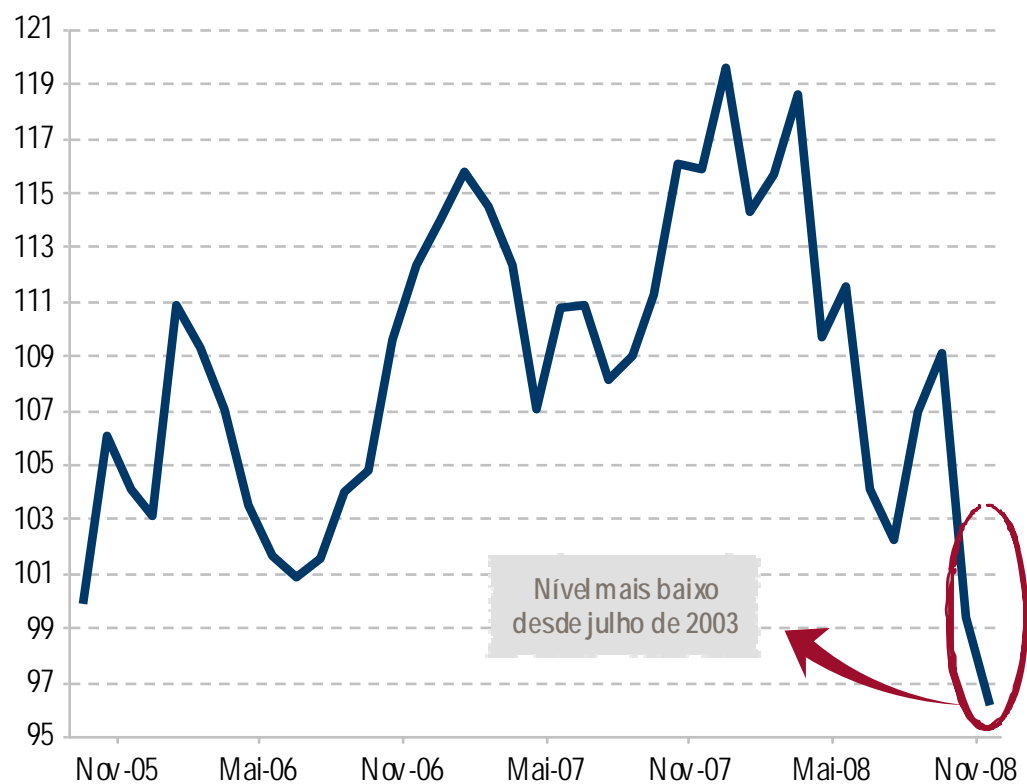


Fonte: IBGE, Credit Suisse

Declínio na confiança sugere desaceleração econômica

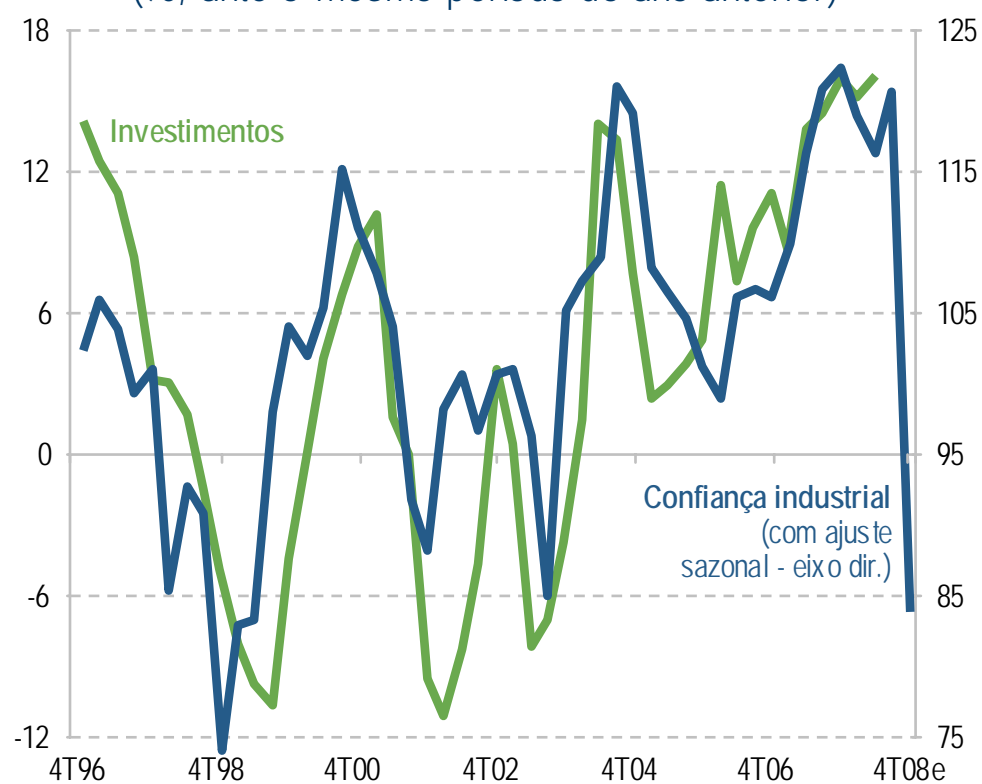
- Esperamos declínio adicional da confiança dos consumidores e dos empresários industriais nos próximos meses. A deterioração expressiva da confiança dos empresários nos sugere que haverá significativa desaceleração da expansão dos investimentos nos próximos meses.

Confiança do consumidor
(número índice)



Fonte: FGV, Credit Suisse

Confiança do empresário industrial e crescimento dos investimentos no PIB
(%, ante o mesmo período do ano anterior)

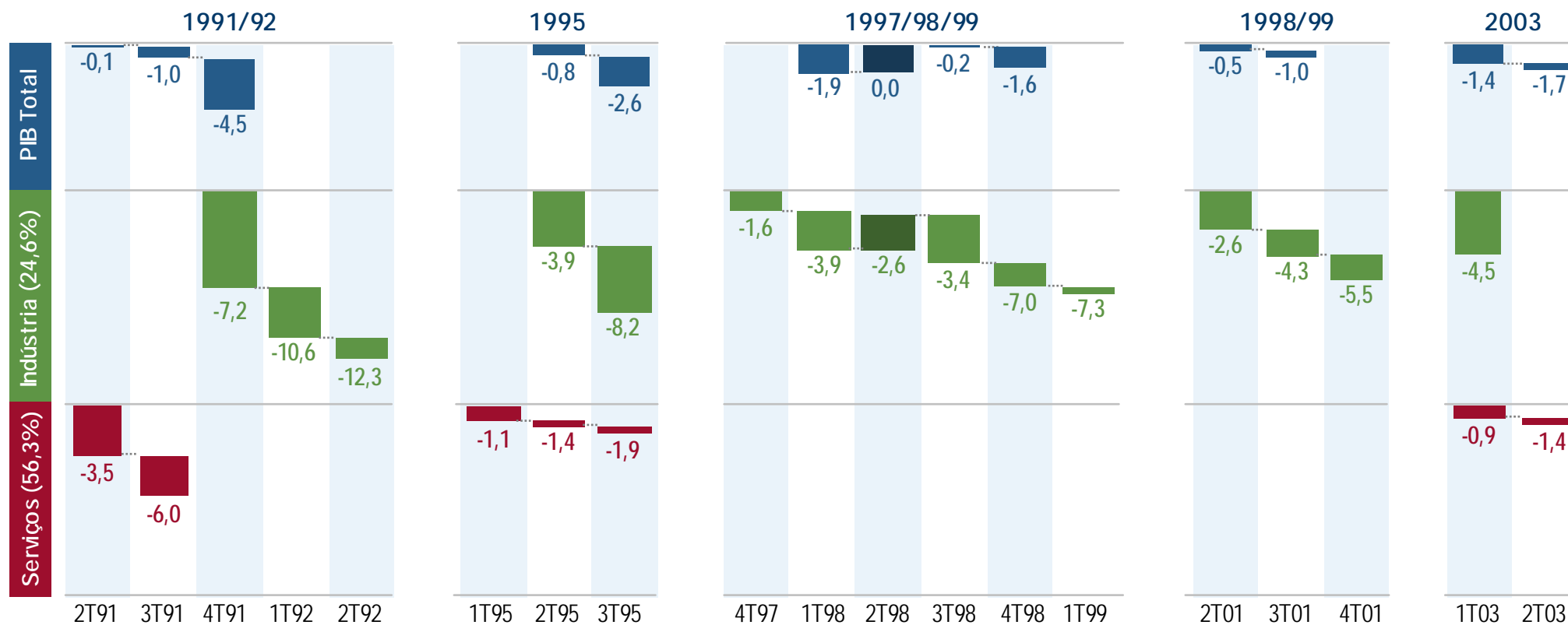


Fonte: IBGE, FGV, Credit Suisse

Dinâmica da indústria define períodos de recessão

- Indústria é determinante para definir a trajetória do PIB em ciclos de desaceleração.
- Agropecuária não influencia a dinâmica do PIB de forma significativa.
- Nem sempre há redução dos serviços nos períodos recessivos.

Crescimento acumulado do PIB e seus componentes nas recessões desde 1991
(%, ante o trimestre anterior, com ajuste sazonal)

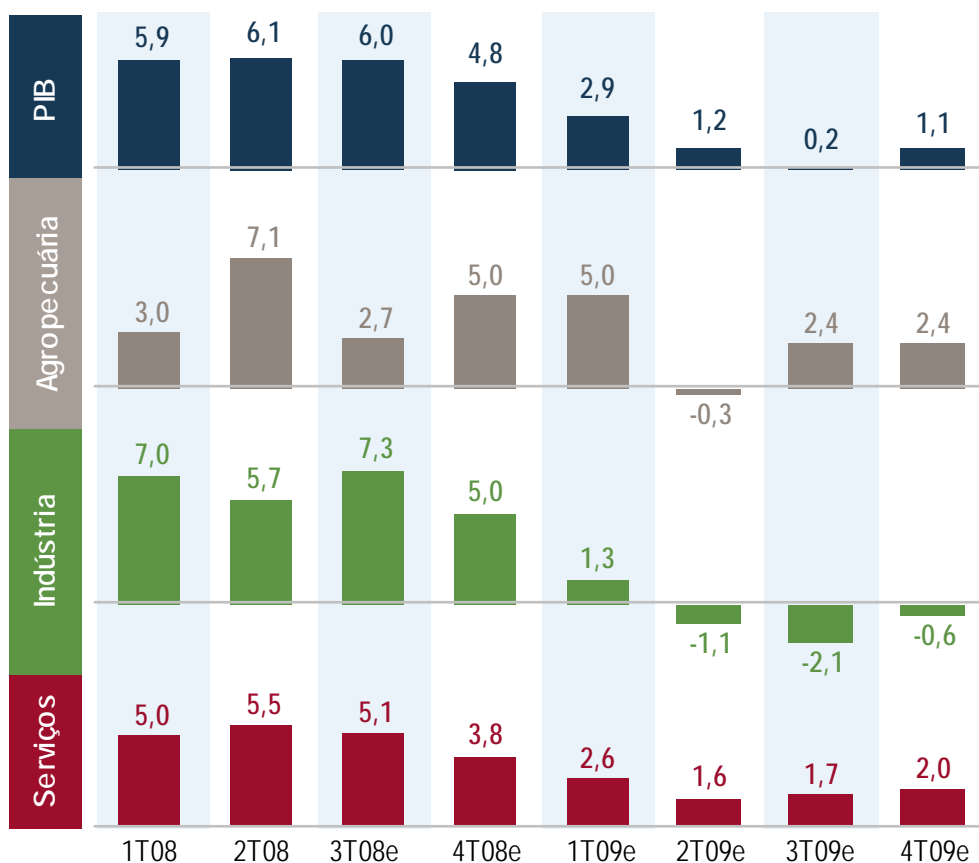


Fonte: IBGE, Credit Suisse

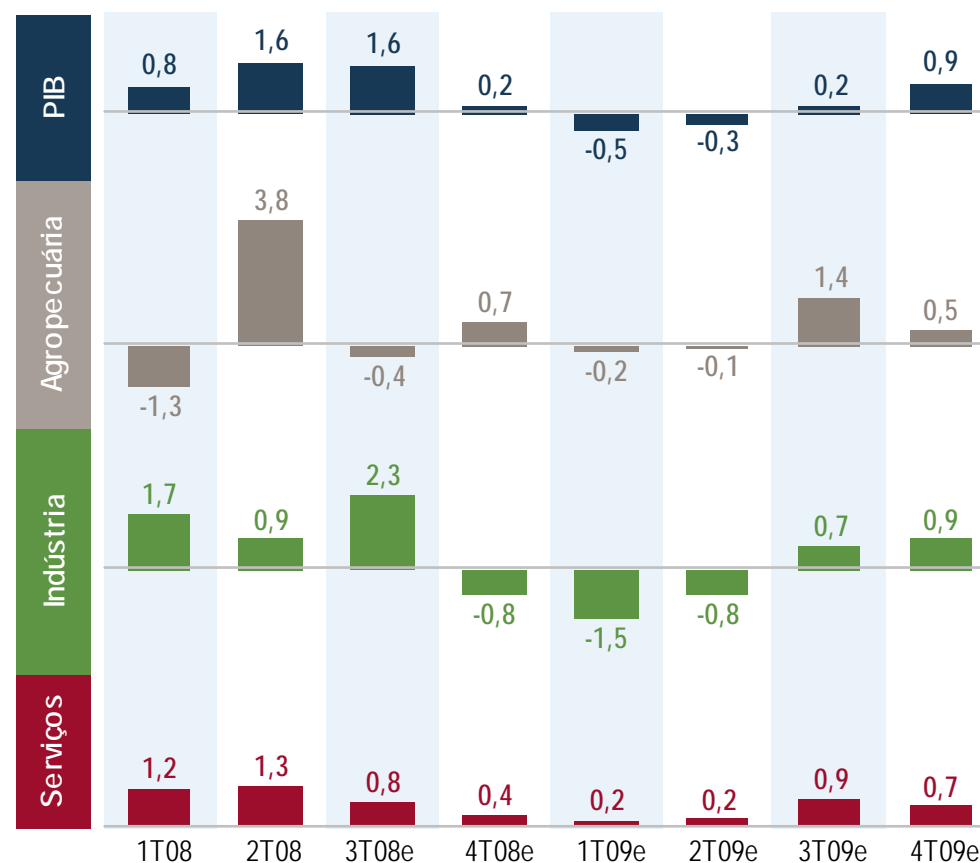
Desaceleração generalizada do PIB sob a ótica da oferta em 2009

- Produto da indústria se reduzirá menos do que em recessões passadas. Expansão dos serviços desacelerará em 2009 e 2010, mas continuará positiva.

Crescimento do PIB sob a ótica da oferta
(%, ante o mesmo período do ano anterior)



Crescimento do PIB sob a ótica da oferta
(%, ante o trimestre anterior, com ajuste sazonal)

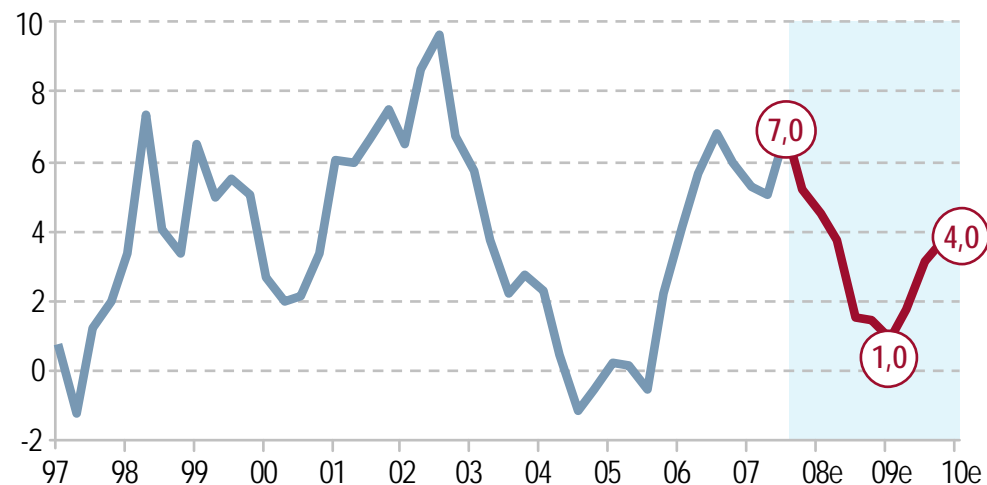


Fonte: IBGE, Credit Suisse





Agropecuária desacelerará para 1,0% em 2009

- Crescimento da agropecuária acumulado em 4 trimestres diminuirá de 7,0% no 2T08 para 1,0% no 4T09, sobretudo devido à:
 - ⇒ Redução dos preços das commodities agrícolas desde setembro de 2008, desestimulando a expansão da área plantada.
 - ⇒ Menor oferta de crédito para financiamento da produção.
 - ⇒ Manutenção de preços de fertilizantes e insumos agrícolas elevados na época do plantio da maioria das culturas, aumentando a probabilidade de redução da produtividade da safra 2008/09.
 - ⇒ Desaceleração acentuada das exportações no setor de carnes, elevando o risco de aumento de excedentes no mercado doméstico e ajustes na produção.

Crescimento do PIB Agropecuário
(%, acumulado em 4 trimestres)



Estimativa para variação de área plantada
(%, safra 2008/09 versus 2007/08)

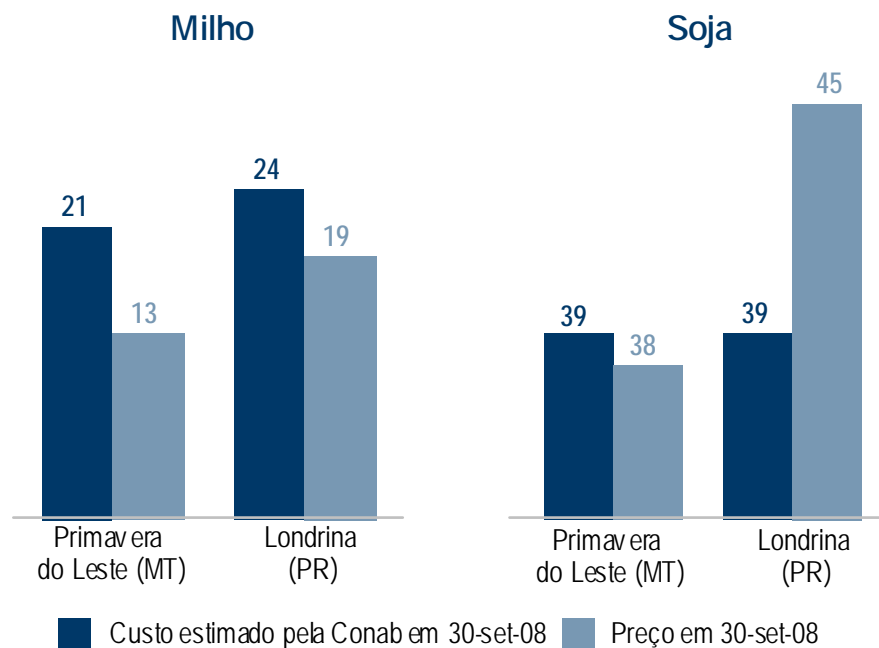
Arroz	Soja	Milho	Algodão
			
+1,0	-0,4	-1,5	-12,5

Fonte: IBGE, CONAB, Credit Suisse

Menores preços reduzirão expansão agrícola

- Projetamos redução do crescimento da produção agrícola de 4,6% em 2008 para 1,3% em 2009.
- Expansão da área plantada das principais culturas agropecuárias (e.g., milho e soja) diminuirá devido à redução de preços, elevação dos custos com insumos e maior restrição de crédito na época de plantio (principalmente no 4T08). A diminuição será mais expressiva nas regiões com custos mais altos (e.g., fronteira agrícola).

Custos de produção e preços de milho e soja nas principais regiões produtoras (R\$/saca)



Fonte: CONAB, CEPEA/ESALQ, Credit Suisse

Relações de trocas entre fertilizantes e produtos agrícolas (quantidade de produto agrícola necessária para adquirir 1 tonelada de fertilizante)

Produto	Unidade	2005	2006	2007	2008 ⁽¹⁾
Algodão c/ caroço	arroba (15 kg)	42,1	39,7	47,2	70,0
Arroz em casca	saca de 60 kg	22,8	22,3	24,9	34,2
Batata inglesa	saca de 60 kg	11,4	11,4	13,8	19,5
Café arábica	saca de 60 kg	2,7	2,6	3,0	4,2
Cana-de-açúcar	tonelada	21,9	15,9	19,8	34,9
Feijão	saca de 60 kg	7,1	7,0	7,7	6,0
Laranja	caixa de 40,8 kg	65,2	48,0	59,7	75,3
Milho	saca de 60 kg	40,1	39,3	37,9	48,7
Soja	saca de 60 kg	19,6	20,4	20,6	25,1
Trigo	saca de 60 kg	30,7	28,0	26,5	35,2

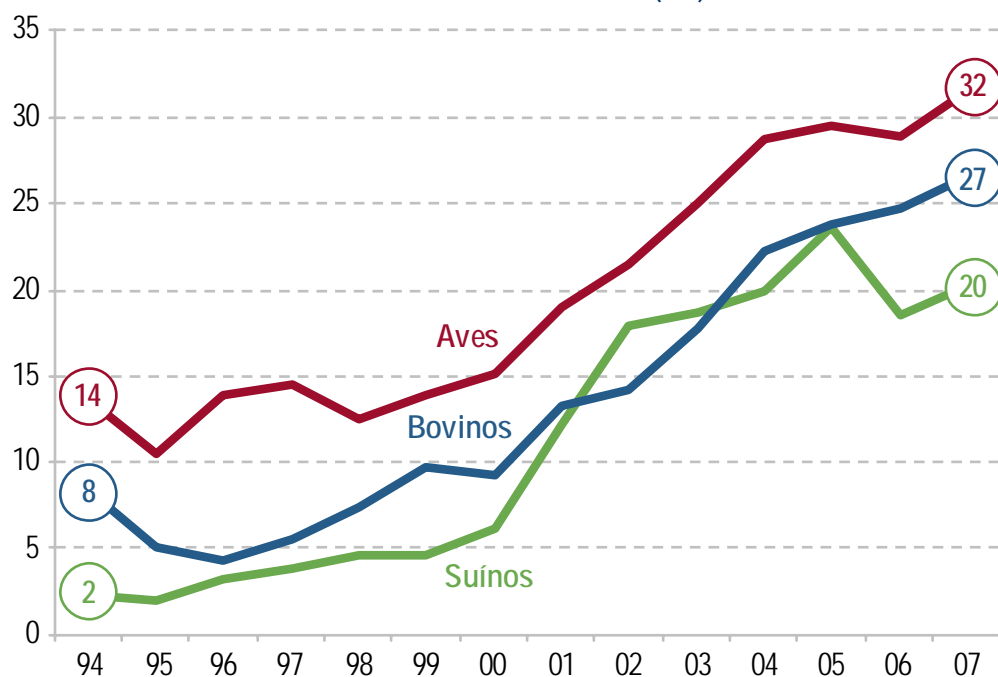
⁽¹⁾ Média de janeiro a setembro.

Fonte: Associação Nacional para Difusão de Adubos, Credit Suisse

Menores exportações reduzirão crescimento na pecuária

- Deterioração do cenário global reduzirá exportações do setor pecuário em 2009. A dependência do mercado externo torna improvável o aumento expressivo da produção pecuária nos próximos trimestres, ainda mais com o recuo dos preços de exportação.
- Aumento da disponibilidade interna de carnes reduzirá os preços no mercado doméstico e desestimulará a produção, sobretudo na suinocultura e avicultura.

Participação das exportações na produção doméstica do setor de carnes (%)



Fonte: IBGE, Secex, Credit Suisse

Crescimento da produção e da exportação de carne de frango (% , acumulado em 12 meses)

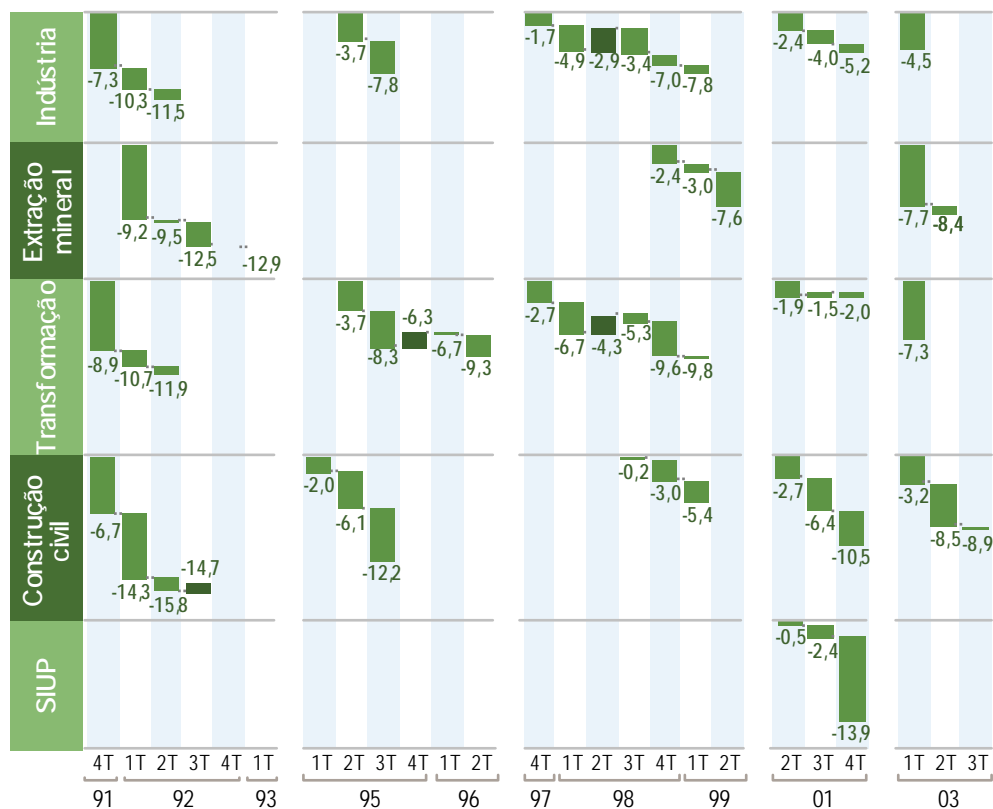


Fonte: Apinco, Secex, Credit Suisse

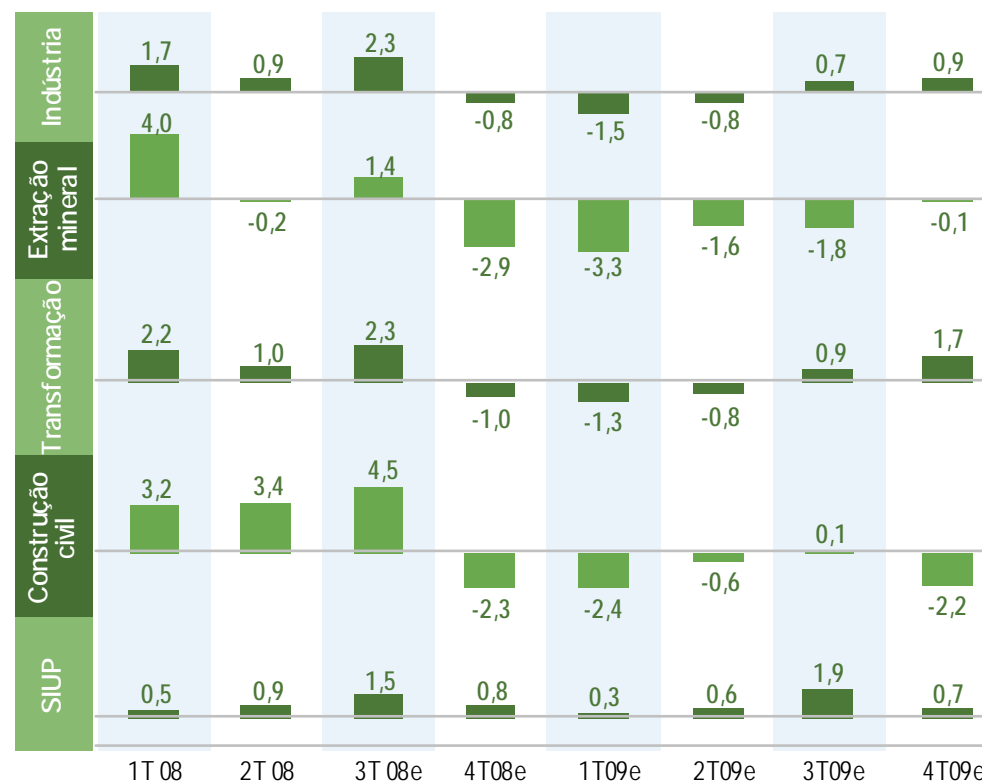
Redução do produto na indústria será generalizada em 2009

- Com exceção dos serviços industriais de utilidade pública (SIUP), todos os componentes da indústria têm redução do produto nas recessões. Esperamos a mesma dinâmica para 2009, embora com diminuições do produto de menor magnitude.

Contração acumulada do produto da indústria e de seus componentes - recessões desde 1991
(%, ante o trimestre anterior, com ajuste sazonal)



Crescimento do produto da indústria e de seus componentes
(%, ante o trimestre anterior, com ajuste sazonal)

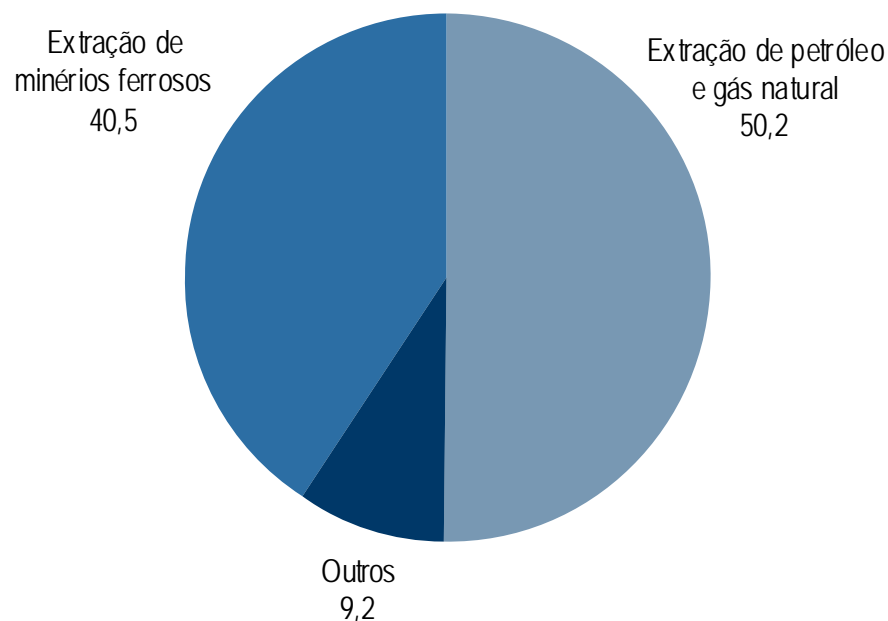


Fonte: IBGE, Credit Suisse

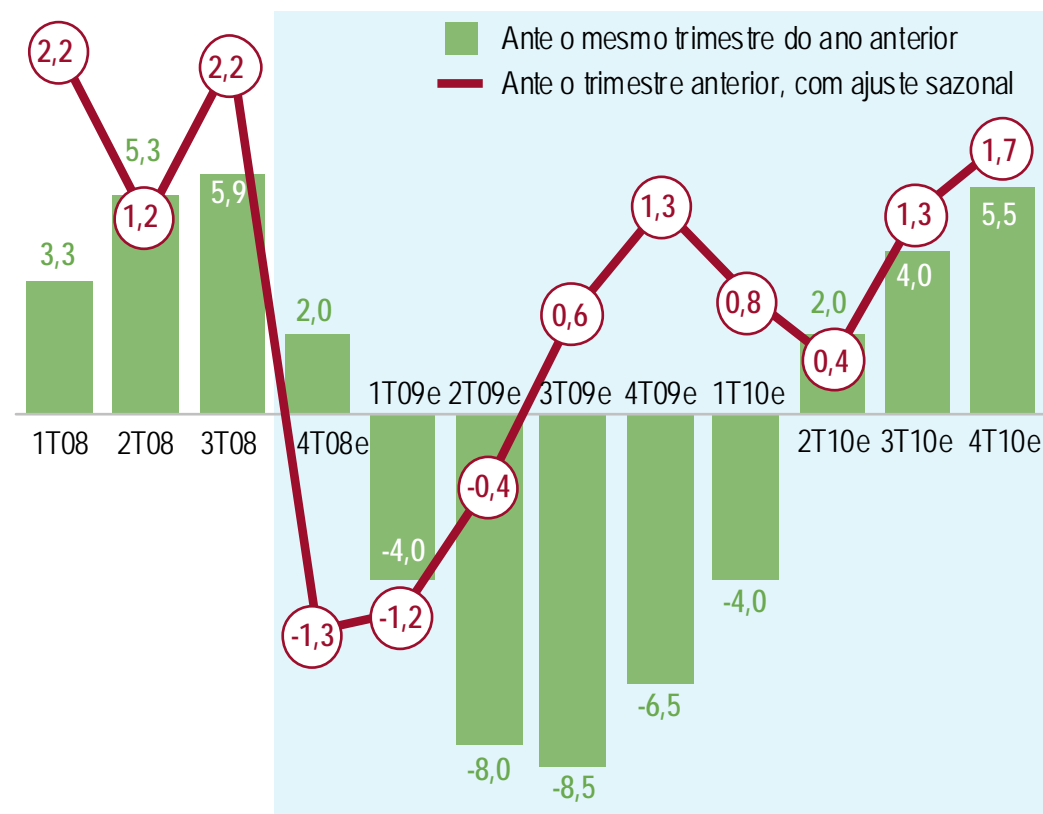
Redução do produto da extrativa mineral reflete crise global

- Produto da indústria extrativa mineral recua em períodos recessivos. Empresas de minério de ferro e aço já anunciaram programas de redução da produção em resposta à desaceleração global.

Peso dos setores na produção industrial da indústria de extração mineral (% do total)



Crescimento da indústria extrativa mineral (%)

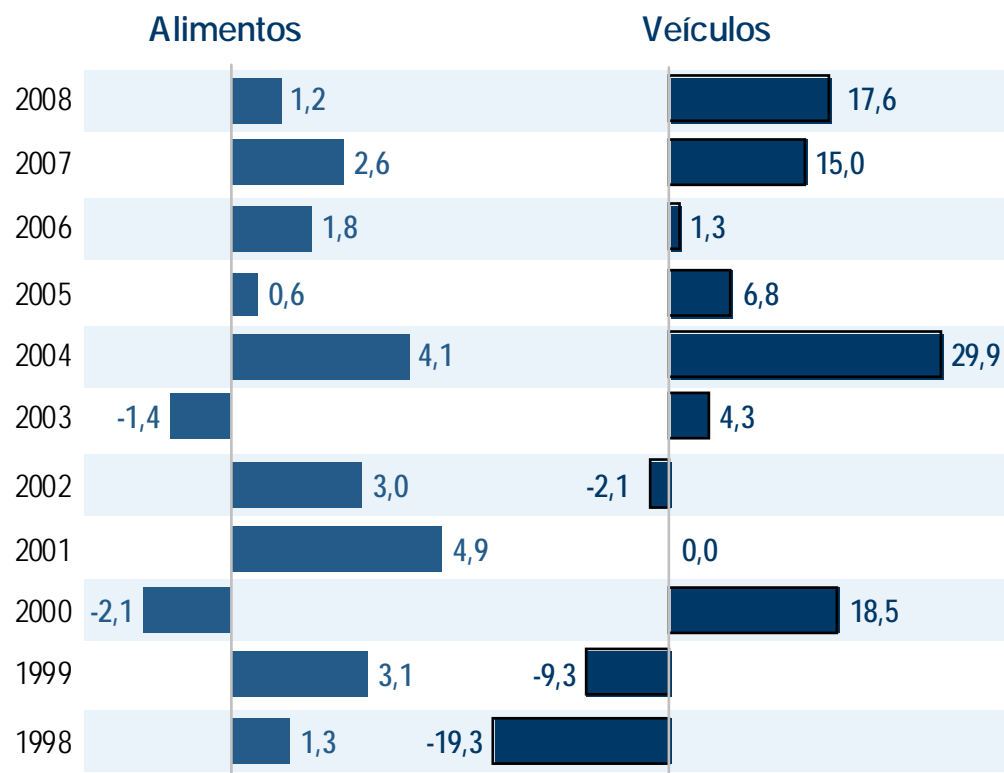


Fonte: IBGE, Credit Suisse

Ligeira retração da indústria de transformação no 1S09

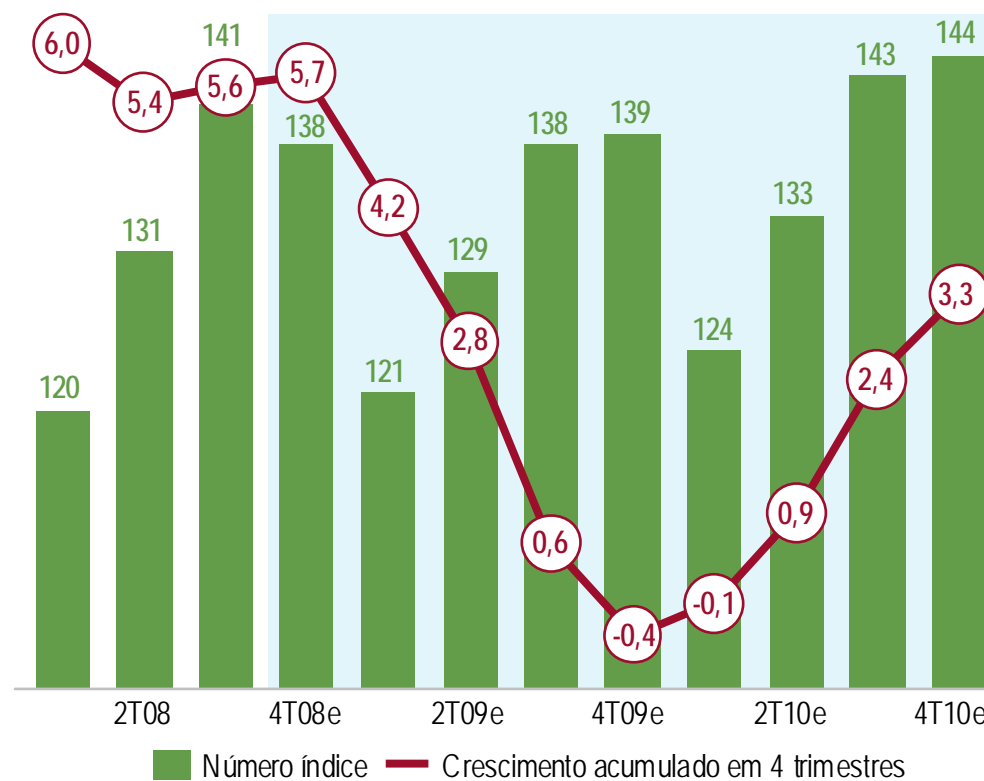
- Produto da indústria de transformação se desacelerará até o 2S09.
- Indústria de transformação responde por 15,2% do PIB. Nossos modelos sugerem que a variação da produção na indústria de transformação explica a dinâmica do produto de vários componentes de serviços.

Crescimento de veículos e alimentos
(%, acumulado no ano)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

Crescimento da indústria de transformação
(%, acumulado em 4 trimestres e número índice)



Perspectivas de alguns setores da indústria de transformação

Alimentos, bebidas, farmacêutica e perfumaria



Alimentação é menos sensível aos ciclos econômicos, mas há períodos de redução da produção de 30% (bebidas e farmacêuticas). Expectativa de redução das exportações (que se ampliaram nos últimos anos) contribuirá para diminuição da produção no setor.

Refino de petróleo e álcool



Produção desses setores apresenta baixa sensibilidade aos ciclos econômicos domésticos e, portanto, à variação da renda doméstica. Variações da taxa de câmbio pouco influenciam a produção de refino de petróleo. Projetamos aumento do refino de petróleo entre 5% e 10% nos próximos dois anos.

Celulose, papel e produto de papel, impressão e edição



Setor é pouco influenciado pela dinâmica doméstica. A produção tem se elevado consistentemente mas, muito provavelmente, haverá reversão em 2009 por conta da desaceleração global.

Metalurgia básica, produtos de metal



No ciclo atual, a produção cresceu bastante devido à forte expansão da demanda doméstica e global. Nas recessões passadas, a redução da produção variou entre 13% e 21%, com ciclo entre 2 e 10 meses. Projetamos contração da produção devido à desaceleração externa e à redução das vendas de veículos.

Têxtil, vestuário e acessórios, couro e calçados



Esses setores apresentam elevada sensibilidade ao ciclo de crescimento doméstico, com importantes reduções de produção nos períodos recessivos. Depreciação cambial compensará parcialmente os efeitos da desaceleração da demanda doméstica, favorecendo as exportações e reduzindo a concorrência com produtos importados.

Linha branca e linha marrom e outros eletrodomésticos



Produção de bens duráveis é bastante sensível às variações da renda e da oferta de crédito. Projetamos redução significativa da produção no setor em função da nossa expectativa de redução da massa de rendimentos reais e de condições mais restritas de crédito.

Mobiliário



Produção deste setor recua em períodos recessivos. Projetamos continuação da desaceleração da produção em 2009 por conta da contração do crédito bancário. Desaceleração global também contribui para reduzir a demanda externa pelos produtos do setor.

Máquinas e equipamentos e aparelhos elétricos



A indústria de máquinas e equipamentos é bastante sensível ao ciclo econômico. A redução da oferta de crédito, a diminuição do nível de confiança e a perspectiva de menor demanda agregada, sobretudo investimentos, provavelmente reduzirão a produção de máquinas e equipamentos em 2009.

Veículos automotores, outros equipamentos de transporte e indústria de borracha

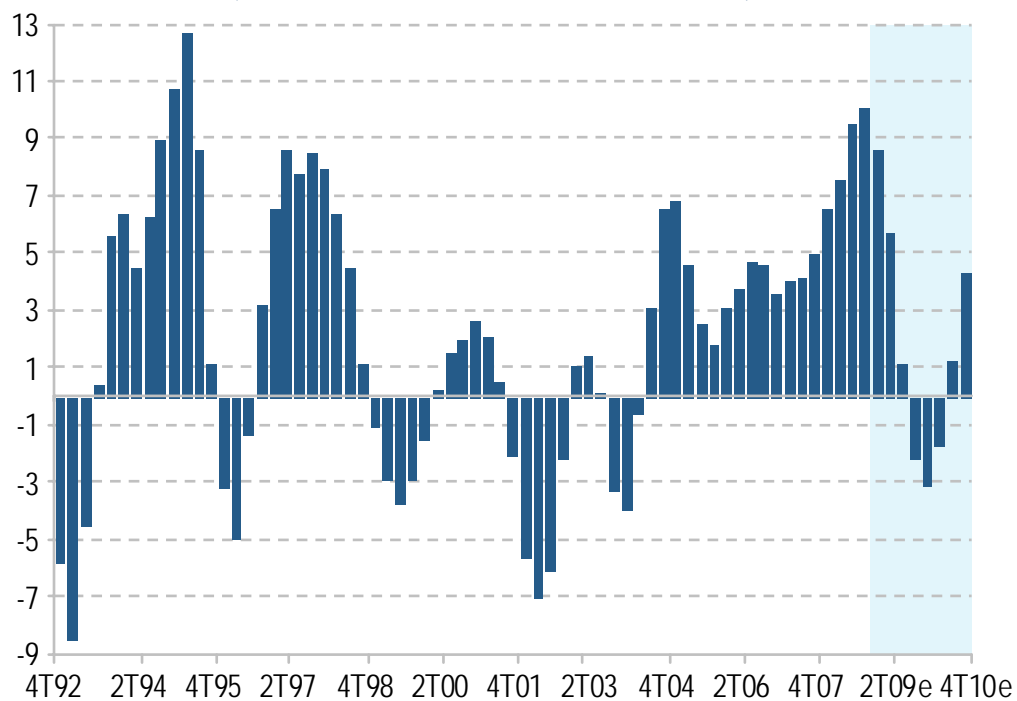


Forte aumento da produção deveu-se à expansão do crédito, aumento da renda e maior previsibilidade. Produção se reduziu entre 25% e 50% nas últimas recessões, com ciclo entre 5 e 14 meses. Reversão do ciclo resultará em redução da produção e várias empresas já anunciaram cortes de produção em 2009.

Redução do produto da construção civil em 2009

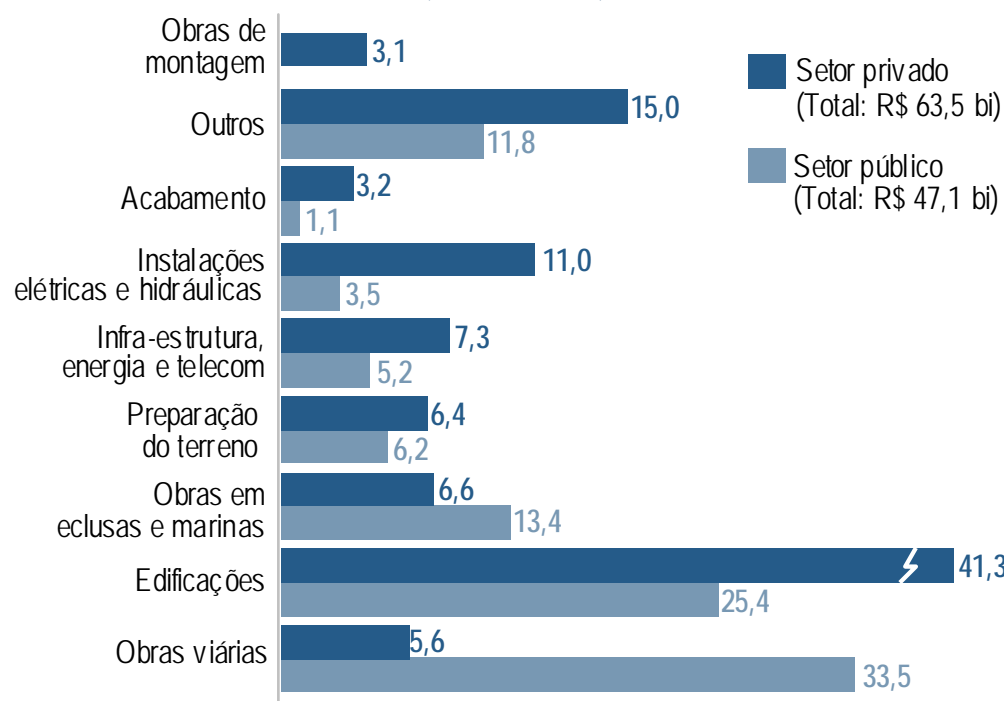
- Forte participação do governo na construção civil (42,6% do valor total das obras em 2006) atenuará a redução do produto da construção civil, pois não há necessidade de ajuste do setor público, e não se espera redução significativa dos gastos do governo em 2009.
- Crédito se tornou mais relevante para a dinâmica do setor. A contração do crédito e maior incerteza explicarão a desaceleração dos investimentos e da produção de insumos para a construção civil.

Crescimento da construção civil
(%, acumulado em 4 trimestres)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

Composição dos gastos em construção civil em 2006
(% do total)

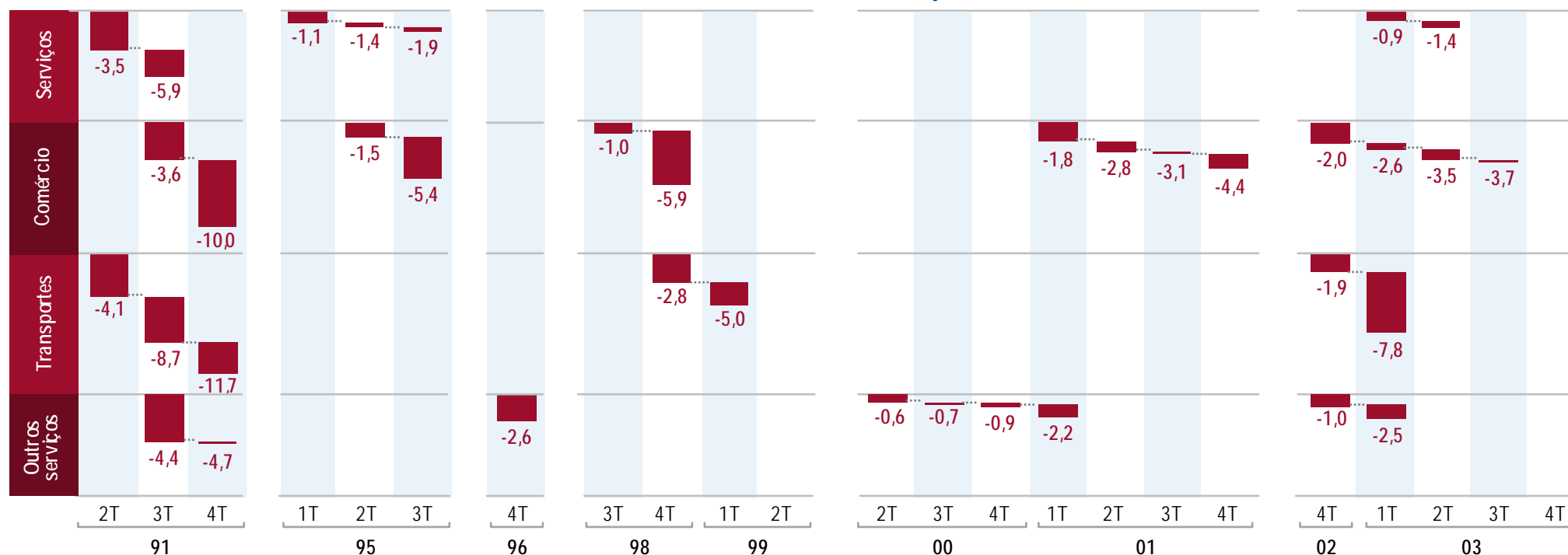


Produto de serviços se reduz pouco nas recessões

- Administração pública, aluguel e comunicações, que representam 42% dos serviços e 28% do valor adicionado, são pouco sensíveis ao crescimento do PIB.
- Comércio, transportes e outros serviços, que respondem por 46% dos serviços e 31% do valor adicionado, são mais sensíveis à expansão do PIB.
- A recessão de 1991 foi a que apresentou maior impacto no produto.

Contração acumulada dos serviços e de seus componentes - recessões desde 1991

(%, ante o trimestre anterior, com ajuste sazonal)

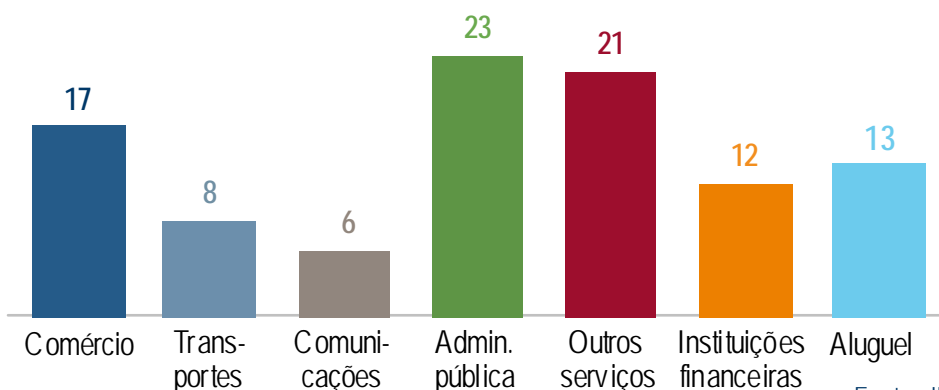


Fonte: IBGE, Credit Suisse

Maior incerteza desacelerará serviços em 2009

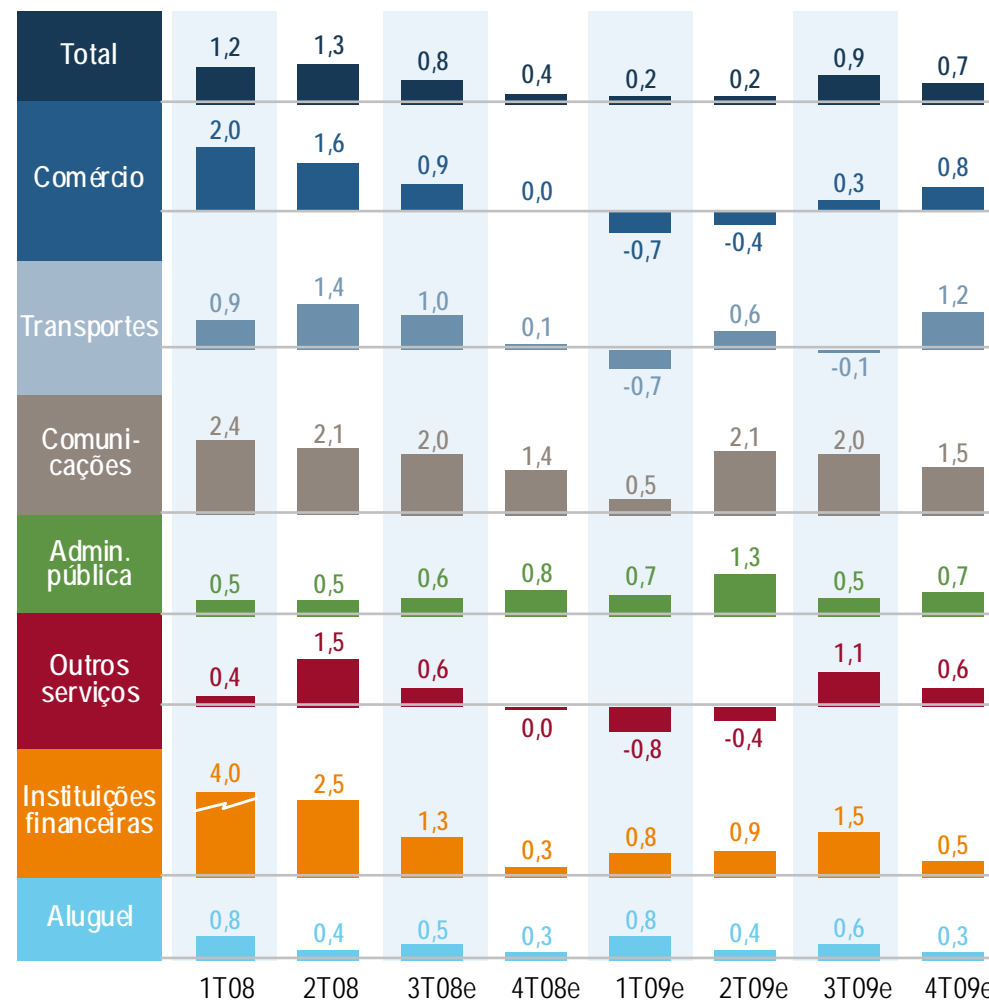
- Projetamos menor crescimento dos serviços em 2009 mas sem queda de produto. O produto do comércio, transportes e outros serviços se reduzirá nos 4T08, 1T09 e 2T09.
- Nossos modelos sugerem que a redução do produto nesses setores será menos expressiva do que em outros períodos de recessão. Isso por conta da menor redução do produto da indústria, em particular da indústria de transformação, e do crédito, mais amplo do que nas crises anteriores.

Peso dos componentes no produto de serviços
(% no produto de Serviços)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

Crescimento do produto de serviços e seus componentes
(%, ante o período anterior, com ajuste sazonal⁽¹⁾)

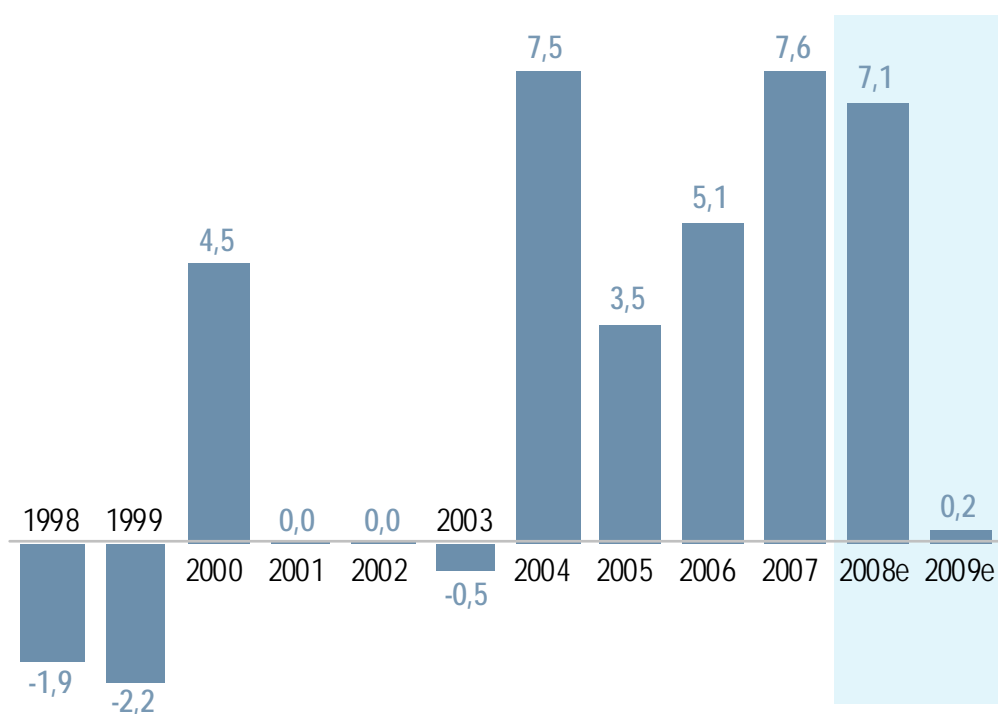


⁽¹⁾ Com nosso ajuste sazonal.

Forte desaceleração do produto do comércio em 2009

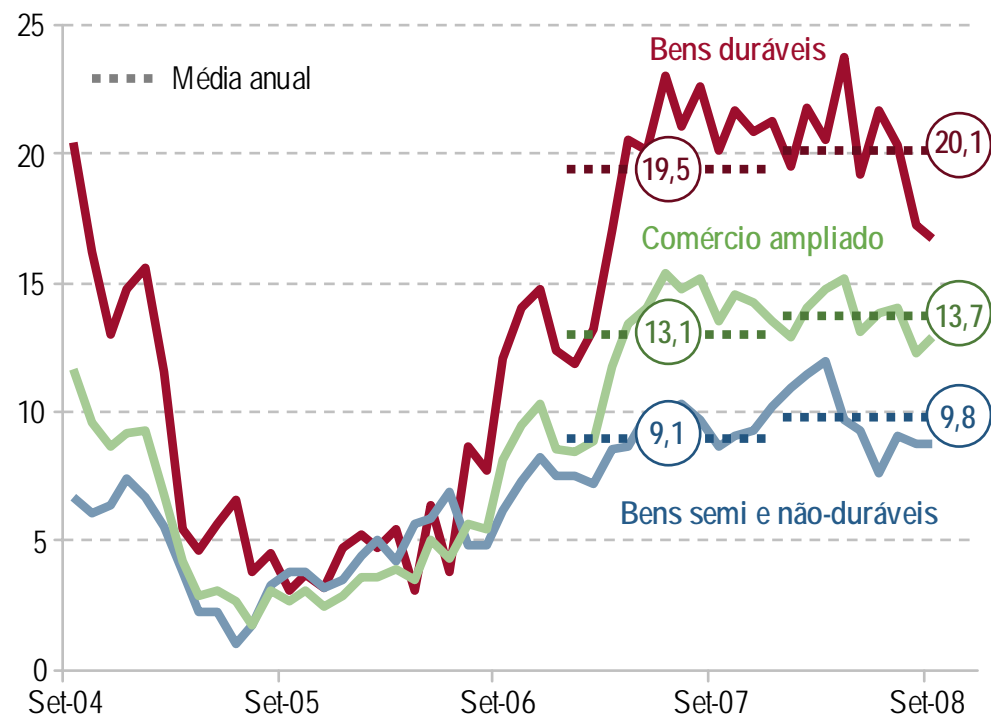
- Redução da massa salarial real e do crédito resultará na diminuição do crescimento do produto do comércio de 7,1% em 2008 para 0,2% em 2009, acompanhada também por desaceleração das vendas reais do comércio varejista.
- Setores de bens duráveis mais sensíveis à variação do crédito, principalmente veículos, serão mais afetados. O efeito será menor em bens semi e não-duráveis.

Crescimento do comércio
(%, acumulado em 4 trimestres)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

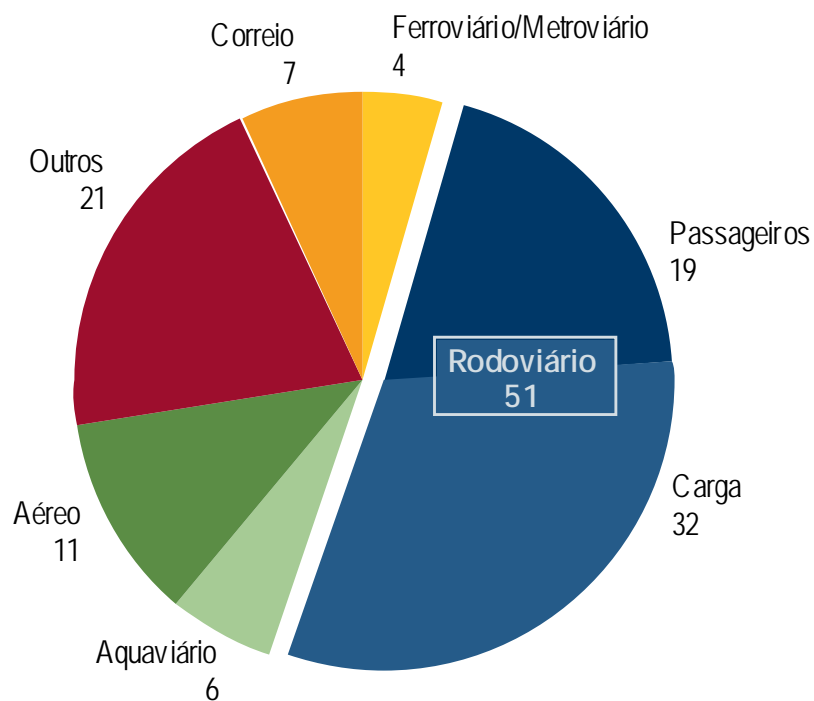
Crescimento das vendas reais do varejo
(%, média de 3 meses ante mesmo período do ano anterior)



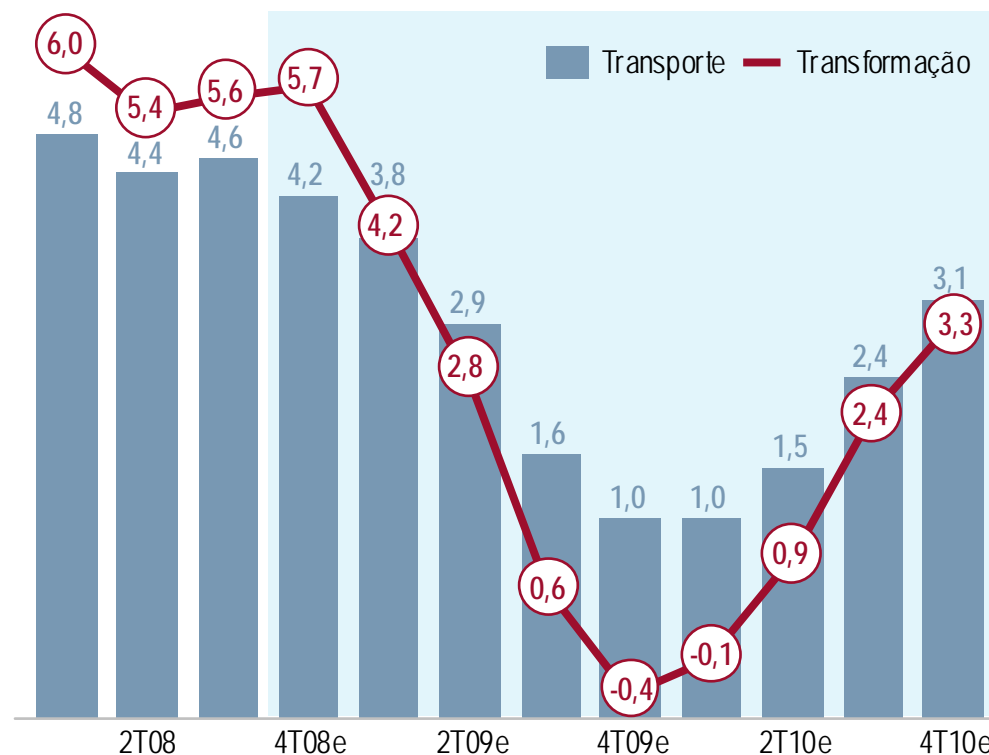
Transportes desacelerarão menos do que a indústria

- Dinâmicas do setor de Transportes (4,7% do PIB) e da indústria de transformação (15,2% do PIB) são similares.
- Desaceleração de Transportes tende a ser menor do que da indústria.

Composição do produto de transportes (%)



Crescimento de transportes (% acumulado em 4 trimestres)

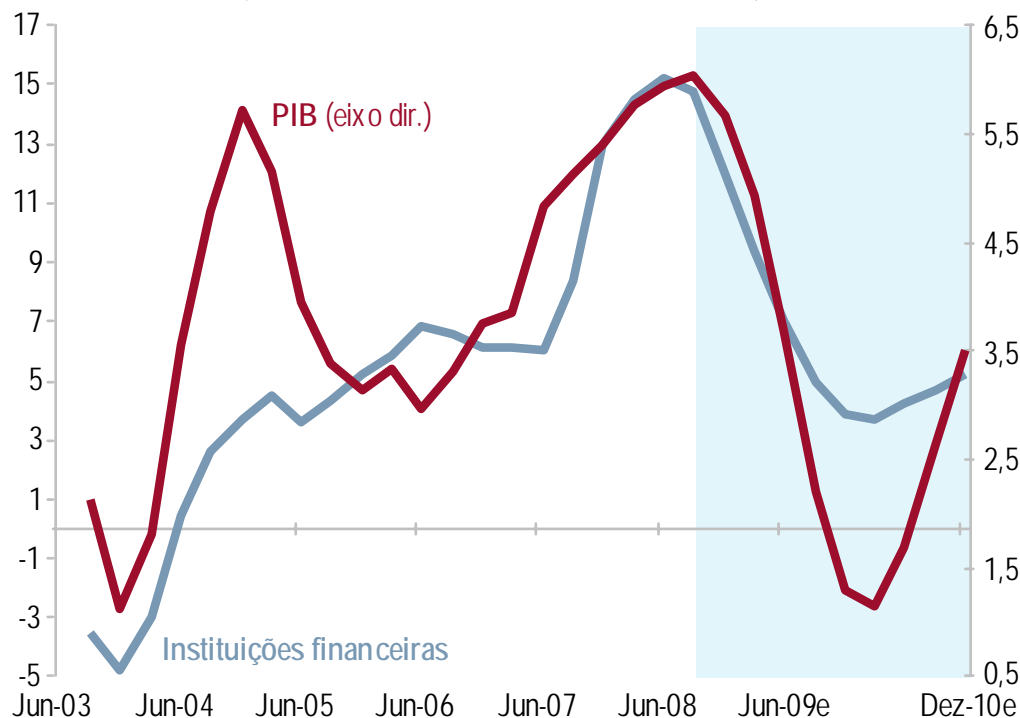


Fonte: IBGE, Credit Suisse

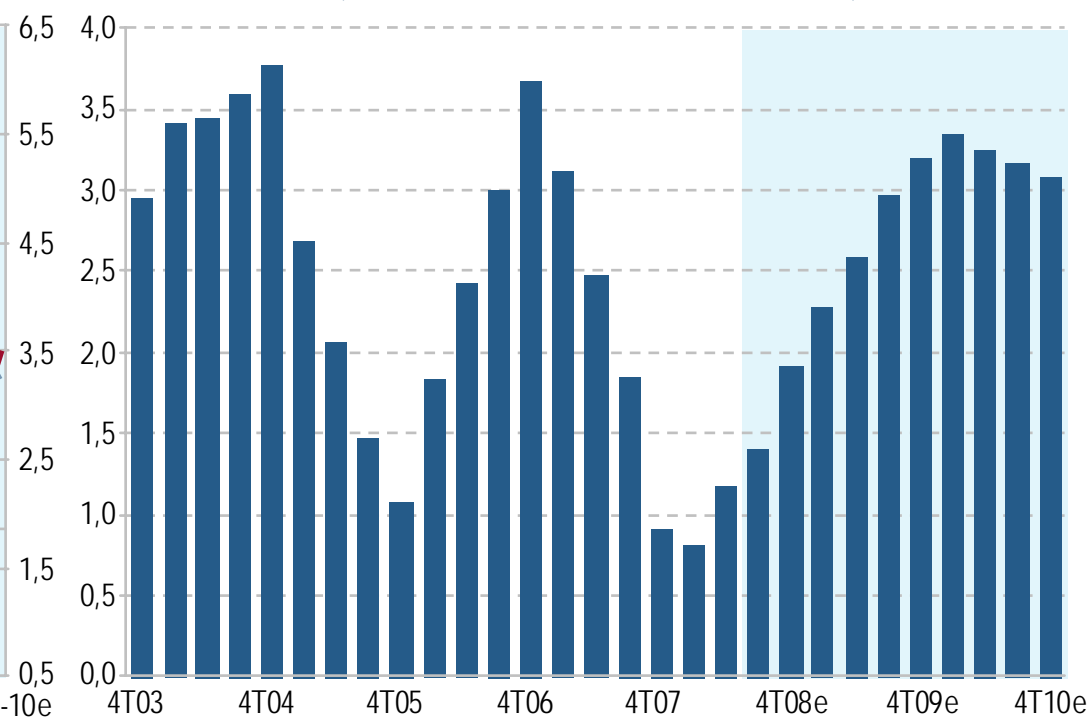
Alguns setores impedirão recuo mais significativo da atividade

- Comunicações (3,5% do PIB), administração pública (12,8% do PIB), instituições financeiras (6,5% do PIB) e aluguel (7,5% do PIB) atenuarão desaceleração do produto de serviços. Não há necessidade de redução expressiva da produção da administração pública como nas recessões anteriores. Desaceleração da atividade, a menor expansão do crédito e de operações financeiras e a maior inadimplência reduzirão a expansão do produto das instituições financeiras.

Crescimento das instituições financeiras
(%, acumulado em 4 trimestres)



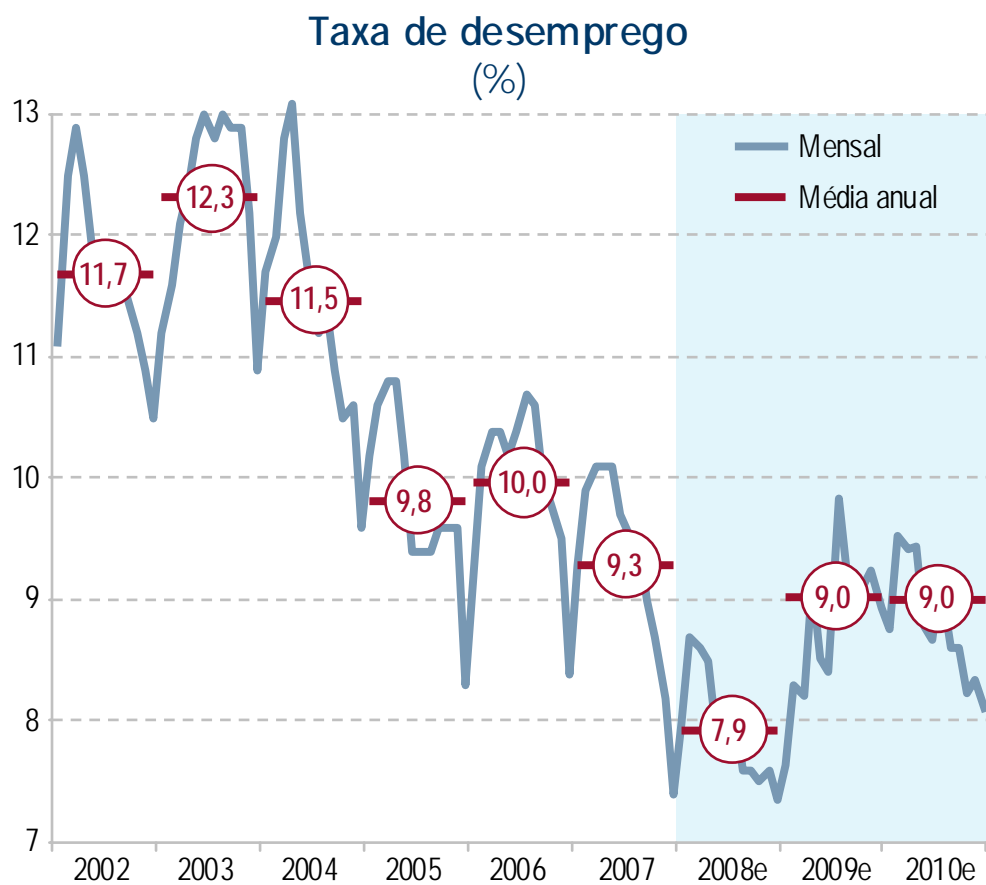
Crescimento da administração pública
(%, acumulado em 4 trimestres)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

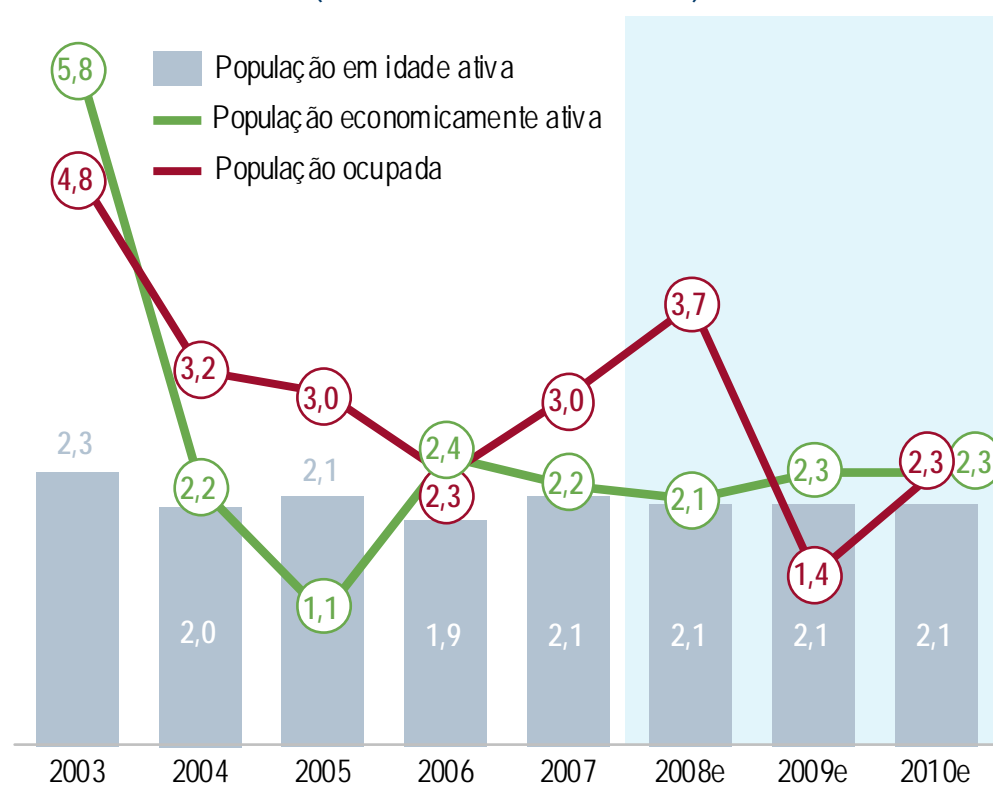
Aumento da taxa de desemprego em 2009

- Redução do desemprego nos últimos anos refletiu o alto crescimento da população ocupada com relativa estabilidade da procura por emprego.
- Desaceleração da atividade resultará em redução da geração de postos de trabalho e aumento do desemprego.



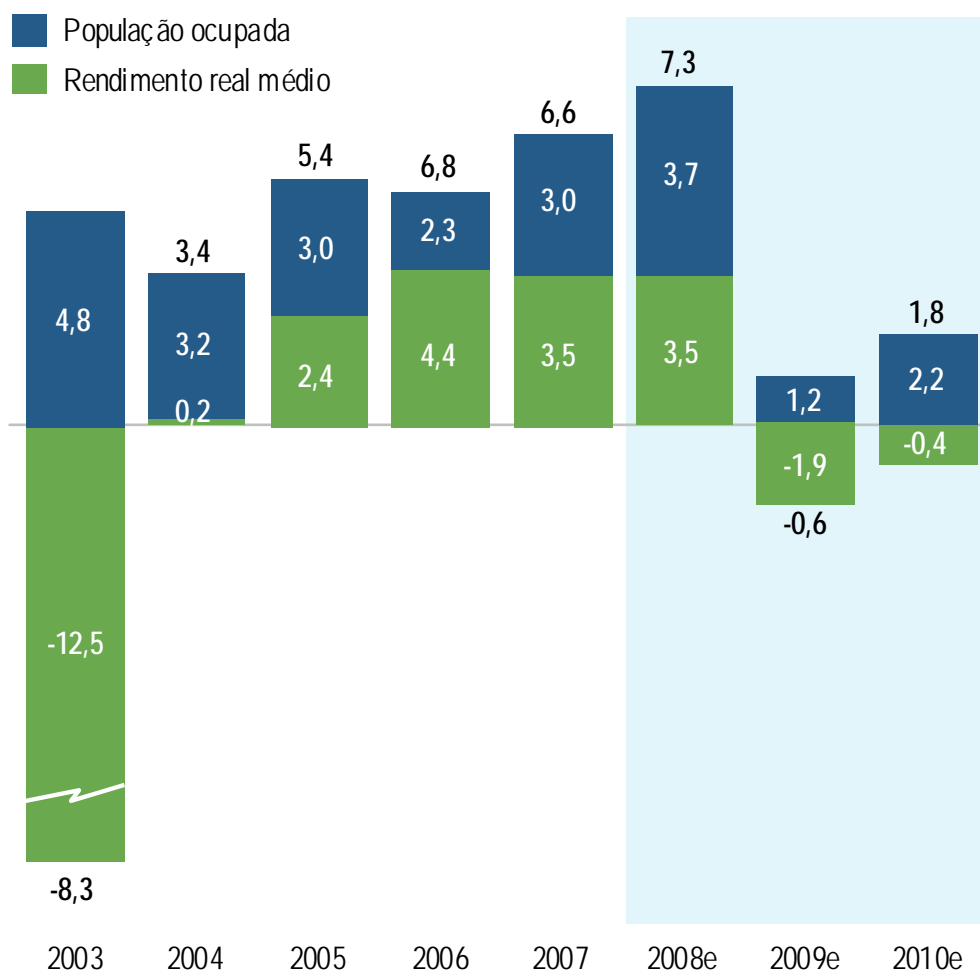
Fonte: IBGE, Credit Suisse

Evolução dos indicadores do mercado de trabalho (% ante o ano anterior)



Recuo da massa de rendimentos reais em 2009

Crescimento anual da massa efetiva real, emprego e rendimento real (%)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

- Redução do rendimento real compensará o leve aumento da população ocupada. A massa salarial se reduzirá em 0,6% em 2009, ante expansão de 7,3% em 2008.
- Mesmo com a maior defasagem do mercado de trabalho em relação ao ciclo econômico, prevemos que a população ocupada cresça bem menos que nos últimos anos.
- Projetamos queda dos rendimentos reais em 2009 em um cenário de baixo crescimento. A redução significativa dos rendimentos reais em 2003 deveu-se à recessão e à inflação média de 14,8% ao ano.
- Capacidade de obtenção de reajustes reais de salários pelos trabalhadores se reduzirá, com o mercado de trabalho deixando de contribuir para a aceleração do consumo das famílias.

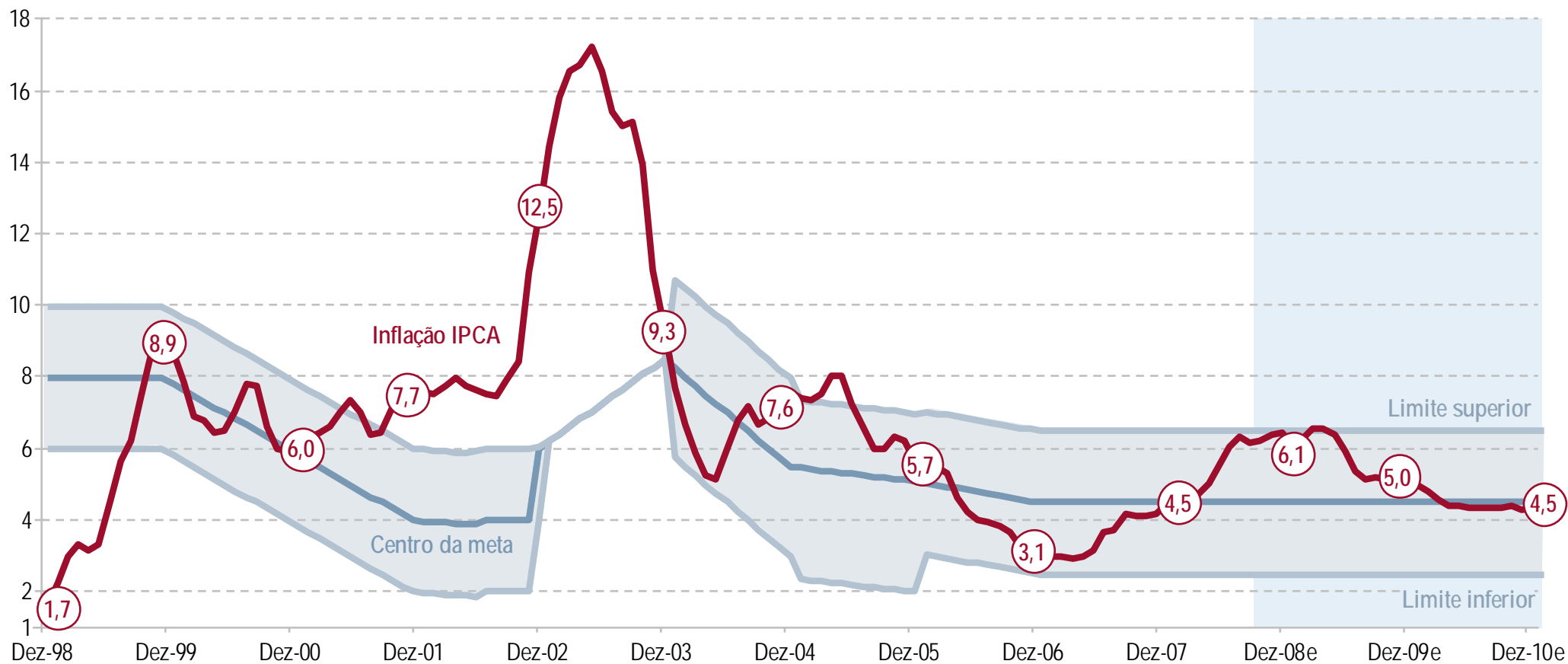
Inflação



Inflação IPCA converge para o centro da meta em 2010

- Prevemos redução da inflação IPCA de 6,1% em 2008 para 5,0% em 2009 e 4,5% em 2010, devido à forte desaceleração dos preços mais relacionados às commodities, em especial alimentos e combustíveis, em um cenário de expressiva diminuição do crescimento econômico.

Inflação IPCA e intervalos de tolerância da meta de inflação (%)

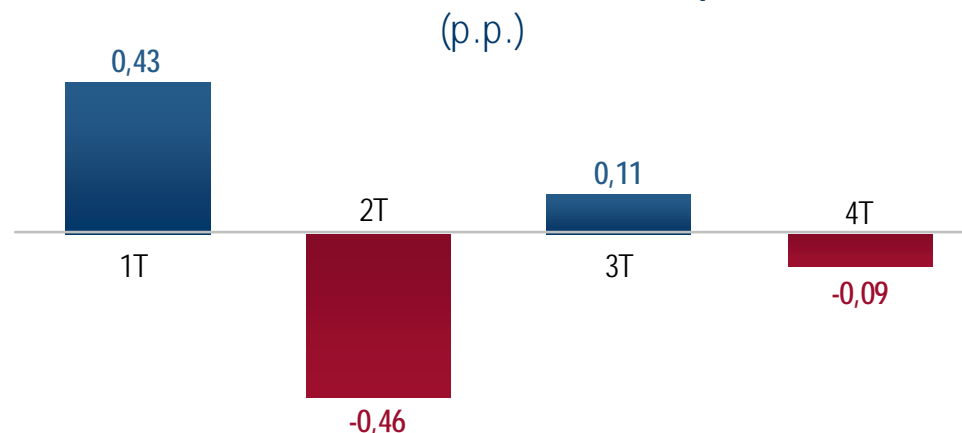


Fonte: IBGE, Banco Central, Credit Suisse

Inflação aumentará, provavelmente, no 1T09

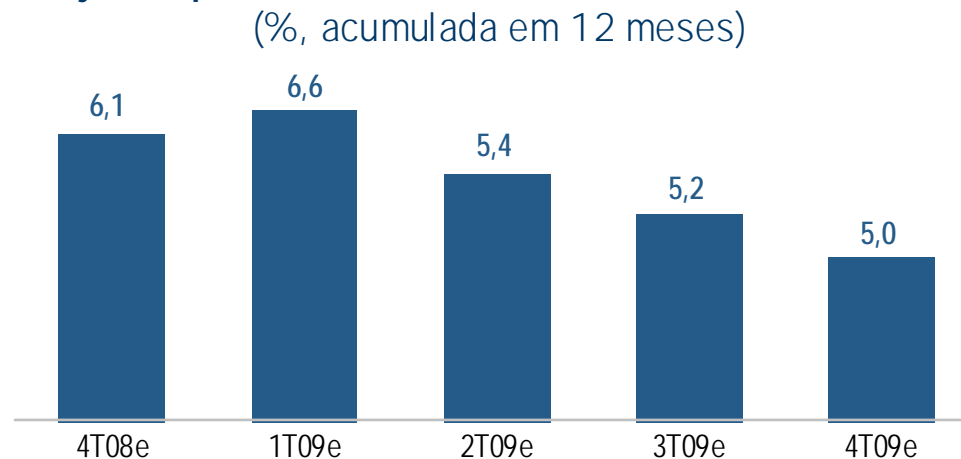
- Apesar de projetarmos recuo da inflação IPCA em 2009/10, é provável que a inflação se eleve para 6,6% no 1T09. Os fatores que pressionarão a inflação no curto prazo são:
 - ⇒ Maiores reajustes de preços administrados e de serviços indexados à inflação passada (e.g., tarifas de ônibus, mensalidades escolares), com concentração sazonal no 1T09.
 - ⇒ Impacto direto da recente depreciação cambial sobre alguns preços industriais mais sensíveis à variação cambial e menos influenciados pela variação dos preços de commodities (e.g. eletrodomésticos de linha branca e linha marrom).
- A partir do 2T09, esperamos redução da inflação IPCA, em resposta à menor alta dos preços dos alimentos e à diminuição do crescimento econômico.

Fatores sazonais da inflação IPCA⁽¹⁾ por trimestre



⁽¹⁾ estimamos que cerca de 50% dos itens do IPCA (em peso) possuem padrão sazonal significativo, com destaque para alimentos, cursos, roupas e algumas tarifas de serviços públicos.

Projeção para inflação IPCA no fim de cada trimestre



Fonte: IBGE, Credit Suisse

Commodities e menor crescimento diminuem inflação em 2009

- Forte redução dos preços das commodities e expressiva desaceleração econômica contribuirão para reduzir a inflação IPCA em 2009. O efeito da depreciação cambial desde setembro atuará em sentido oposto, pressionando a inflação.

Fatores que influenciam a inflação



Preço das commodities



Atividade econômica



Taxa de câmbio



Inércia da inflação

2007/8

Elevaram a inflação



2009/10

Reduzirão a inflação



Reduziram a inflação



Elevarão a inflação



Aumento da inflação

Menor inflação em 2009, associada aos alimentos

Principal risco para a dinâmica da inflação é a taxa de câmbio

- Apreciação cambial de 8% entre o fim de 2007 e agosto de 2008 não evitou aceleração da inflação em 2008. O maior ritmo da atividade econômica e a valorização das commodities aumentaram a defasagem do repasse da apreciação cambial para a inflação.
- Modelos sugerem que o repasse da variação cambial para a inflação tende a ser maior no caso de depreciações cambiais do que de apreciações da moeda.

Modelo não-linear⁽¹⁾ para projeção da inflação IPCA (%)

$$\text{Se: } \Delta\varepsilon_{t-1} > m \quad \text{IPCA}_t = \beta_1 \text{IPCA}_{t-1} + \beta_2 \Delta\varepsilon_{t-1} + \beta_3 h_{t-2} + \beta_4 \text{EIPCA}_{t-1} + \beta_5 \Delta\text{CRB}_{t-1} + \eta_t$$

$$\text{Se: } \Delta\varepsilon_{t-1} < m \quad \text{IPCA}_t = \alpha_1 \text{IPCA}_{t-1} + \alpha_2 \Delta\varepsilon_{t-1} + \alpha_3 h_{t-2} + \alpha_4 \text{EIPCA}_{t-1} + \alpha_5 \Delta\text{CRB}_{t-1} + \nu_t$$

onde:

Limiar (threshold) estimado pelo modelo

IPCA_t Inflação IPCA

EIPCA_t Expectativa de inflação para os próximos 12 meses

ΔCRB_t Variação do índice CRB de preços de commodities

η_t Termo de erro aleatório

ν_t Termo de erro aleatório

Δε_t Variação da taxa de câmbio

h_t Hiato do produto

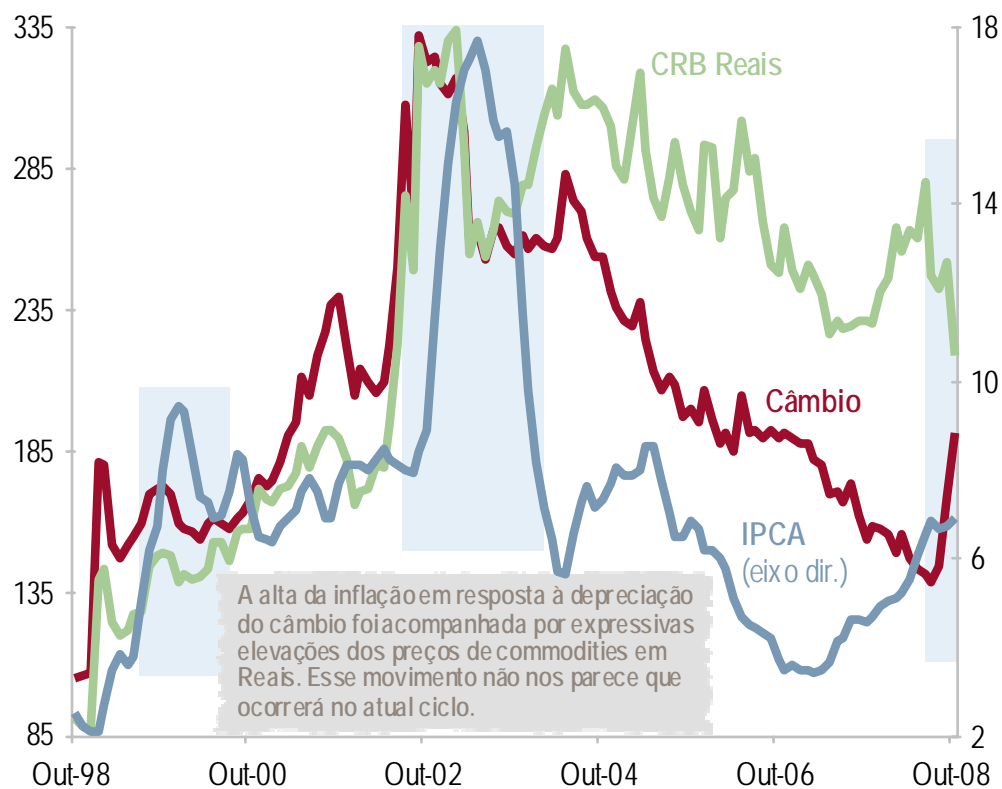
- Estimamos que $\beta_2 > \alpha_2$, sugerindo que o impacto da variação cambial na inflação é maior quando há uma depreciação cambial superior a m do que em caso de apreciação cambial da mesma magnitude.

⁽¹⁾ Modelo Self-Exciting Threshold AutoRegressive (SETAR). Fonte: IBGE, Banco Central, Commodities Research Bureau, Credit Suisse

Inflação se reduzirá em 2009 apesar da depreciação cambial

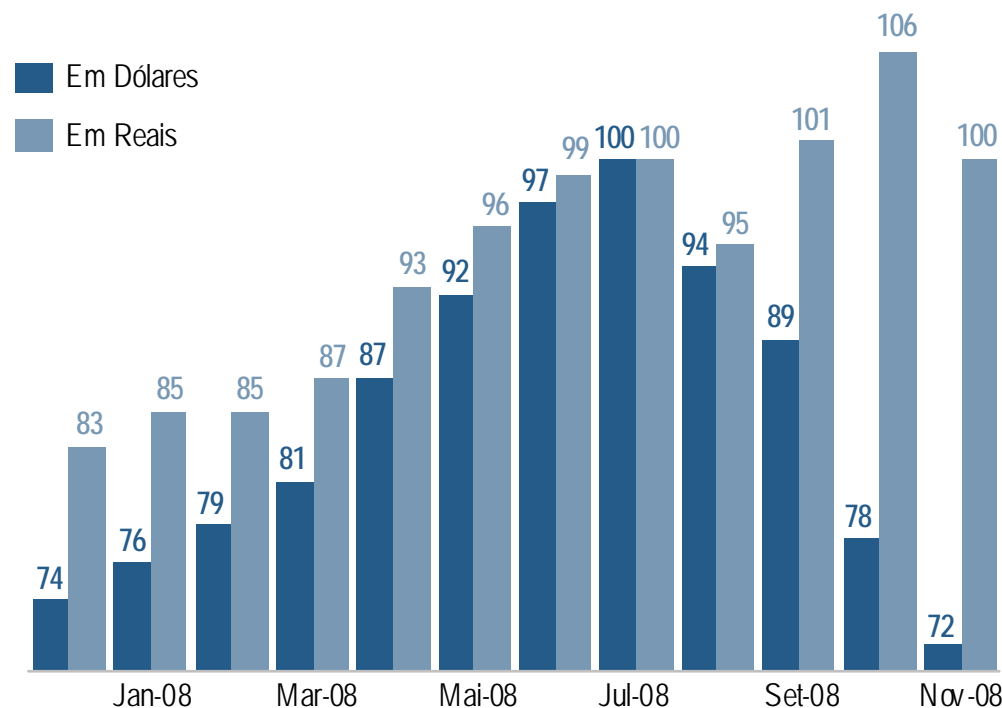
- Depreciação da taxa de câmbio média mensal de 26% de setembro a novembro de 2008 tende a aumentar a persistência da inflação. A redução dos preços de commodities e a desaceleração do PIB compensarão os efeitos da depreciação do Real, resultando em redução da inflação no 2T09.

Taxa de câmbio e preço de commodities
(número índice janeiro de 1998 = 100) e **inflação IPCA acumulada em 12 meses (%)**



Fonte: Commodities Research Bureau, Banco Central, IBGE, Credit Suisse

Índice de commodities ponderado pelo IPA⁽¹⁾
(média de julho de 2008 = 100)



⁽¹⁾ Os produtos incluídos no índice foram alumínio, cobre, zinco, aço, petróleo, açúcar, algodão, café, soja, trigo, resina de polietileno, álcool, milho, aves, suínos, bovinos, leite, arroz e laranja. O conjunto de produtos incluídos no índice tem peso de 49,4% no IPA-DI.

Fonte: Cepea, Bloomberg, IBGE, Credit Suisse

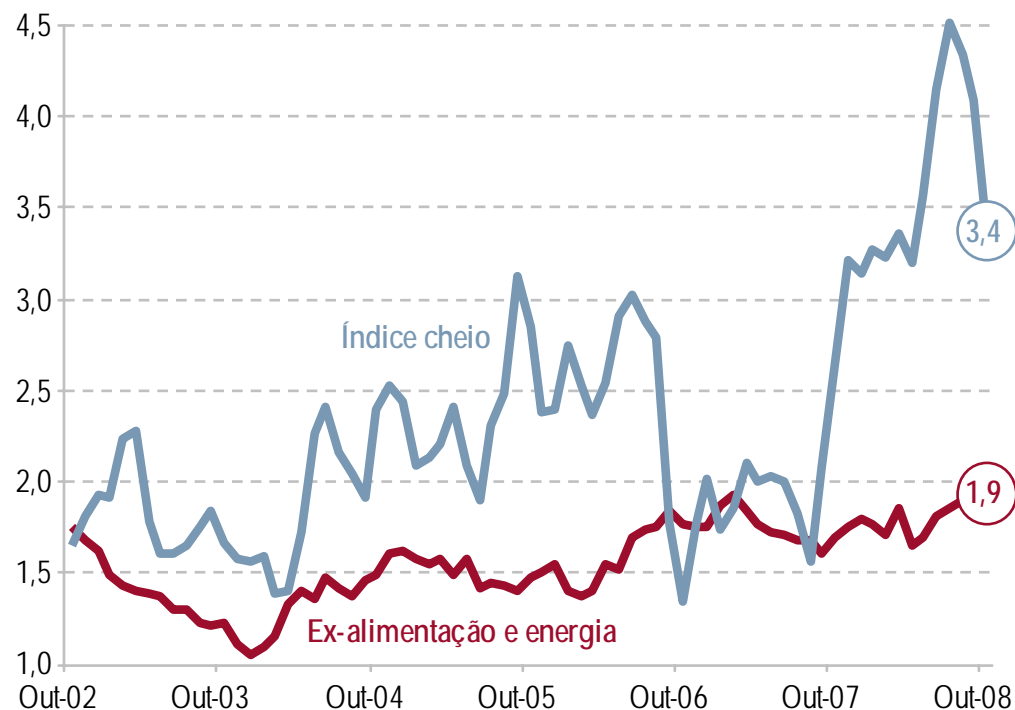
Reco significativo da inflação nas principais economias

- Recuo dos preços de commodities (principalmente alimentos e derivados de petróleo) e menor crescimento econômico favorecem recuo das pressões inflacionárias nas principais economias.
- Analistas do Credit Suisse prevêem recuo significativo da inflação global, de 4,8% em 2008 para 2,5% em 2009, favorecido pela desaceleração da economia e dos preços das commodities.

Inflação de mercados emergentes⁽¹⁾
(%, acumulada em 12 meses)



Inflação nos países do G4 – Euro-12, Reino Unido, Japão e Estados Unidos (%, acumulada em 12 meses)



⁽¹⁾ Países incluídos: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Venezuela, Hungria, Polônia, África do Sul, China e Índia.

Fonte: Bloomberg, Credit Suisse

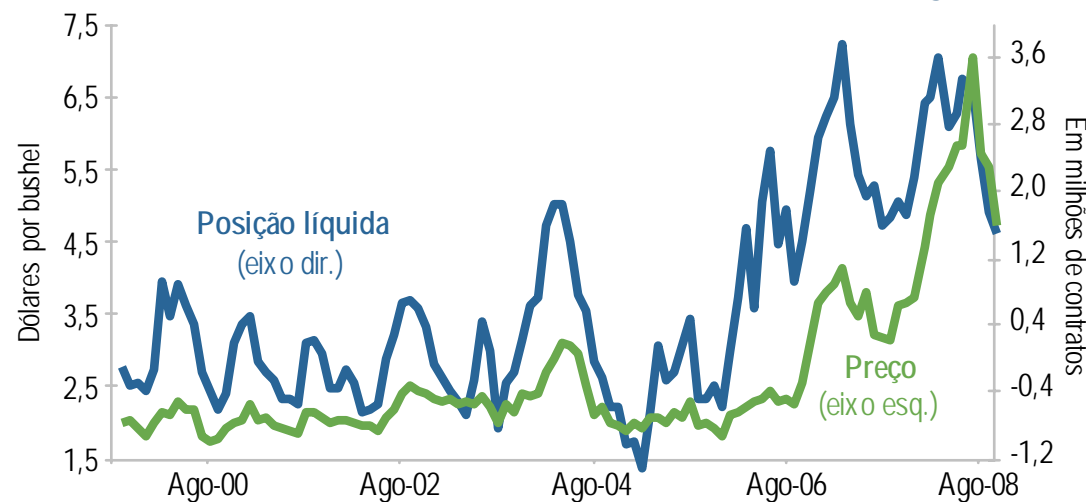
Aversão ao risco contribui para interromper alta de commodities

- Aumento do preço médio de commodities nos últimos anos deveu-se, principalmente, à:
 - ⇒ elevada expansão global, em particular nos mercados emergentes.
 - ⇒ maior demanda por commodities (energia).
 - ⇒ maior busca de ativos de risco em um ambiente de baixa volatilidade e alta liquidez.
 - ⇒ depreciação do Dólar dos EUA frente às principais moedas internacionais, valorizando os preços de commodities (denominados em dólares) nas demais moedas.
- Julgamos que a redução de alavancagem financeira (com a busca de ativos menos arriscados) e o menor crescimento global reduzirão os preços de commodities em 2009/10, ante os dois anos anteriores.

Principais determinantes da variação dos preços das commodities (índice CRB)



Preço do milho e posição líquida dos operadores não-comerciais no mercado futuro em Chicago

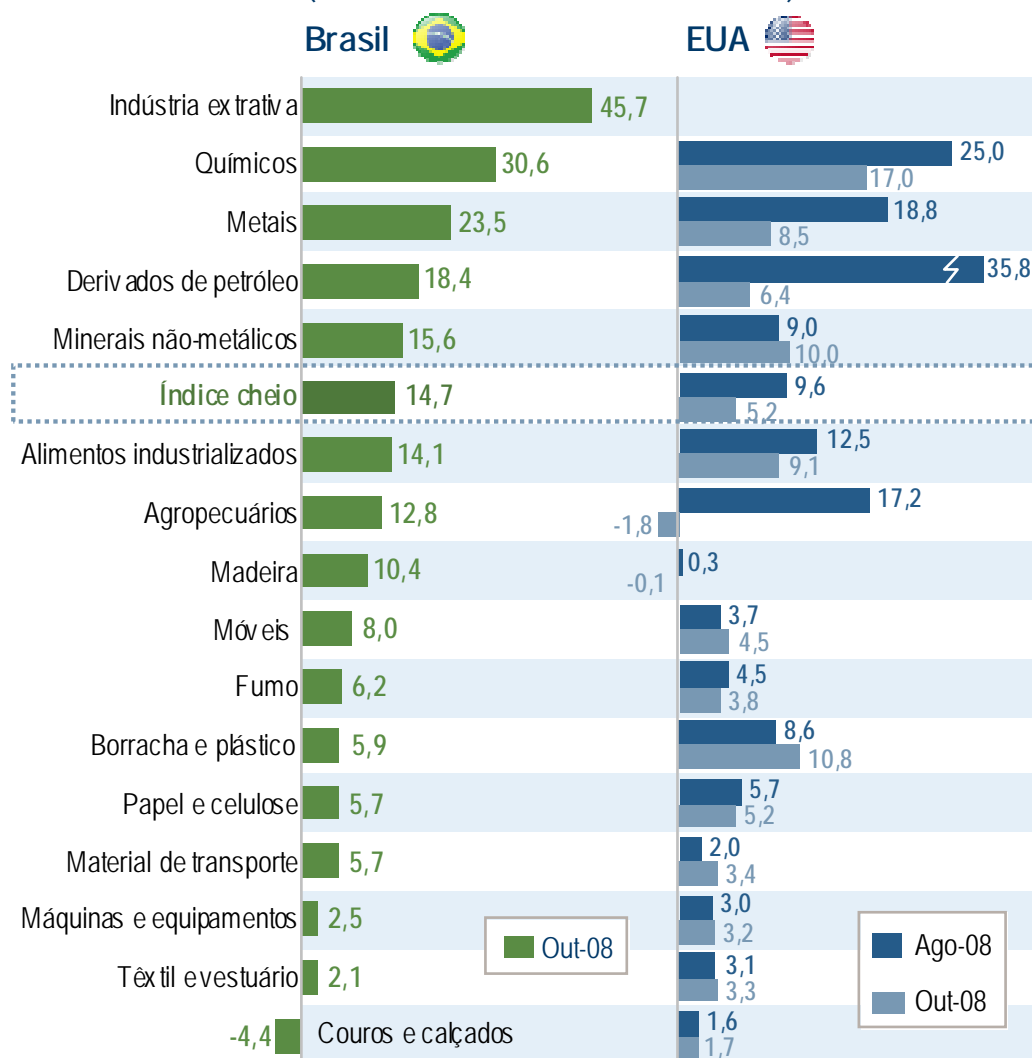


Fonte: Bloomberg, CBOT, Credit Suisse

Menor inflação global contribuirá para desacelerar IPCA em 2009

- Impacto dos maiores preços de commodities em 2008 foi repassado a vários setores industriais na maior parte das economias. Aumento da inflação no atacado nos EUA em 2008 foi mais significativo nos mesmos setores que pressionaram o IPA industrial no Brasil.
- Redução da inflação no atacado nos EUA, entre agosto e outubro de 2008, deveu-se à forte queda dos preços das commodities.
- Mesmo com o impacto da depreciação cambial, esperamos que a desaceleração dos preços de commodities também resulte em redução da inflação no Brasil, nos próximos trimestres.

Inflação no atacado no Brasil e nos EUA
(%, acumulada em 12 meses)

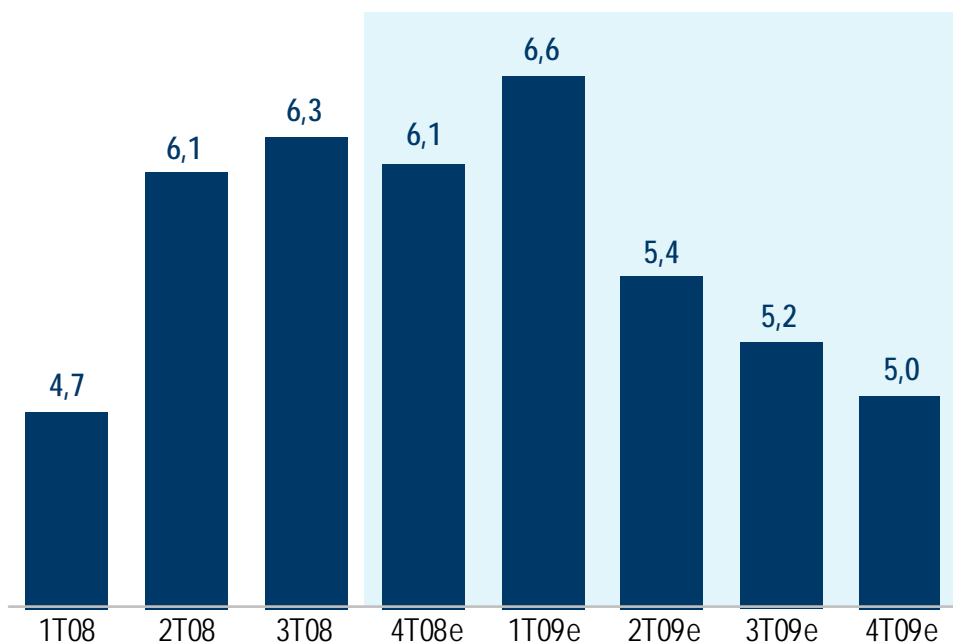


Fonte: BLS, FGV, Credit Suisse

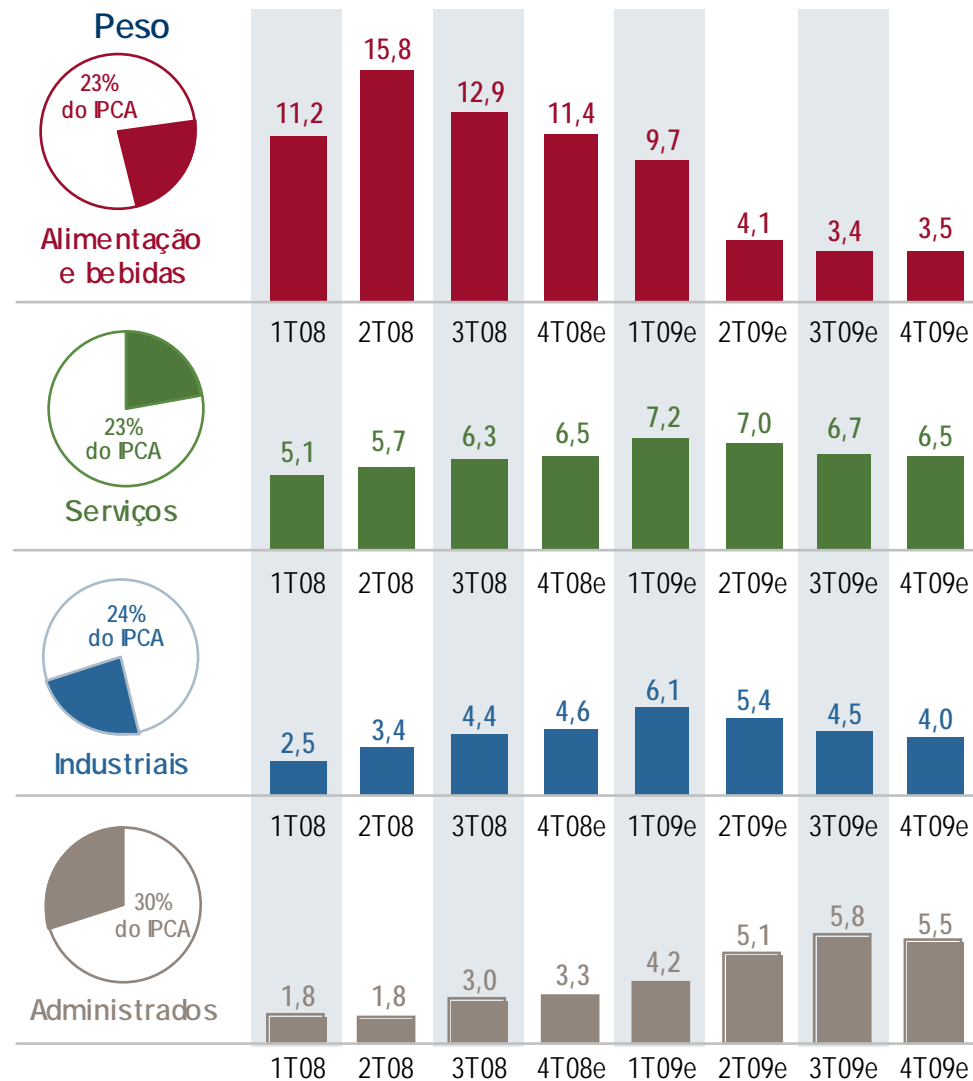
Preços de commodities explicam recuo da inflação em 2009

- Redução da inflação IPCA será determinada pela expressiva desaceleração dos preços dos alimentos e pela diminuição dos preços dos combustíveis. Prevemos ligeira redução da inflação de serviços e preços industriais a partir do 2T09. A alta desses preços em 2009 será, provavelmente, próxima à de 2008.

Inflação IPCA (%)



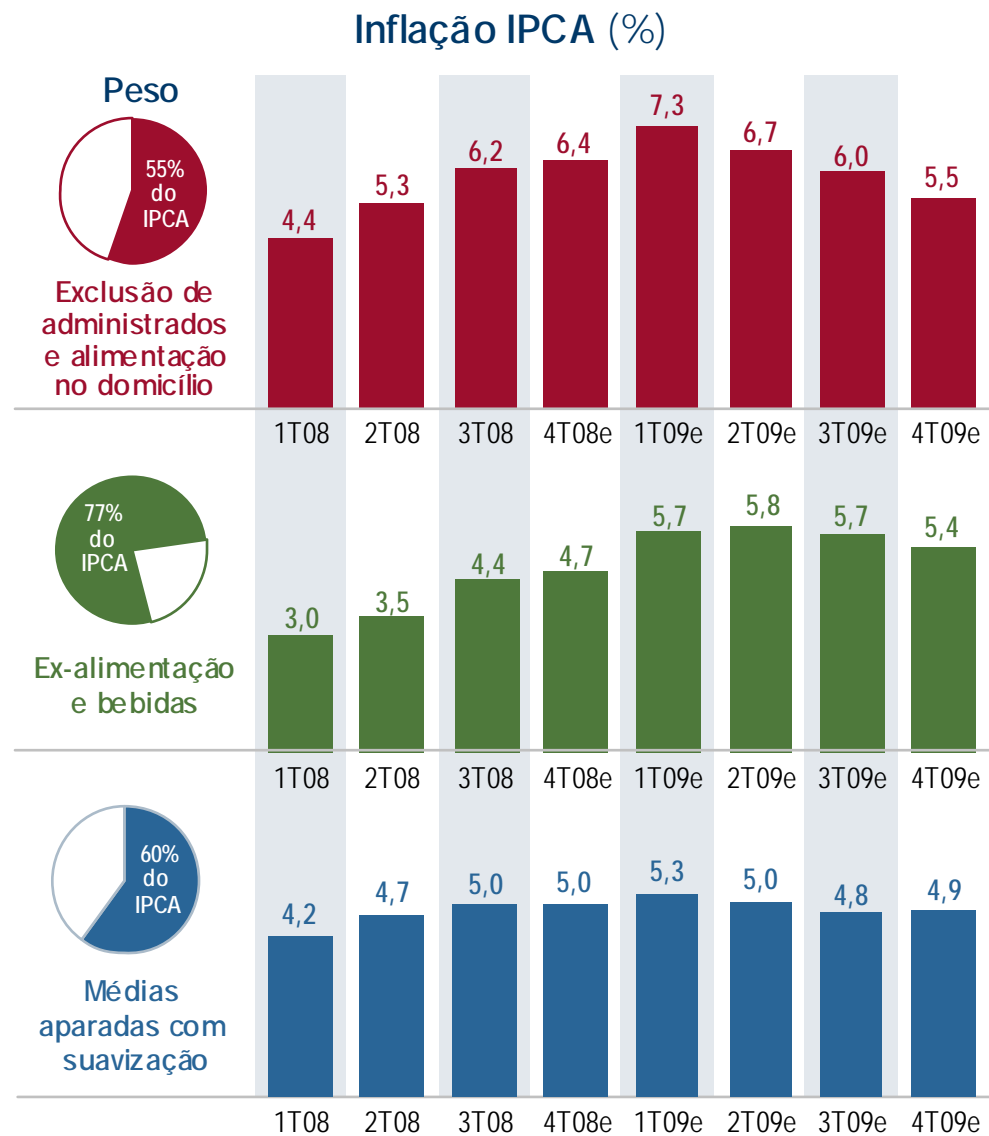
Inflação IPCA (%)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

Recuo menos expressivo dos núcleos de inflação ante o IPCA

- Esperamos que a redução da inflação IPCA em 2009 seja explicada, em grande parte, pelos voláteis preços de alimentação. Ainda que em menor escala, projetamos que a inflação nos demais grupos se reduzirá em 2009, devido ao recuo da inflação IPCA e da expansão da demanda.
- Consideramos desaceleração dos núcleos de inflação em menor magnitude do que o índice cheio em 2009. O repasse da elevada inflação acumulada nos trimestres anteriores aumentará a inflação nos serviços e tarifas administradas.
- Julgamos que as medidas de núcleo não são indicadores de tendência da inflação ao consumidor no Brasil. Nossos exercícios sugerem que a inflação IPCA é a que contribui para a previsão da trajetória futura dos núcleos e não o contrário.

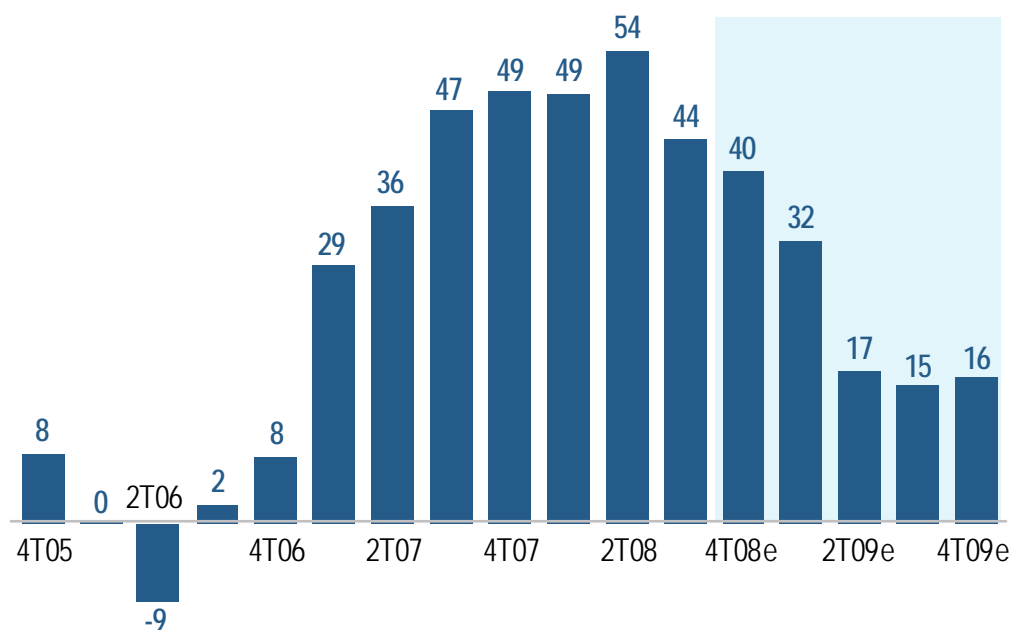


Fonte: IBGE, Credit Suisse

Recuo da inflação IPCA em 2009 associado aos alimentos

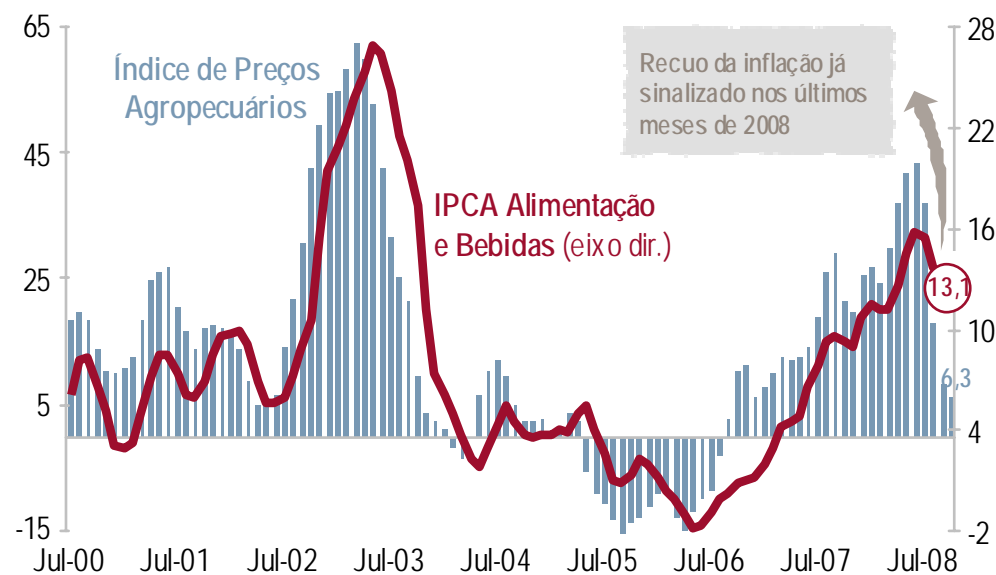
- Redução dos preços de commodities contribuirá para o recuo da inflação em 2009/10. A inflação do grupo se reduzirá de 11,4% em 2008 para 3,5% em 2009, com a inflação IPCA ex-alimentos aumentando de 4,7% para 5,4%, no período. Assim, a contribuição de alimentos para a inflação IPCA, no acumulado em 12 meses, diminuirá de 2,8 p.p. em outubro para 2,4 p.p. em dezembro de 2008 e 0,8 p.p. em 2009.

Contribuição do grupo alimentação e bebidas para a inflação IPCA acumulada nos últimos 12 meses (% do total)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

Inflação IPCA de alimentação e bebidas e índice de preços agropecuários⁽¹⁾ (% acumulada em 12 meses)



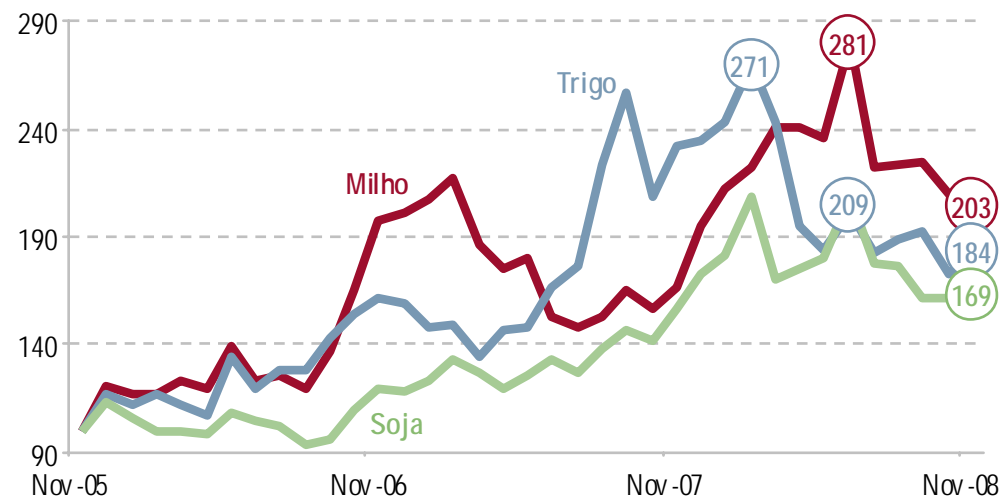
⁽¹⁾ Construído a partir da variação dos preços de 14 commodities pertencentes ao IPA-DI, ponderadas pelo peso de cada produto no IPCA.

Fonte: FGV, IBGE, Credit Suisse

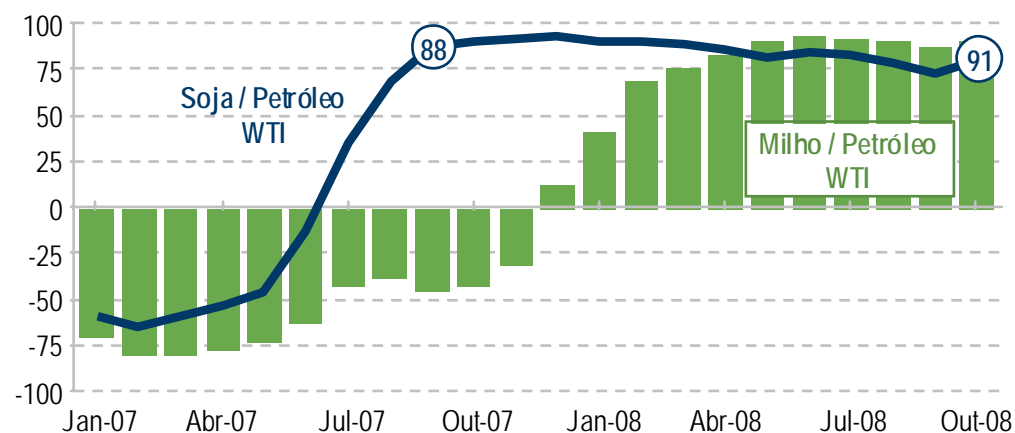
Menores preços de grãos em 2009

- Correlação entre os preços de grãos e de petróleo se elevou nos últimos anos devido à expansão da produção de biocombustíveis. Em um cenário de preços do petróleo mais baixos, analistas do Credit Suisse projetam preços por bushel entre US\$ 4,00 e US\$ 4,50 para milho e entre US\$ 9,00 e US\$ 10,00 para soja em 2009, valores inferiores ao valor máximo de 2008.
- Menor alta dos preços dos grãos no mercado internacional contribuirá para reduzir a inflação de alimentos em 2009, pelos seguintes fatores:
 - ⇒ derivados de milho, trigo e soja pressionaram a inflação em 2008. Julgamos improvável que a inflação seja elevada nesses produtos em 2009.
 - ⇒ maior estímulo à produção de culturas destinadas para o mercado doméstico (e.g. feijão, arroz, etc.).
 - ⇒ redução de custos de produção na pecuária, favorecendo a oferta no setor.

Preços internacionais dos grãos
(número índice novembro de 2005 = 100, em R\$)



Correlação dos preços do petróleo com os grãos
(%, média móvel de 12 meses)

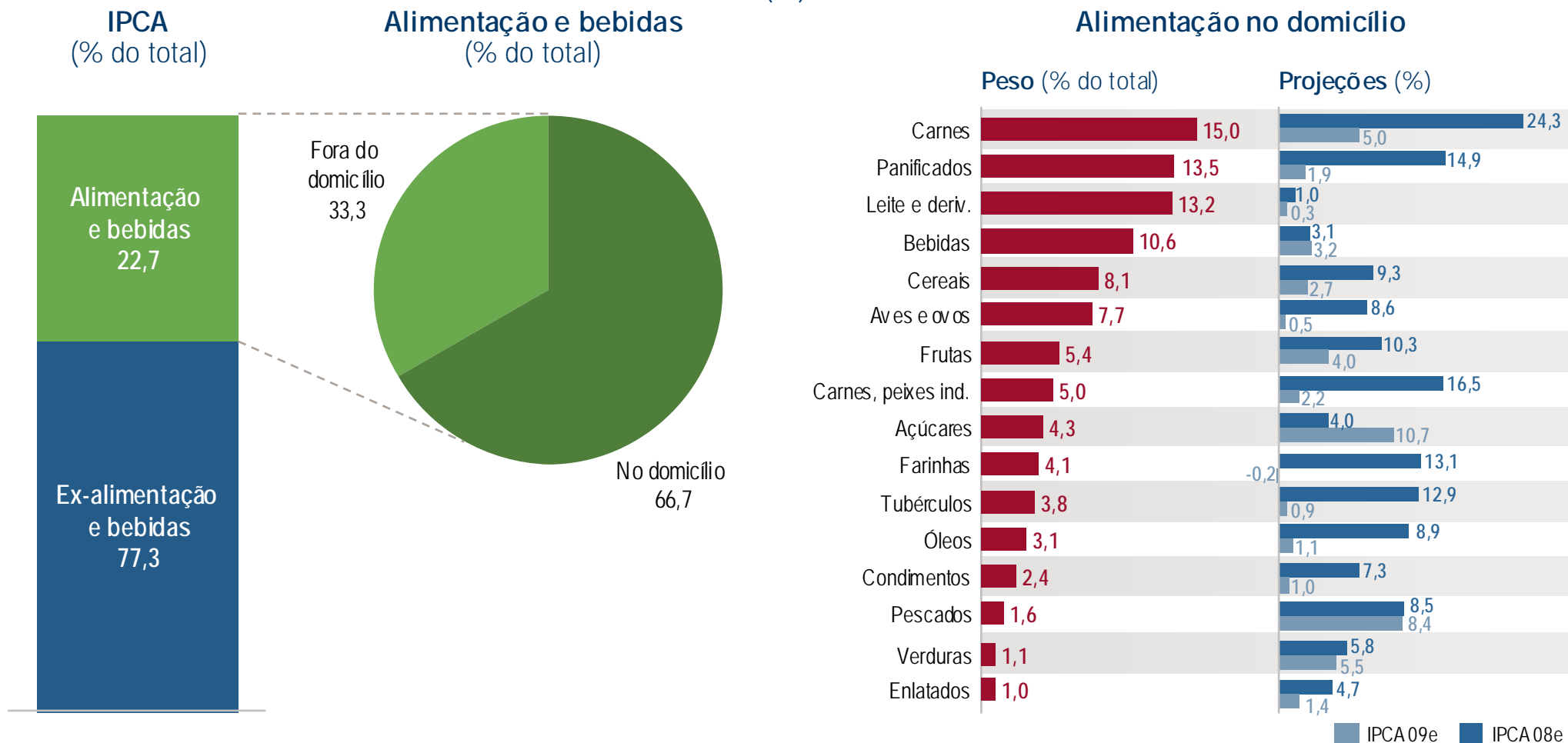


Fonte: Bloomberg, FGV, USDA, Credit Suisse

Forte queda da inflação de alimentação no domicílio em 2009

- Forte recuo da inflação no sub-grupo alimentação no domicílio, de 10,8% em 2008 para 1,8% em 2009.

Grupo alimentação e bebidas - abertura e projeções (%)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

Inflação de alimentação fora do domicílio permanecerá elevada

- Preço de alimentação fora do domicílio (item com maior contribuição para a inflação IPCA nos últimos 12 meses até outubro) é influenciado, principalmente, pela inflação passada e pelos preços dos gêneros alimentícios. Prevemos diminuição da inflação IPCA de alimentação fora do domicílio de 12,3% em 2008 para 7,0% em 2009. Essa inflação ainda alta dificultará redução mais significativa da inflação do grupo alimentação e bebidas.

Contribuição para a inflação IPCA acumulada em 12 meses até outubro de 2008 (p.p.)



Dinâmica da inflação de alimentação fora do domicílio (% , acumulada em 12 meses)

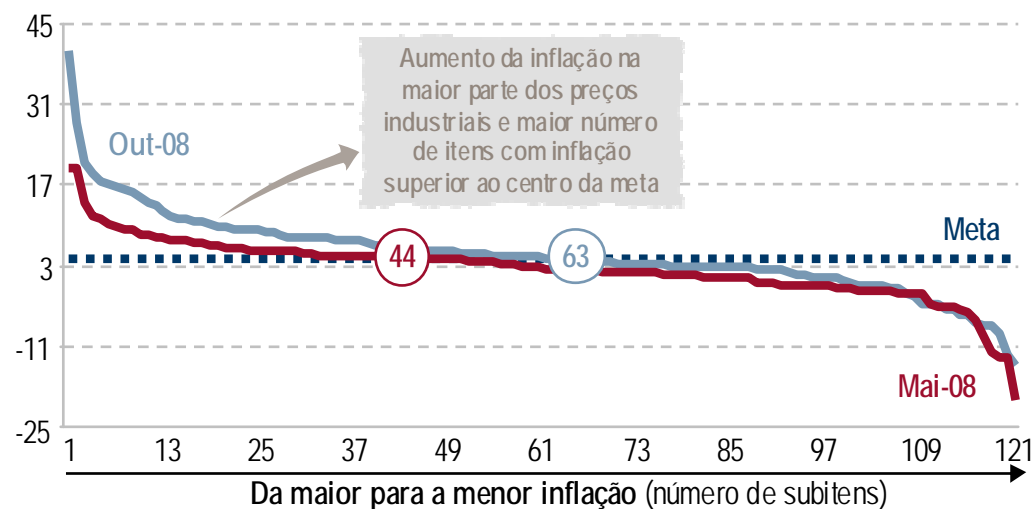


Fonte: IBGE, Credit Suisse.

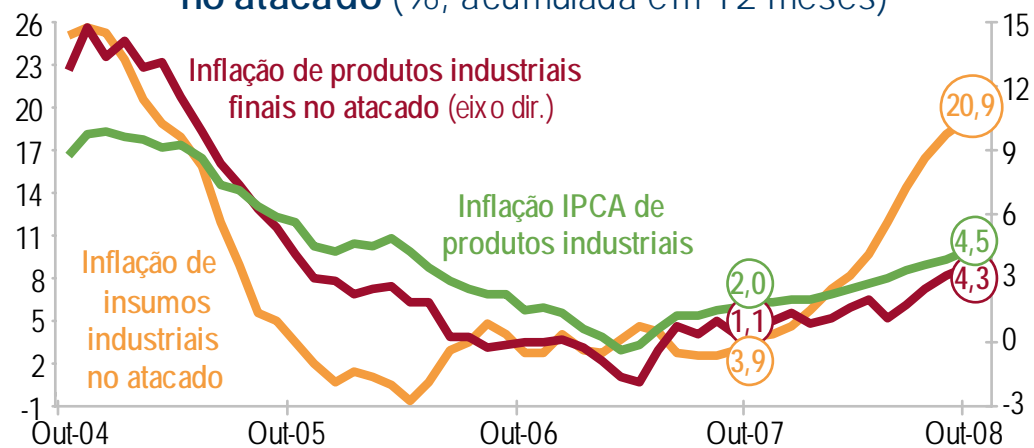
Menor inflação IPCA-industrial apesar da depreciação cambial

- Apesar da expectativa de depreciação do câmbio médio de R\$ 1,82/US\$ em 2008 para R\$ 2,20/US\$ em 2009, prevemos leve redução da inflação de preços industriais de 4,6% em 2008 para 4,0% em 2009.
- Esperamos aumento da inflação de produtos industriais até o 1T09 em função do repasse da depreciação cambial sobre vários preços comercializáveis (e.g., linha marrom).
- Alguns fatores, que explicaram o aumento da inflação IPCA industrial em 2008, contribuirão para sua desaceleração, a partir do 2T09:
 - ⇒ Menor inflação nas commodities industriais (e.g., aço e produtos químicos).
 - ⇒ Menor crescimento da demanda por produtos industriais.

Inflação IPCA de produtos industriais – distribuição ordenada entre os itens (% acumulada em 12 meses)



Inflação de produtos industriais (ex-alimentos) no atacado (% acumulada em 12 meses)

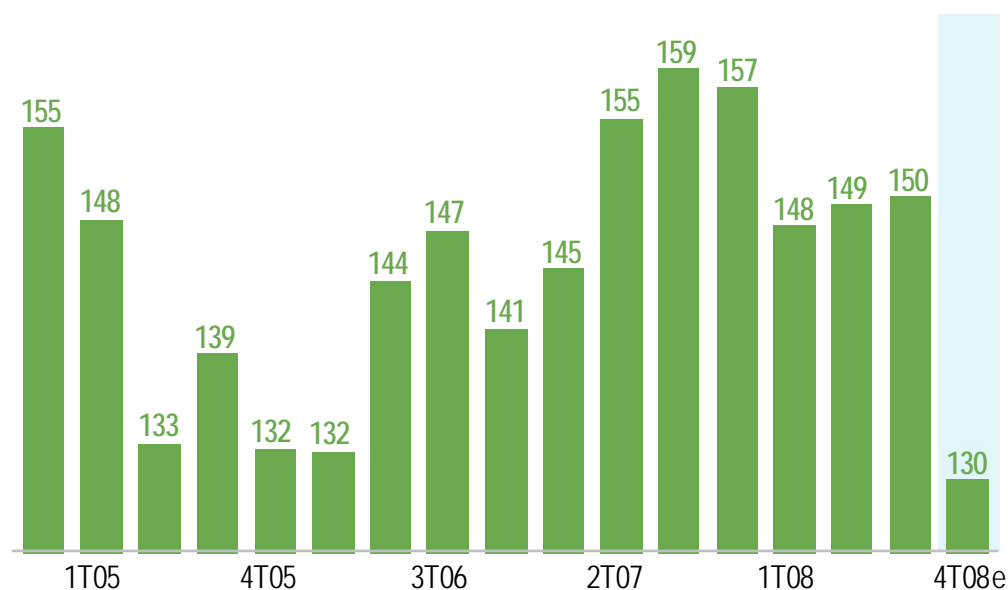


Fonte: IBGE, FGV, Credit Suisse

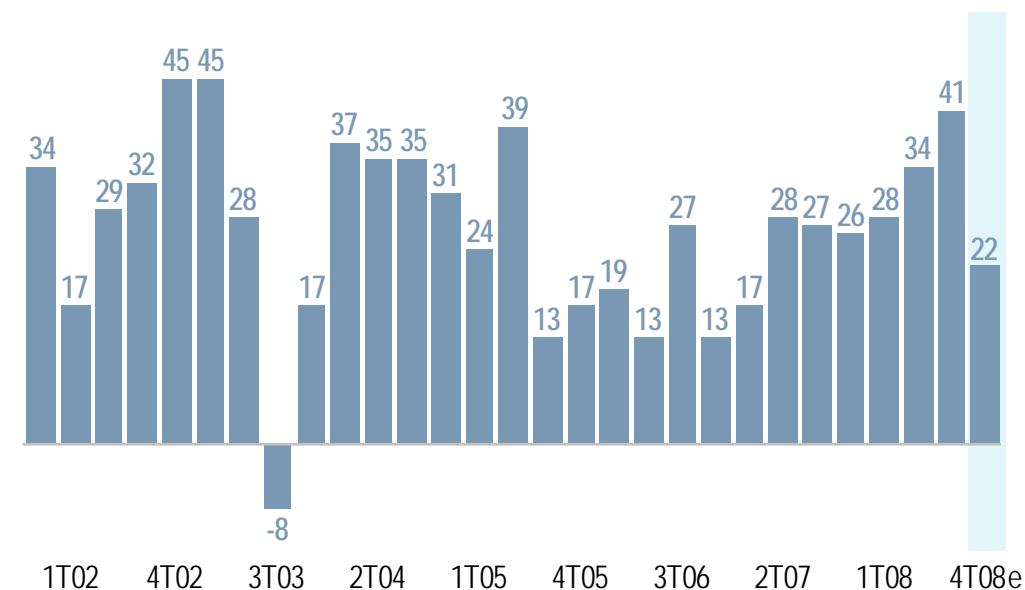
Menor intenção de empresários de reajustar preços

- Intenção líquida de reajuste de preços (diferença entre o percentual de empresários com intenção de aumentar e de diminuir preços, nos próximos três meses) é a variável que melhor capta o risco de aumento de preços na indústria, no curto prazo.
- Apesar da depreciação cambial, a intenção de reajustar preços se reduziu no 4T08 devido às perspectivas de desaceleração da demanda e de queda da confiança dos empresários.

Índice da situação dos negócios nos próximos seis meses (com ajuste sazonal)



Intenção líquida de reajustes de preços⁽¹⁾ dos produtos industriais (%)



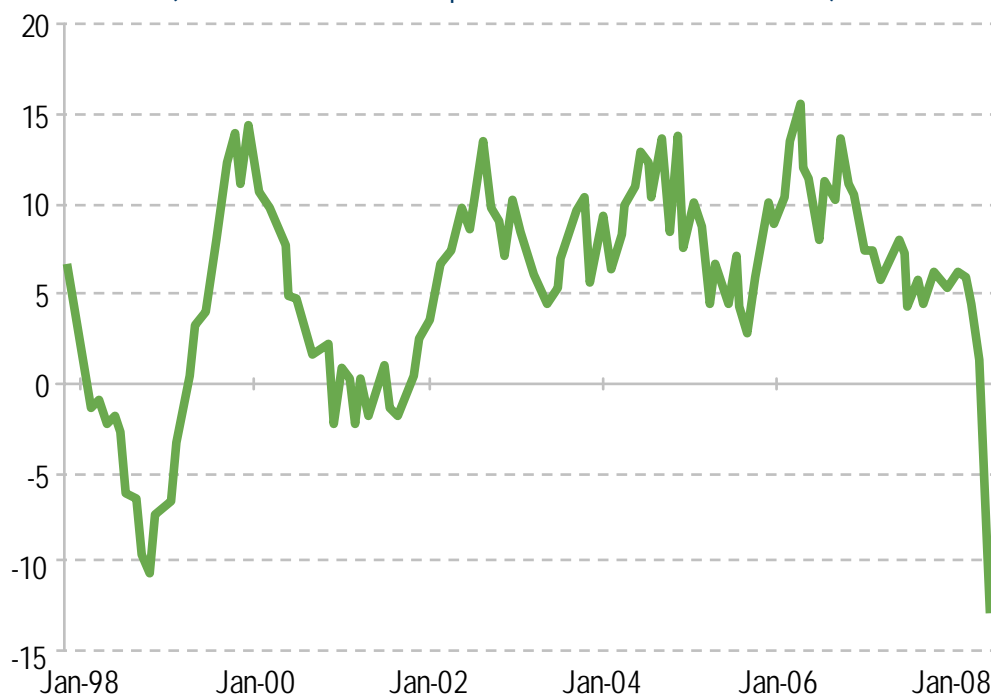
⁽¹⁾ Diferença entre os percentuais de empresários que pretendem elevar e reduzir seus preços

Fonte: FGV, Credit Suisse

Preço do aço contribuirá para reduzir a inflação na indústria

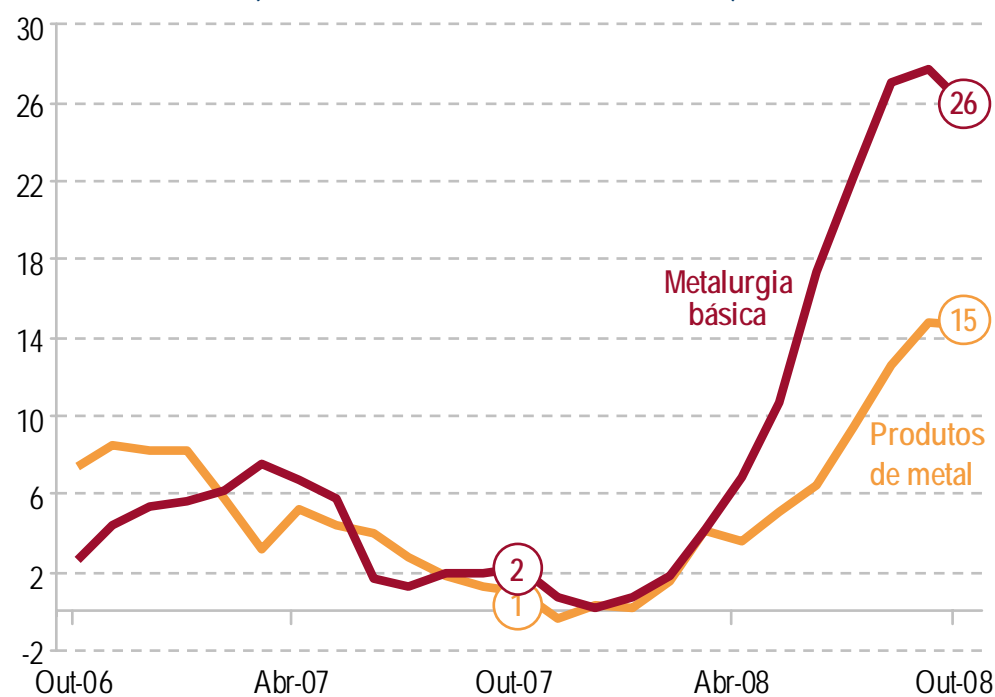
- Baixo crescimento do setor industrial nos próximos trimestres reduzirá, provavelmente, os preços do aço. Analistas do Credit Suisse projetam redução dos preços no 1T09 e diminuição da produção.
- Menor preço do aço contribuirá para reduzir a inflação IGP-DI. Os produtos de metalurgia básica, com peso de 5,1% no índice, agregaram 1,1 p.p. para a inflação dos últimos 12 meses até outubro (cerca de 10% do total), o que também contribuiu para maior alta dos preços industriais no varejo.

Crescimento da produção mundial de aço
(%, ante mesmo período do ano anterior)



Fonte: ISII, Credit Suisse

Inflação no atacado
(%, acumulada em 12 meses)



Fonte: FGV, Credit Suisse

Menor preço do petróleo reduzirá inflação em alguns setores

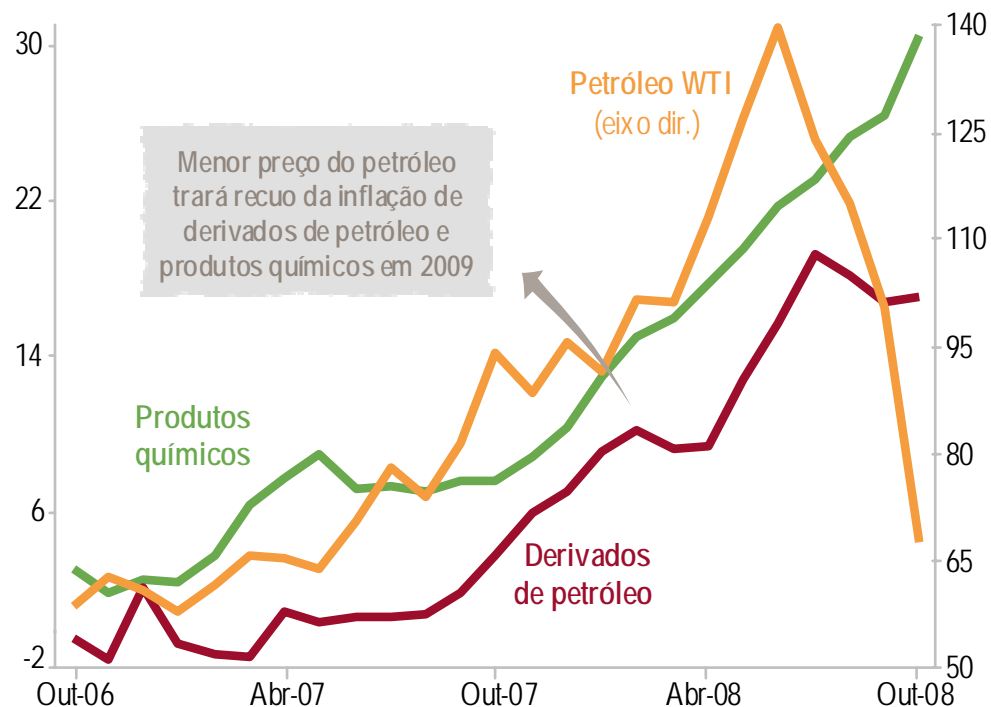
- Projetamos redução do preço médio do petróleo WTI de US\$ 98/barril em 2008 para US\$ 60/barril em 2009. O risco de os preços se manterem abaixo de US\$ 50/barril é elevado, dada a expectativa de a demanda por petróleo em 2009 apresentar o maior recuo desde 1982.
- Ao contrário de 2008, os preços do petróleo contribuirão para reduzir a inflação em diversos setores industriais (e.g., refino de petróleo, químicos em geral).

Crescimento da demanda mundial por petróleo
(em milhares de barris por dia)



Fonte: Informações de Empresas, Projeções Credit Suisse

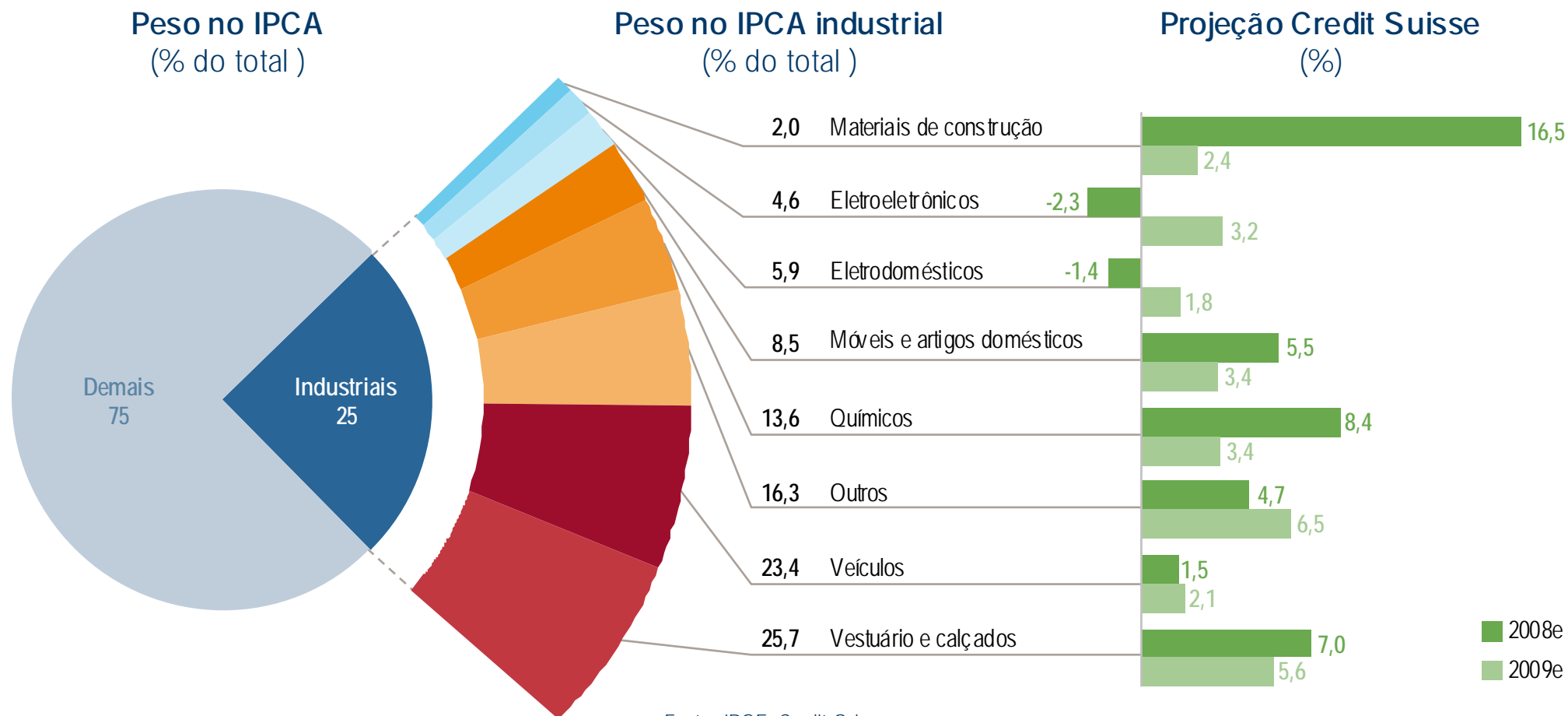
Inflação no atacado (% acumulada em 12 meses) e preço do petróleo WTI (US\$/barril)



Fonte: FGV, Credit Suisse

Químicos e construção reduzirão a inflação industrial em 2009

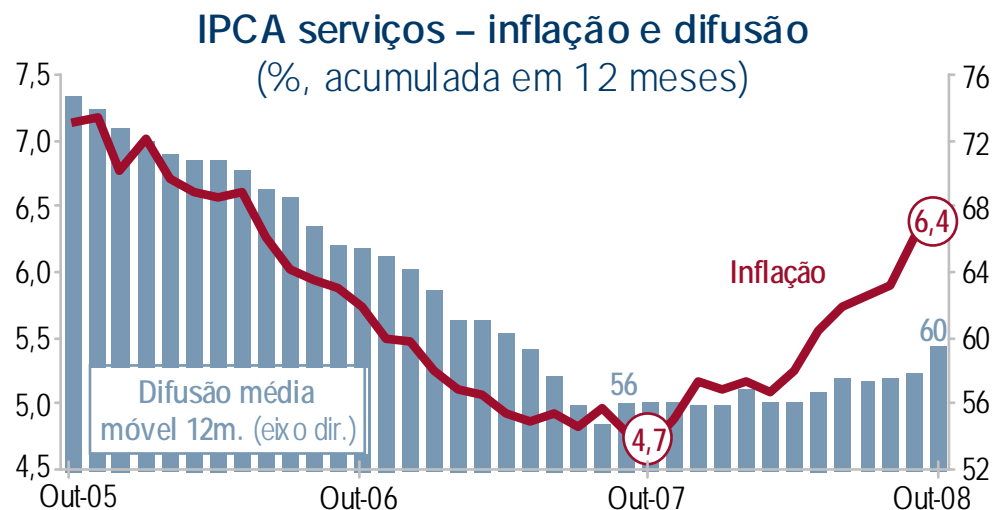
- Setores que tiveram inflação mais elevada em 2008, pressionada por forte elevação dos preços das commodities e expressiva expansão da demanda, serão os que mais contribuirão para o recuo da inflação de produtos industriais. Esperamos que a inflação permaneça baixa nos bens duráveis.



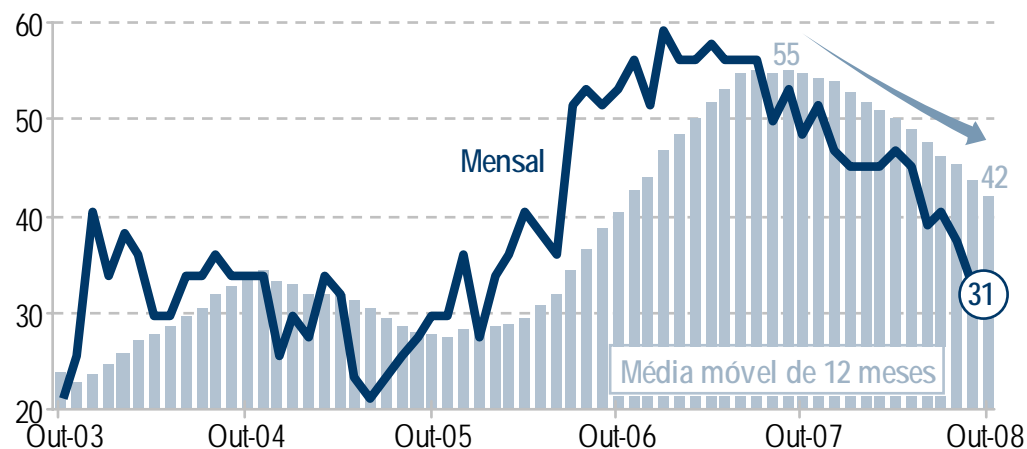
Fonte: IBGE, Credit Suisse

Elevada inércia inflacionária manterá a inflação de serviços alta

- Prevemos que a inflação IPCA de serviços acumulada em 12 meses aumente de 6,5% em 2008 para 7,2% no 1T09 e se reduza para 6,5% em 2009.
- Principais determinantes da inflação de serviços são: inflação passada; expectativa de inflação; e crescimento econômico.
- Esperamos que a inflação do grupo serviços diminua a partir do 2S09 devido à redução da inflação IPCA cheia, das expectativas de inflação e do crescimento econômico.
- O repasse da inflação passada para salários e prestação de serviços impedirá que a redução da inflação de serviços seja mais significativa em 2009.



Porcentagem dos itens de serviços com inflação IPCA acumulada em 12 meses abaixo de 4,5% (%)

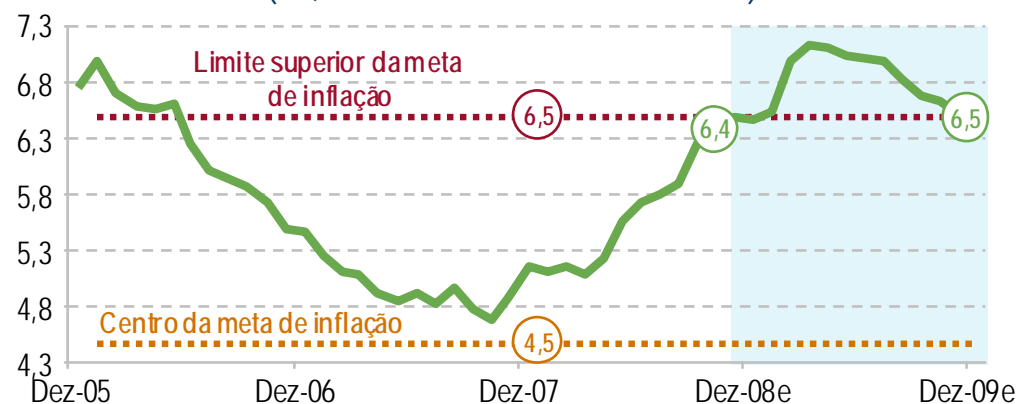


Fonte: IBGE, Credit Suisse

Inflação de serviços se reduzirá a partir do 2S 2009

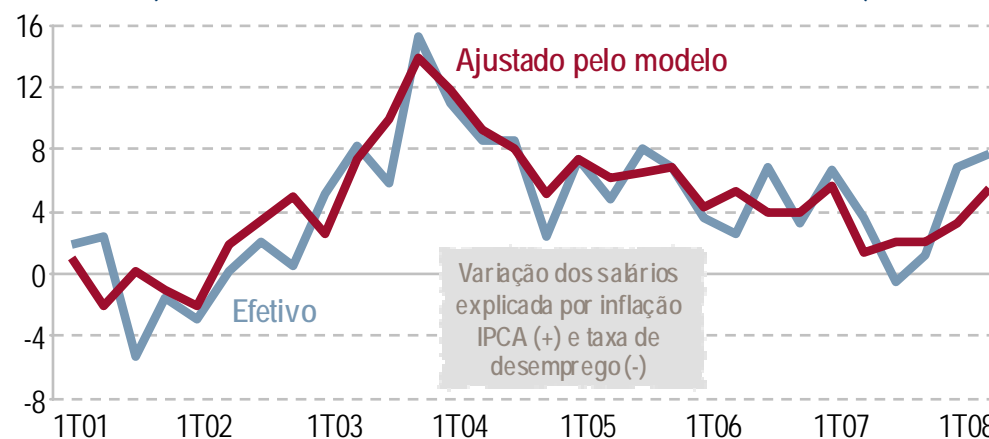
- Esperamos que a inflação de serviços se eleve até o 1T09, pois o aumento da inflação IPCA cheia em 2008 tende a ser repassado aos reajustes normalmente efetuados no início do ano (e.g., mensalidades escolares).
- Inflação acumulada em 12 meses no grupo de serviços se reduzirá a partir do 2S09 e convergirá novamente para o intervalo de tolerância do regime de metas, em função da:
 - ⇒ Redução da inflação IPCA acumulada em 12 meses e das expectativas de inflação.
 - ⇒ Desaceleração da atividade, com deterioração das condições do mercado de trabalho.
- Outros fatores tendem a manter a inflação de serviços acima da meta:
 - ⇒ Alto reajuste do salário mínimo em 2009 (12%).
 - ⇒ Reajustes salariais elevados para várias categorias nos últimos meses.

Inflação IPCA de Serviços
(%, acumulada em 12 meses)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

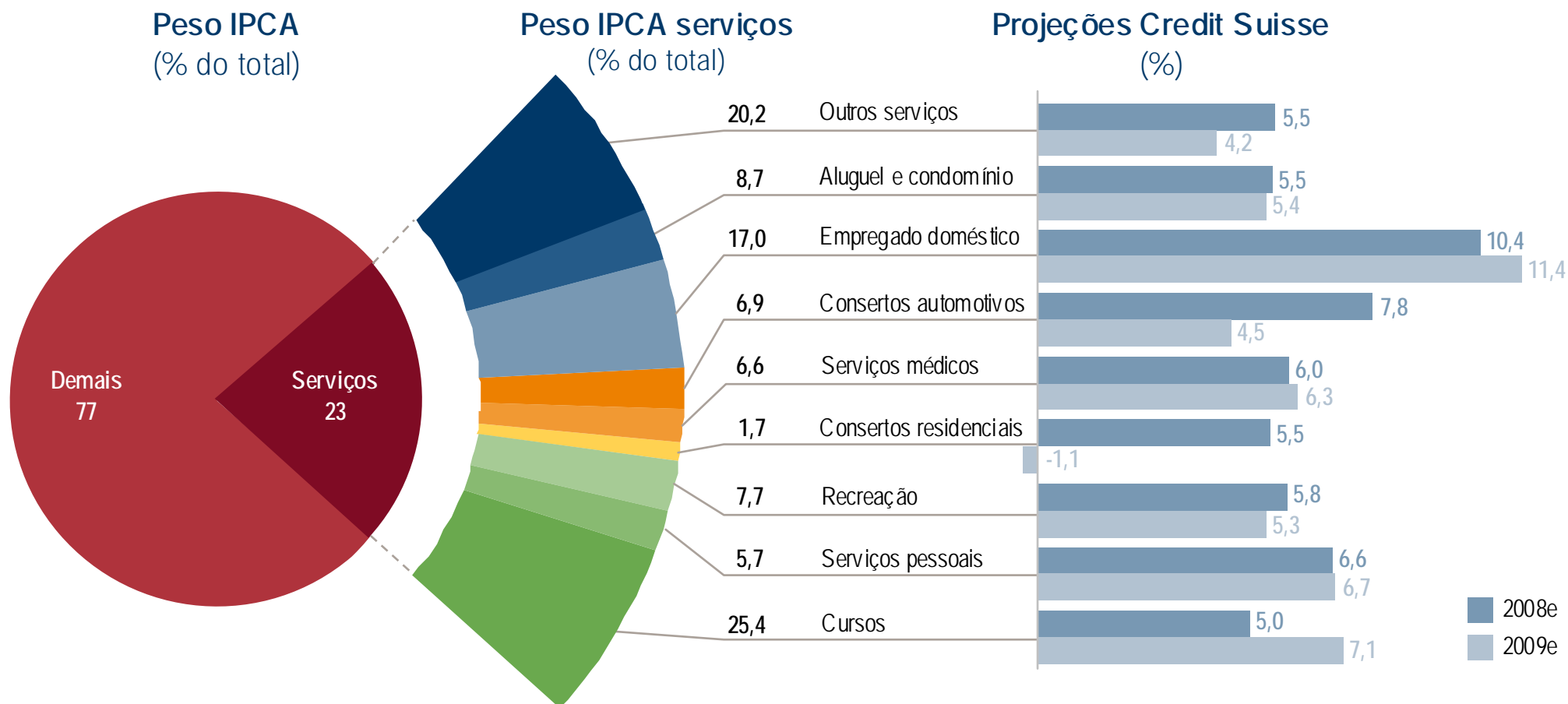
Varição dos salários nominais na Região Metropolitana de São Paulo
(%, ante o mesmo trimestre do ano anterior)



Fonte: Fundação Seade, IBGE, Credit Suisse

Maior alta de preços de serviços indexados à inflação passada

- Julgamos que os preços dos serviços menos vinculados à inflação passada e mais associados ao crescimento da atividade econômica (e.g., seguros, consertos) apresentarão maior desaceleração em 2009. Os itens com preços mais associados à inflação passada e ao salário mínimo (e.g., cursos e empregado doméstico) apresentarão maior inflação.



Fonte: IBGE, Credit Suisse

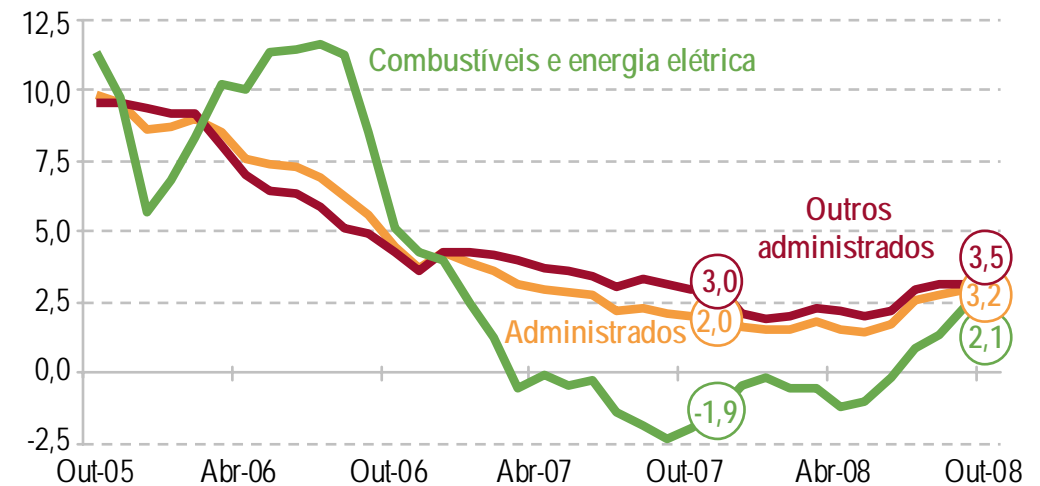
Inflação de preços administrados será mais elevada em 2009

- O grupo de preços administrados é composto, basicamente, por tarifas de serviços públicos, em grande parte reajustados com base na inflação passada, e pelos preços de derivados de petróleo (controlados pela Petrobras nas refinarias).
- Prevemos aumento da inflação IPCA no grupo de preços administrados de 3,2% em outubro (acumulada em 12 meses) para 3,3% em 2008 e 5,5% em 2009, em função de:
 - ⇒ Maiores reajustes das tarifas de serviços públicos indexados à inflação passada, em função da aceleração da inflação em 2008.
 - ⇒ Fim do impacto da redução das tarifas de energia elétrica de 2007/08 em virtude do processo de revisão tarifária.
 - ⇒ Maior alta das tarifas de transporte público ante 2008, quando houve aumentos moderados desses preços devido às eleições municipais.

Inflação IPCA de preços administrados (%)

	Peso	2008e		2009e	
		Inflação	Contrib.	Inflação	Contrib.
Preços administrados	29,9	3,3	1,0	5,5	1,6
Administrados ex-combustíveis	24,2	3,7	0,9	6,2	1,5
Taxa de água e esgoto	1,6	7,1	0,1	6,6	0,1
Energia elétrica residencial	3,3	2,0	0,1	6,1	0,2
Ônibus urbano	3,7	2,2	0,1	7,3	0,3
Ônibus interestadual	0,4	6,8	0,0	8,9	0,0
Produtos farmacêuticos	2,9	4,4	0,1	6,2	0,2
Plano de saúde	3,4	6,2	0,2	7,1	0,2
Telefone fixo	3,5	3,7	0,1	5,8	0,2
Outros admin. ex-combustíveis	11,1	1,3	0,1	2,4	0,3
Combustíveis	5,7	1,6	0,1	2,7	0,2

Inflação IPCA (% acumulada em 12 meses)

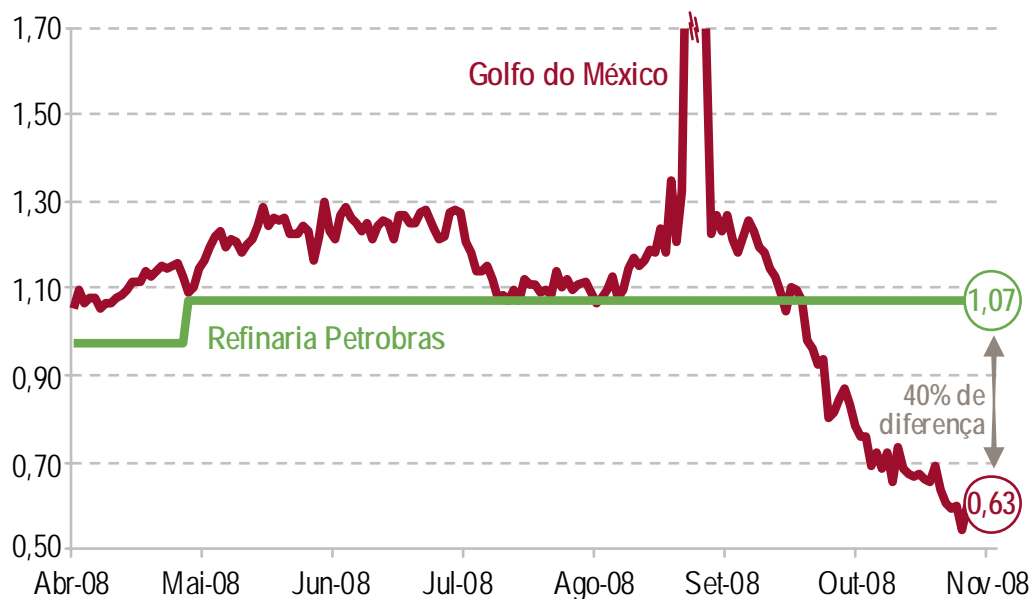


Fonte: IBGE, Credit Suisse

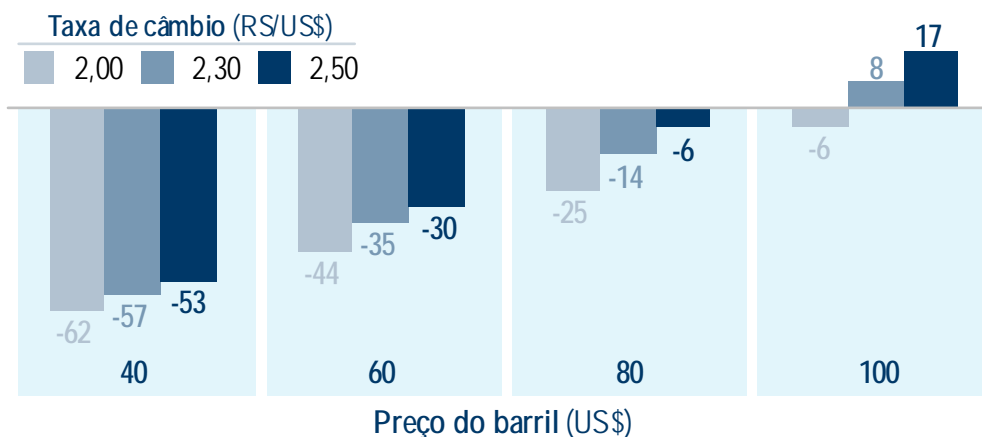
Preços dos derivados de petróleo podem ser reduzidos em 2009

- Preço da gasolina vendida pela Petrobras nas refinarias está significativamente mais elevado que o do produto negociado no Golfo do México (cerca de 40% no fim de novembro). Redução do preço nas refinarias nessa magnitude diminuiria em até 1,2 p.p. a inflação IPCA.
- Diminuição dos preços domésticos dos combustíveis permitirá que a inflação convirja para o centro da meta já em 2009. Não consideramos redução dos preços dos combustíveis em 2009 no nosso cenário base, porém reconhecemos que a probabilidade de uma diminuição desses preços aumenta à medida que o preço do barril de petróleo permanece por mais tempo próximo de US\$ 50.

Preço da gasolina nas refinarias da Petrobras e no Golfo do México (R\$/litro)



Cenários para o diferencial⁽¹⁾ entre o preço da gasolina negociada no Golfo do México e a doméstica nas refinarias (considerando diferentes níveis para o preço do Petróleo⁽²⁾ e da Taxa de Câmbio, %)



⁽¹⁾ Considera diferencial de qualidade de 10% do preço da gasolina doméstica em relação a do Golfo do México.
⁽²⁾ Considera que o preço da gasolina oscilará de acordo com a variação do preço do petróleo.

Fonte: Bloomberg, Petrobras, Credit Suisse

Inflação IPCA de 5,0% em 2009 e 4,5% em 2010

- Inflação ao consumidor convergirá para o centro da meta de inflação, nos próximos dois anos, em função da desaceleração da atividade econômica e do menor aumento de preços das commodities. Esses fatores contribuirão para evitar que a depreciação do Real resulte em elevação da inflação IGP no período.

Inflação – resultados e projeções: 2002 – 2009 (%)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
IPCA	12,5	9,3	7,6	5,7	3,1	4,5	6,1	5,0	4,5
Preços livres	11,8	7,2	6,9	4,2	2,5	5,7	7,3	4,7	4,6
Alimentação e bebidas	19,5	7,5	3,9	2,0	1,2	10,8	11,4	3,5	4,5
Produtos industriais	9,6	8,5	9,0	4,5	1,4	2,1	4,6	4,0	3,5
Serviços	5,5	7,1	6,8	6,8	5,5	5,2	6,5	6,5	5,5
Preços administrados	14,2	14,0	9,2	8,7	4,2	1,7	3,3	5,5	4,2
IGP-DI	26,4	7,7	12,1	1,2	3,8	7,9	10,5	6,0	4,5
IPA-DI	35,4	6,3	14,7	-1,0	4,3	9,6	11,6	6,5	4,5
IPC-DI	12,2	8,9	6,3	4,9	2,1	4,6	6,0	4,5	4,5
INCC-DI	12,9	14,4	11,0	6,8	5,0	6,2	12,0	6,5	5,4

Fonte: IBGE, FGV, Credit Suisse



Política Monetária

Selic de 12,50% em 2009 e 11,25% em 2010

- Projetamos redução da taxa de juros básica Selic de 13,75% no fim de 2008, para 12,50% no fim de 2009 e 11,25% no fim de 2010. Essa trajetória é compatível com o declínio contínuo da inflação IPCA a partir do fim do 2T09. A inflação IPCA alcança o centro da meta no início de 2010.
- As perspectivas de desaceleração da atividade econômica no 1S09 e a diminuição da inflação a partir do 2T09 contribuirão para reduzir as expectativas de inflação para 2009/10.
- O ritmo de declínio da taxa de juros básica Selic será maior que o considerado no cenário base se a desaceleração da atividade econômica for mais significativa e/ou se a dinâmica para a inflação for mais favorável.

Previsão de inflação IPCA
(cenário base)

	Inflação		IPCA livres		Câmbio médio (R\$/US\$)	Selic fim de período (% a.a.)
	Trimestre (%)	12 meses (%)	Trimestre (%)	12 meses (%)		
Mar-09	1,9	6,6	2,1	7,6	2,20	13,75
Jun-09	1,0	5,4	0,7	5,5	2,20	13,50
Set-09	0,8	5,2	1,4	4,9	2,20	13,00
Dez-09	1,1	5,0	1,4	4,7	2,20	12,50
Mar-10	1,4	4,4	0,8	4,1	2,20	12,00
Jun-10	0,9	4,3	0,7	4,1	2,20	11,75
Set-10	0,9	4,4	0,7	4,4	2,20	11,25
Dez-10	1,2	4,5	1,5	4,6	2,20	11,25

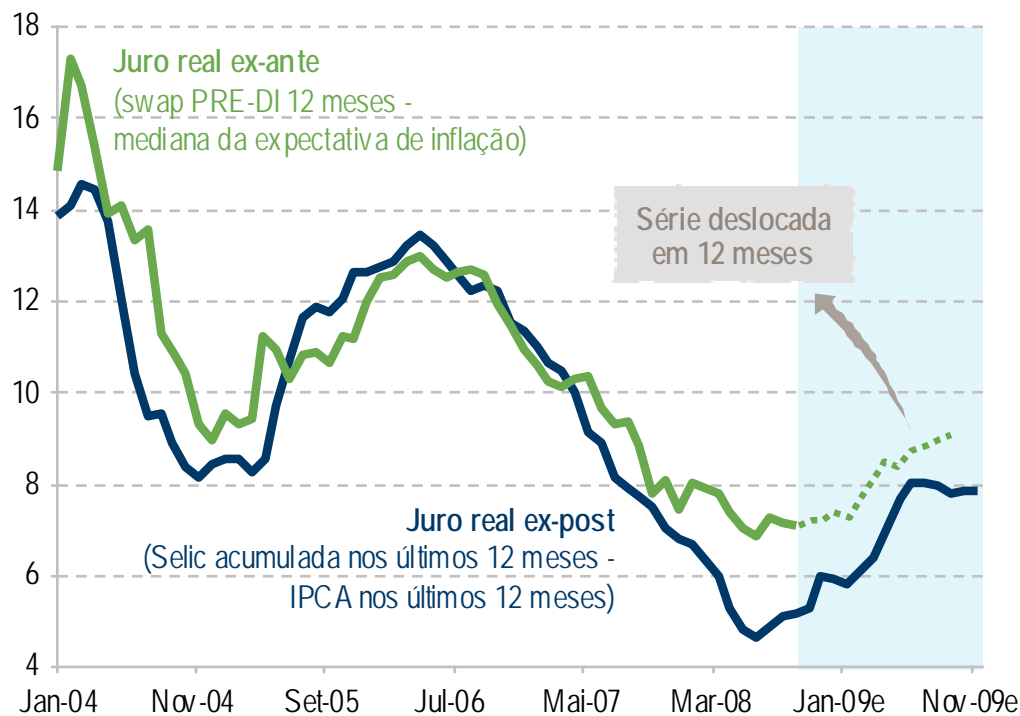
Afrouxamento monetário será iniciado no 2T09.

Fonte: IBGE, Banco Central, Credit Suisse

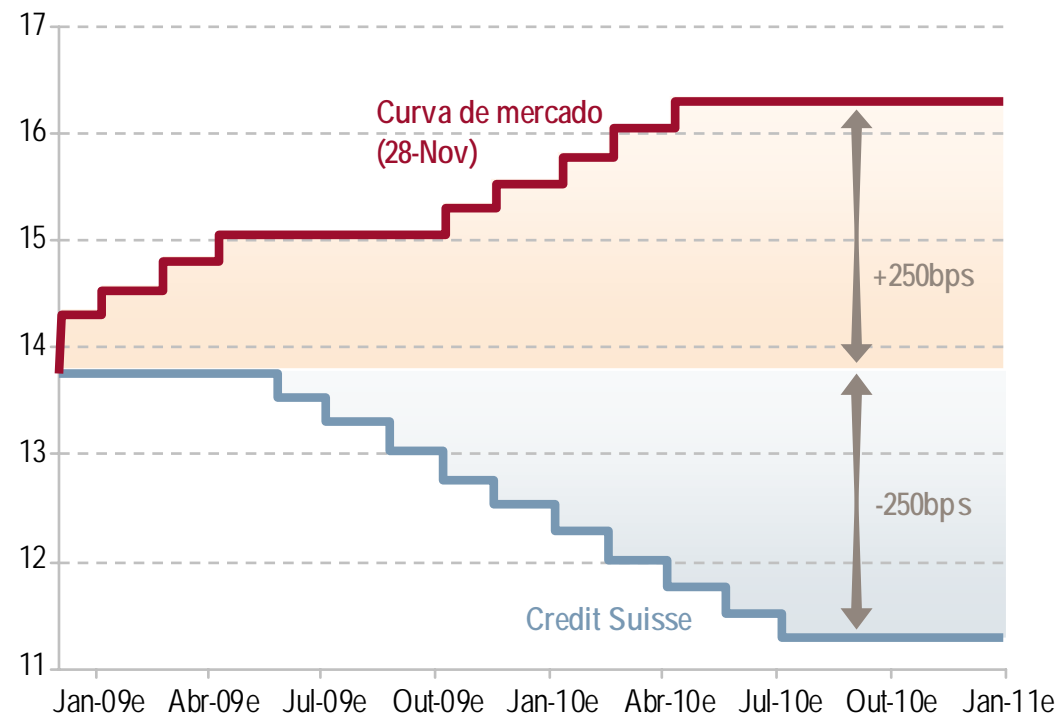
Curva de juros apreça alta de 250 pontos base até o 1S10

- Diminuição da taxa de juros básica Selic será, provavelmente, gradual. No 3T10 e após 28 meses, a Selic retornará para 11,25%, seu menor valor na história recente, observado entre setembro de 2007 e março de 2008.
- Em 28 de novembro, a estrutura a termo da taxa de juros apreçava elevação dos juros de 125 pontos base (p.b.) até o fim do 1S09 e 250 p.b. até o fim do 1S10.

Taxa de juros real e nominal
(% a.a.)



Estrutura a termo da taxa de juros
(% a.a.)

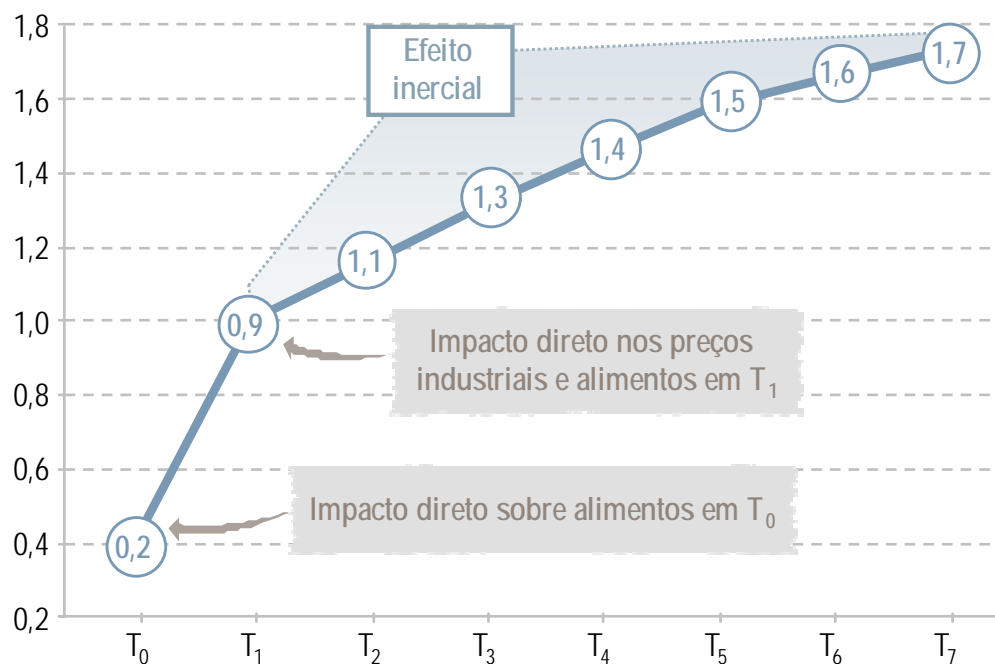


Fonte: IBGE, Banco Central, Credit Suisse

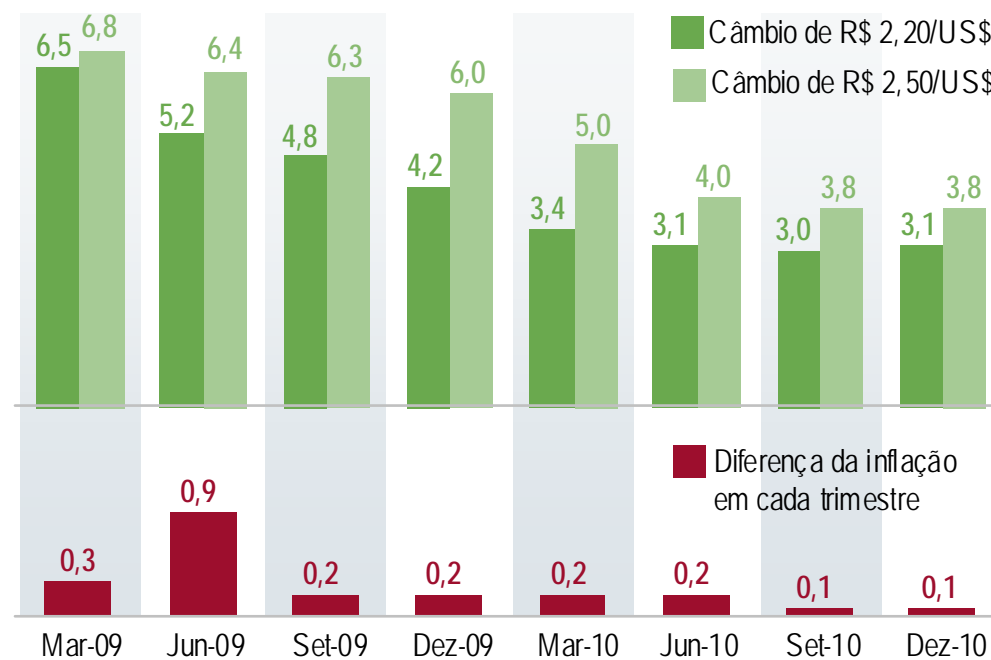
Câmbio e commodities influenciam trajetória de juros

- Aprofundamento da crise financeira eleva os riscos de a taxa de câmbio se depreciar ainda mais, reduzindo a probabilidade do cenário de redução de juros em 2009. A depreciação cambial para R\$ 2,50/US\$ resultaria em inflação próxima ao limite superior da meta de inflação. Nesse caso, poderia ser necessário retomar o aperto monetário no próximo ano para evitar que as expectativas de inflação se elevassem significativamente.

Impacto na inflação IPCA de 10% de depreciação cambial (p.p.)



Cenários para a inflação IPCA - petróleo WTI a US\$ 50/barril (% , acumulada em 12 meses)

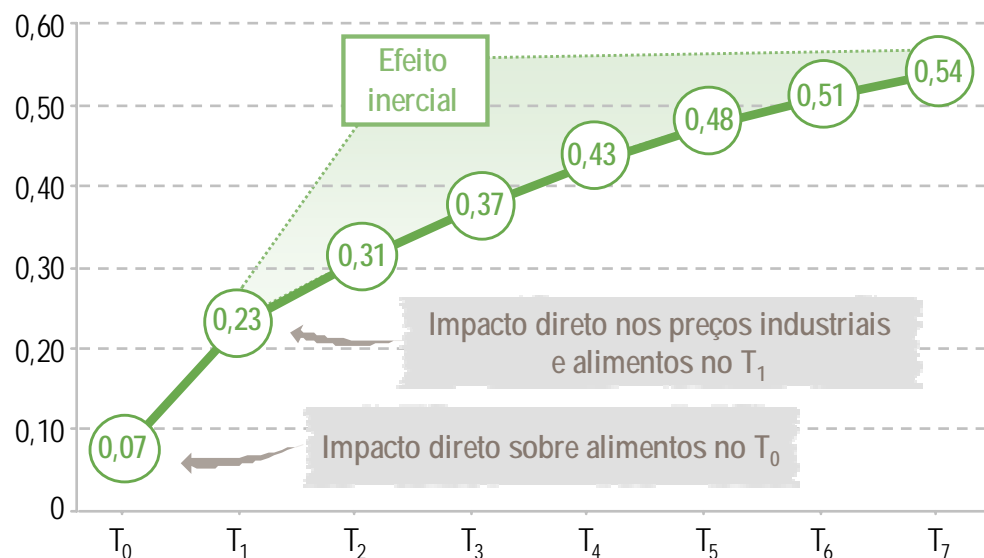


Fonte: IBGE, Credit Suisse

Preços estáveis de commodities permitiriam maior corte de juros

- Nossos modelos sugerem que a estabilidade dos preços de commodities em dólares no patamar do 4T08 até o fim de 2010 reduziria a inflação abaixo do centro da meta de inflação em 2009/10. Nesse caso, o afrouxamento monetário poderia ser mais significativo que o do nosso cenário base.
- Redução mais expressiva da inflação frente ao nosso cenário base seria função de repasse mais reduzido da depreciação cambial para a inflação e de preços de commodities mais baixos nos próximos trimestres. Projeções assumem que o preço do petróleo WTI por barril se elevará do atual patamar (em torno de US\$ 50) para US\$ 70 no fim de 2009 e US\$ 80 no fim de 2010.

Impacto na inflação IPCA de uma elevação de 10% dos preços das commodities (p.p.)



Cenários para a inflação IPCA (câmbio a R\$2,20/US\$) (acumulada em 12 meses, %)

	Petróleo WTI (US\$/barril)	IPCA	Petróleo WTI (US\$/barril)	IPCA
Mar-09	55,0	6,6	50	6,5
Jun-09	55,0	5,4	50	5,2
Set-09	60,0	5,2	50	4,8
Dez-09	70,0	5,0	50	4,2
Mar-10	72,5	4,4	50	3,4
Jun-10	75,0	4,3	50	3,1
Set-10	77,5	4,4	50	3,0
Dez-10	80,0	4,5	50	3,1

Fonte: IBGE, Credit Suisse

Commodities compensam parte do efeito da depreciação cambial

- Impacto sobre a inflação da forte alta dos preços de commodities no 1S08 mais do que compensou a apreciação cambial no período.
- Depreciação cambial tem maior impacto na inflação do que uma elevação dos preços de commodities na mesma magnitude.
- Cenário de depreciação cambial significativa elevaria a probabilidade de alta dos juros no início de 2009, com o objetivo assegurar a convergência da inflação para a trajetória das metas em 2009/10.

Cenários para a inflação IPCA - Depreciação cambial de 10% e redução dos preços de commodities de 10%
(%, acumulada em 12 meses)

	Cenário Base			Cenário 2		
	Câmbio (R\$/US\$)	Petróleo (US\$/barrel)	WTI IPCA (% ac. 12m)	Câmbio (R\$/US\$)	Petróleo (US\$/barrel)	WTI IPCA (% ac. 12m)
Mar-09	2,20	60	6,6	2,42	54	6,8
Jun-09	2,20	60	5,6	2,42	54	6,3
Set-09	2,20	60	5,4	2,42	54	6,1
Dez-09	2,20	60	5,0	2,42	54	5,8
Mar-10	2,20	60	4,1	2,42	54	4,9
Jun-10	2,20	60	3,6	2,42	54	4,0
Set-10	2,20	60	3,4	2,42	54	3,8
Dez-10	2,20	60	3,5	2,42	54	3,7

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

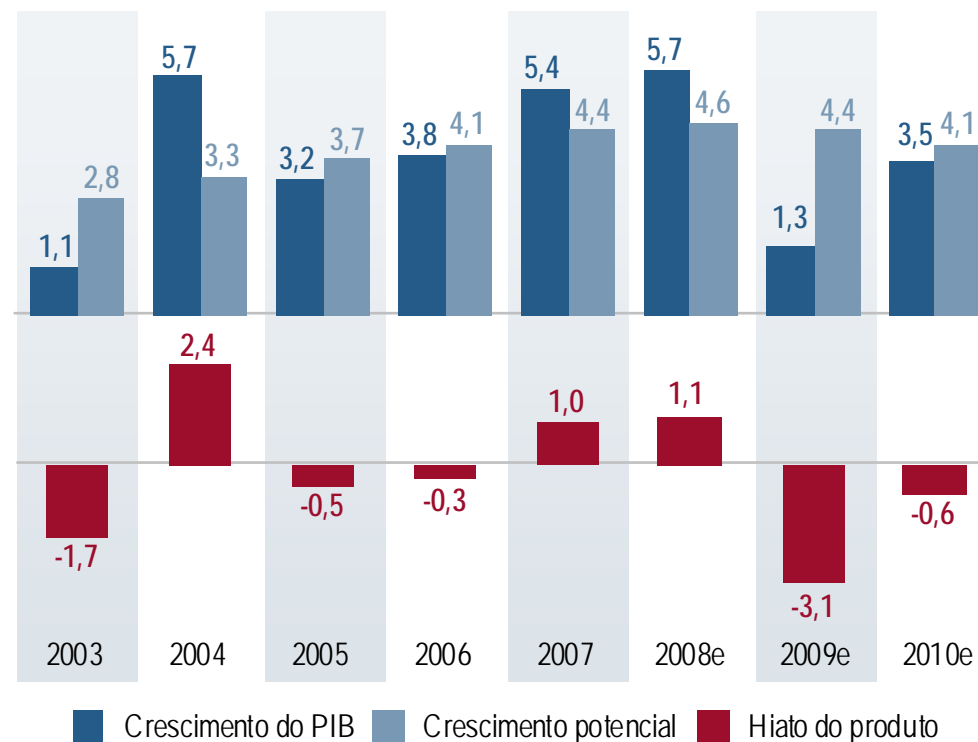
PIB crescerá abaixo do potencial em 2009 e 2010

- Crescimento potencial do PIB é aquele em que os fatores de produção (capital e trabalho) são utilizados sem pressionar a inflação. O hiato do produto é a diferença entre crescimento efetivo e do potencial do PIB. Essa variável sintetiza as pressões inflacionárias vindas da atividade econômica.
- Projetamos crescimento de 2009 e 2010 inferior ao seu potencial, sugerindo que o ritmo de atividade é um risco positivo para a dinâmica da inflação.

Método de cálculo do produto potencial



Hiato do produto (PIB – PIB potencial) (p.p.)

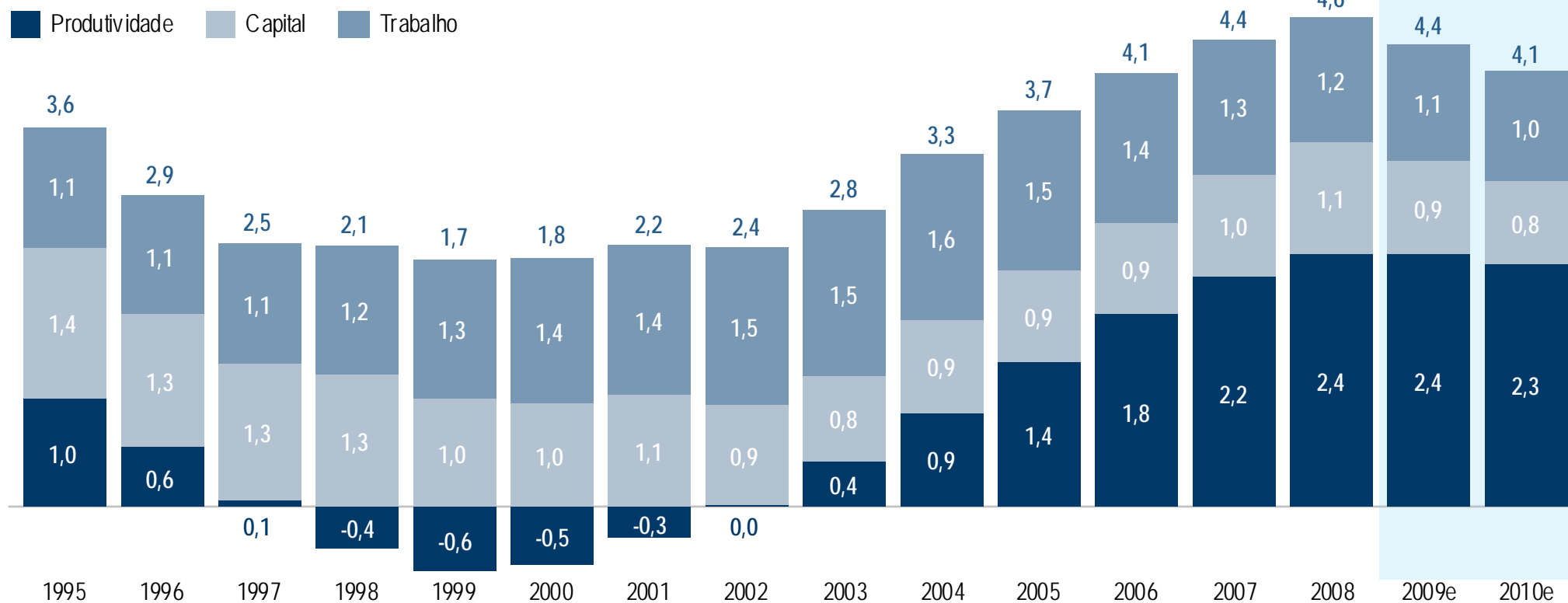


Fonte: Credit Suisse

Leve desaceleração do crescimento potencial em 2009/10

- Desaceleração dos investimentos e do emprego em 2009/10 resultará em menor crescimento do produto potencial. Mesmo assim, o risco de uma expressiva redução do PIB potencial permanece baixo.

Estimativa da contribuição dos fatores de produção para o crescimento do produto potencial (p.p.)



Fonte: IBGE, CNI, Credit Suisse

Balanço de riscos para a inflação é mais incerto

Riscos favoráveis (menor inflação)

- Contração do PIB mais pronunciada do que no nosso cenário base.
- Deterioração das condições do mercado de trabalho, com redução dos níveis de confiança dos consumidores.
- Condições de crédito mais restritas apesar das medidas de liberação de recursos dos compulsórios. Contração do crédito é mais prolongada, com lenta retomada das linhas para exportação e restrições ao financiamento de capital de giro.
- Diminuição adicional dos preços de commodities.
- Redução da diferença entre os preços da gasolina no Brasil e no exterior.
- Repasse da depreciação cambial para a inflação mantém-se baixo.

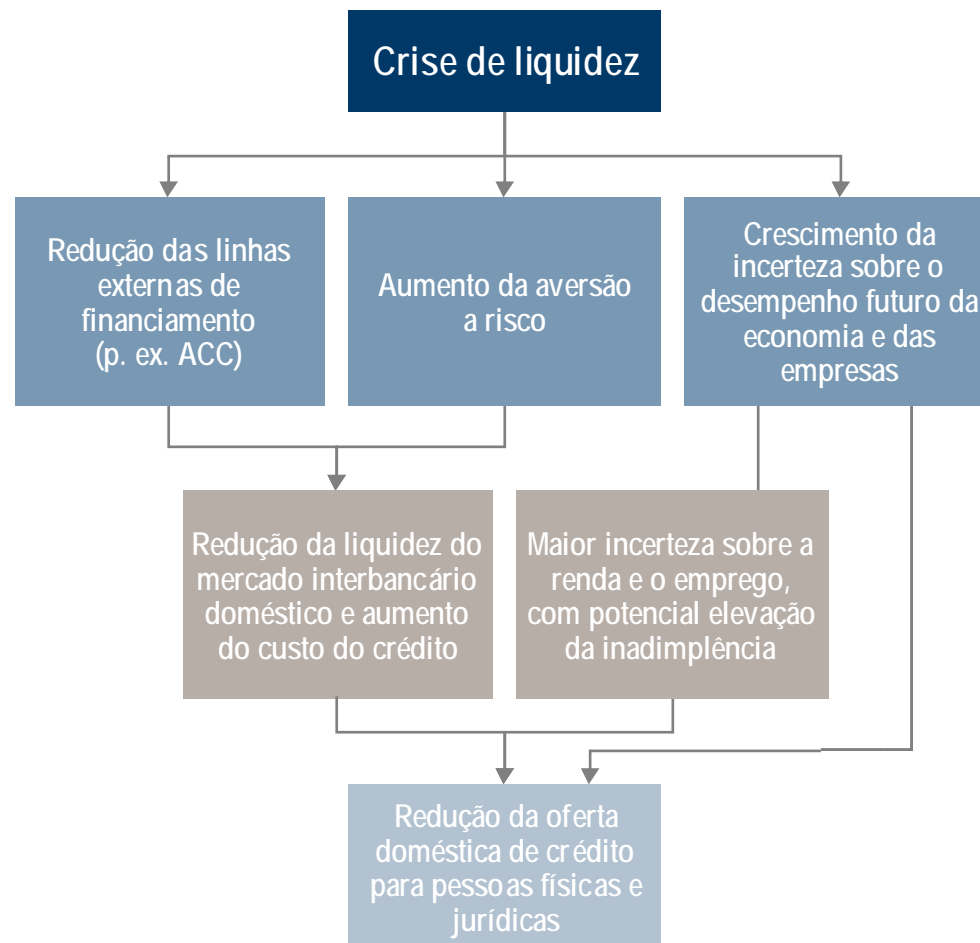
Riscos desfavoráveis (maior inflação)

- Aprofundamento da crise financeira e recessão mais forte nos países desenvolvidos, resultando em fluxos de divisas para o País ainda menores do que os atuais.
- Depreciação cambial persistente, com repasse de maior magnitude e com menor defasagem para a inflação.
- Medidas de redução dos compulsórios resultam em expansão monetária muito significativa a partir de meados do 1S09.
- Crescimento do PIB mantém-se elevado.

Crise de liquidez reduzirá expansão do crédito em 2009

- Crise de liquidez internacional reduziu as linhas de financiamento em moeda estrangeira (e.g. ACC) e elevou a aversão a risco.
- Influxo de divisas para o País diminuiu, dificultando a captação doméstica de recursos por instituições financeiras com base menor de depósitos.
- Liquidez do mercado interbancário se concentrou ainda mais, dificultando a captação de recursos pelos bancos menores e elevando o custo do crédito.
- Perspectiva de desaceleração global se reflete no corte da produção de exportadores, no aumento da incerteza sobre resultados das empresas e das condições do mercado de trabalho. O risco de maior inadimplência contribui para redução na oferta de crédito doméstica, nos segmentos de pessoas físicas e jurídicas.

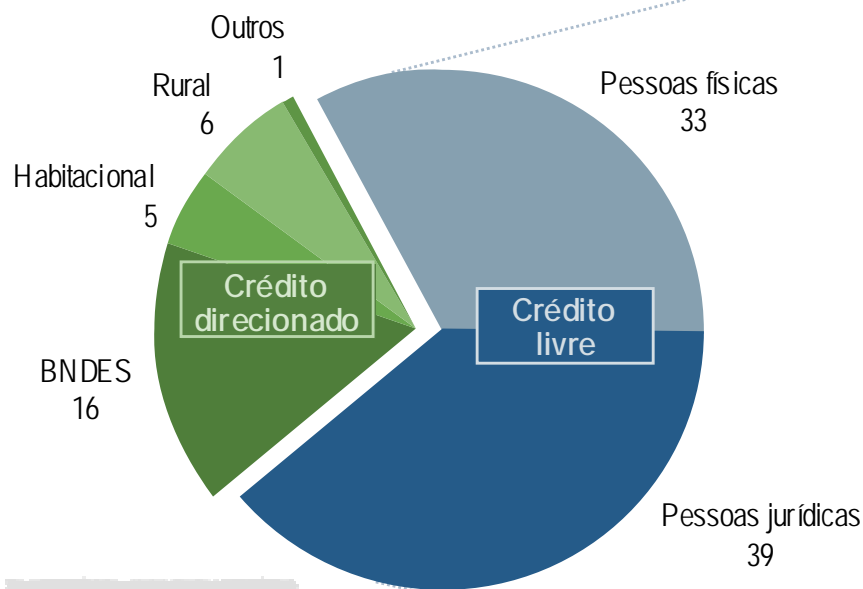
Principais canais de transmissão da crise de liquidez para o crédito doméstico



Crescimento do crédito livre de 6% em 2009

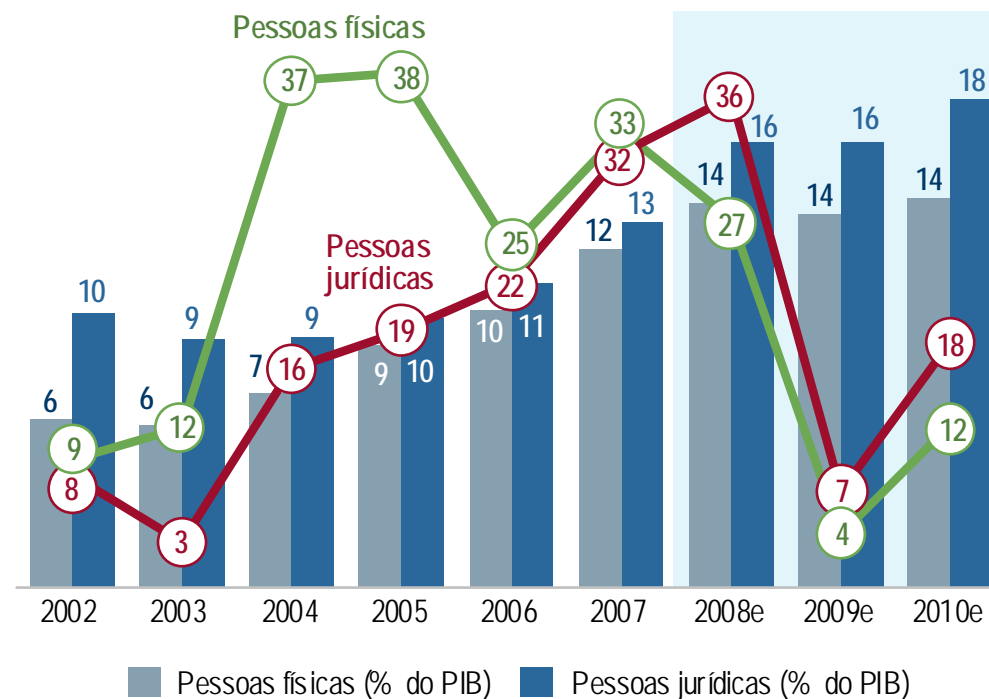
- Esperamos desaceleração do crescimento do crédito bancário livre de 32% em 2008 para 6% em 2009. O crédito livre como proporção do PIB se manterá relativamente estável em 2009 ante 2008, em cerca de 30% do PIB.

Composição do crédito bancário
(% do total)



Crédito bancário
R\$ 1.186 bilhões em
outubro de 2008

Crédito bancário livre para pessoas físicas e jurídicas
(crescimento ante o ano anterior e % do PIB)

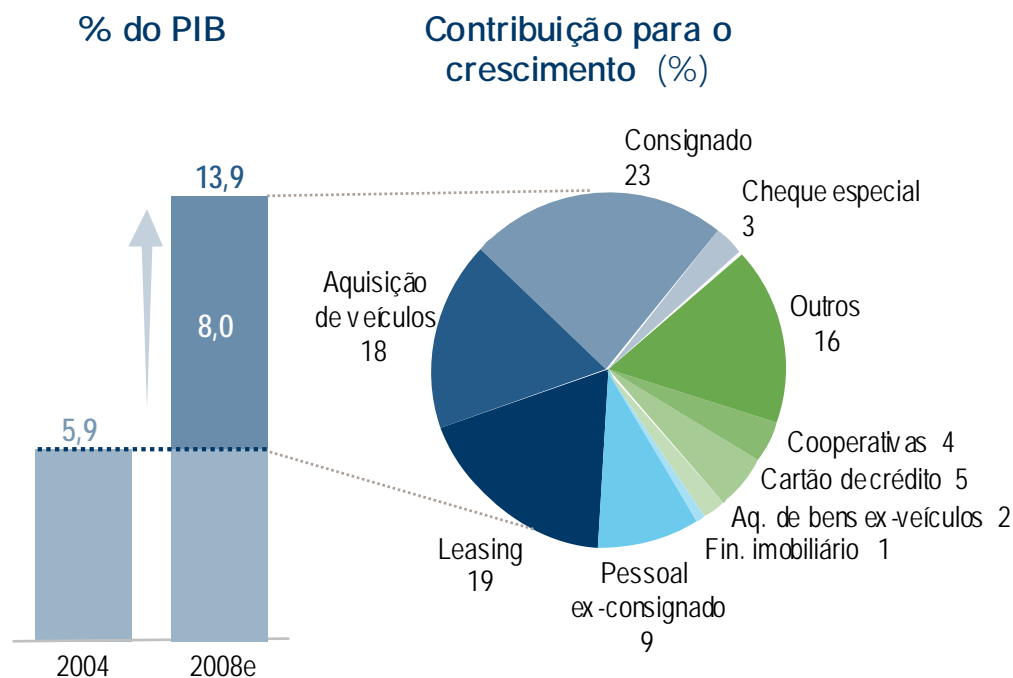


Fonte: Banco Central, Credit Suisse

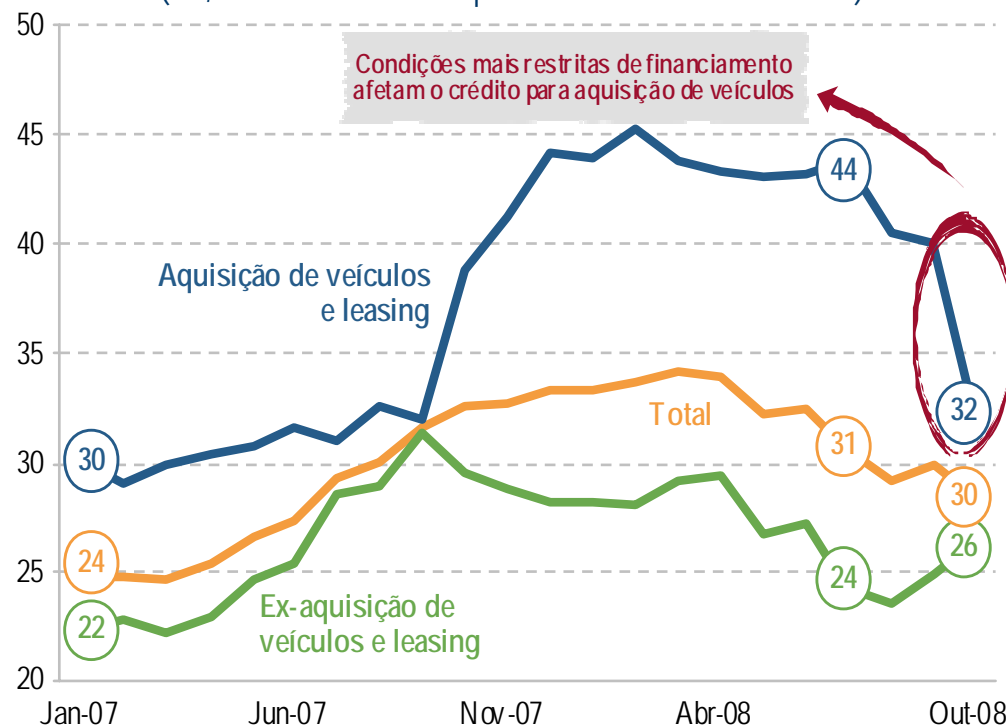
Bens duráveis serão mais afetados pela desaceleração do crédito

- Crescimento do crédito para pessoas físicas está fortemente associado à venda de bens duráveis, principalmente veículos. O leasing, que representou 13% da carteira de crédito para pessoas físicas em 2008, explicou 38% do crescimento do crédito no ano.
- Deterioração da situação no mercado de trabalho e as piores condições de financiamento em 2009 reduzirão venda de bens duráveis.

Crédito bancário livre para pessoas físicas



Crescimento do crédito livre para pessoas físicas (% ante o mesmo período do ano anterior)

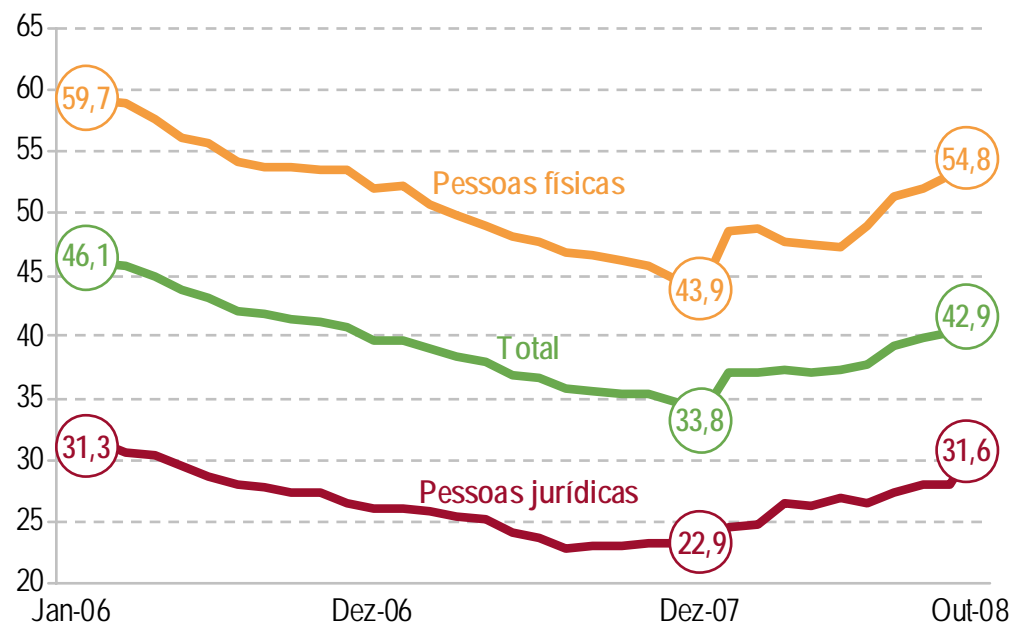


Fonte: Banco Central, Credit Suisse

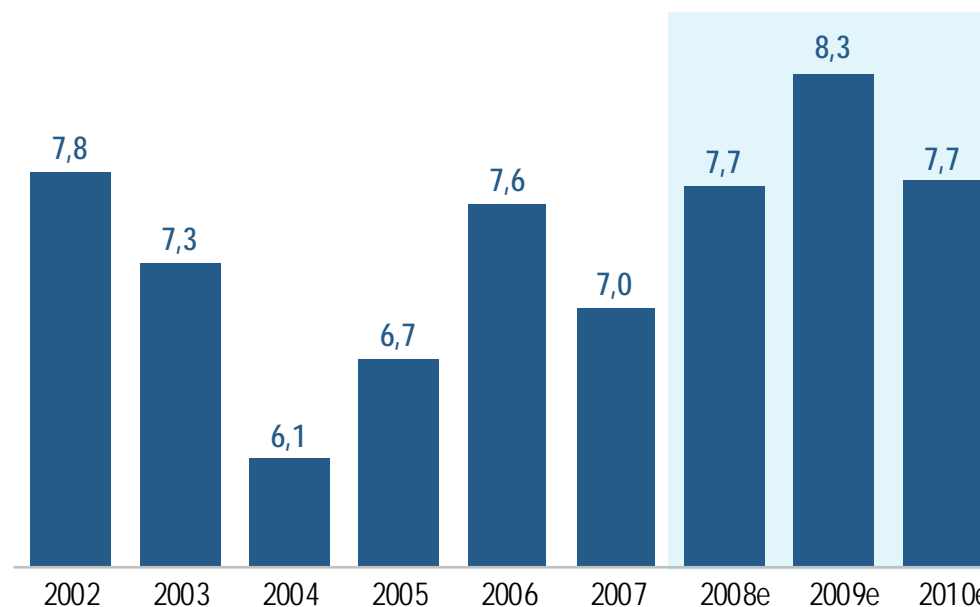
Inadimplência de pessoas físicas mais elevada em 2009

- Nossos modelos sugerem que a inadimplência é decorrente das condições de financiamento e do mercado de trabalho. Aumento do desemprego, o menor crescimento dos prazos de financiamento e o aumento do spread bancário em 2009 elevarão as despesas financeiras das famílias e, conseqüentemente, resultarão em maior inadimplência das pessoas físicas.
- Prevemos elevação da inadimplência de 7,7% em 2008 para 8,3% no fim de 2009, ligeiramente abaixo do verificado em maio de 2002, quando atingiu 8,4%.

Spread do crédito bancário livre
(% ao ano)



Inadimplência de pessoas físicas
(%, em fim de período)

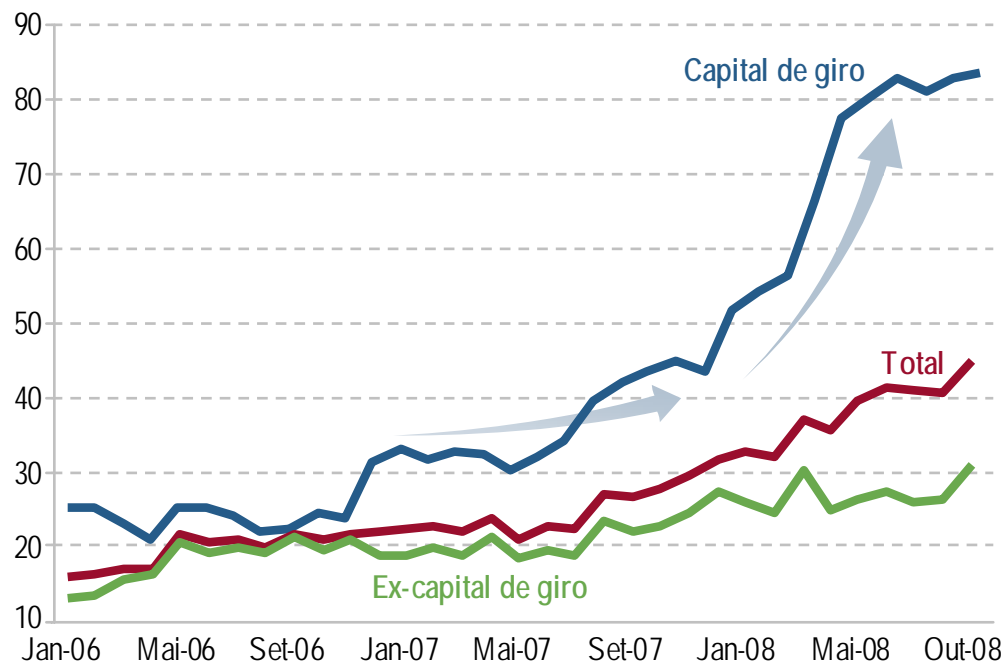


Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Crédito para capital de giro crescerá em menor ritmo

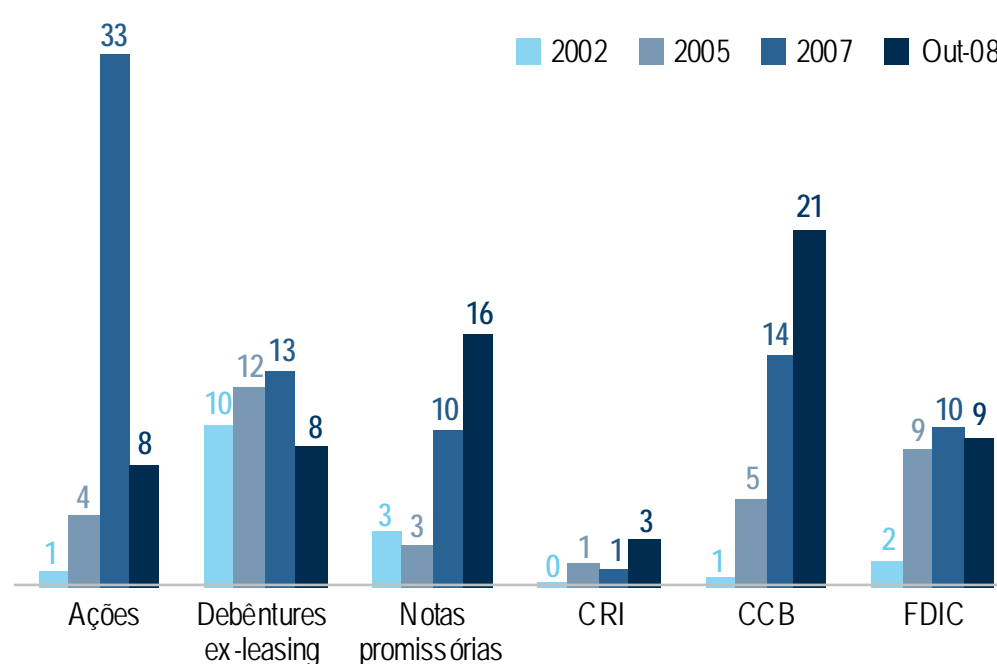
- Condições de liquidez mais restritas e a maior incerteza sobre a dinâmica da economia e, portanto, sobre o desempenho das empresas, resultarão em menor expansão do crédito para pessoas jurídicas, principalmente capital de giro. Essa modalidade representa 35% do crédito para pessoas jurídicas e explicou 52% do crescimento do crédito em 2008.
- Maior aversão a risco e menor liquidez tendem a manter baixa a disponibilidade de financiamento no mercado de capitais.

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



Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Emissões no mercado de capitais doméstico
(R\$ bilhões)

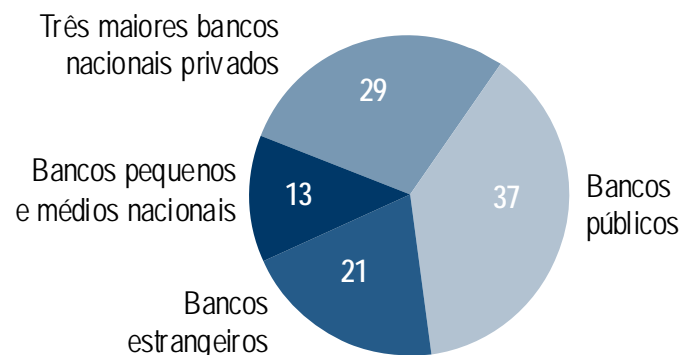


Fonte: Banco Central, CVM, Anbid, Cetip, Credit Suisse

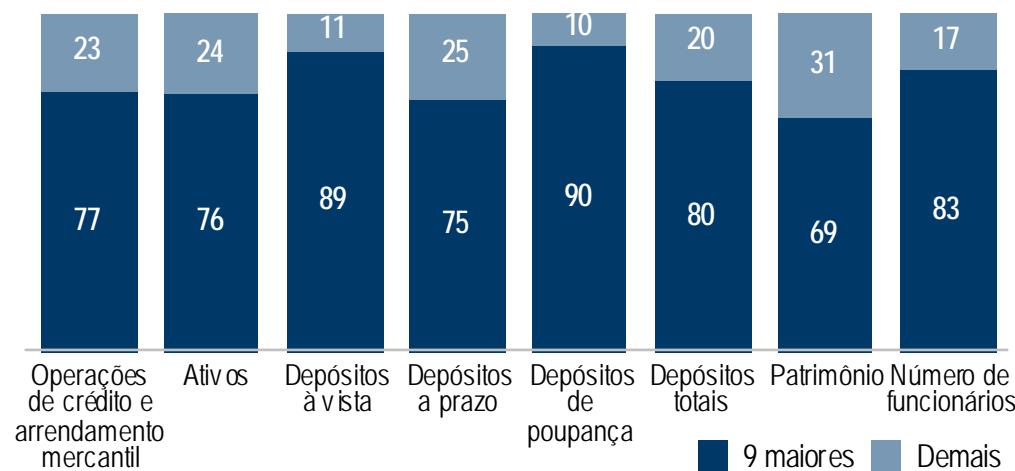
Presença de bancos públicos reduz efeitos da desaceleração

- Dos nove maiores bancos, três são bancos públicos (34% do crédito total), três são privados de capital nacional (29% do crédito) e três possuem controle estrangeiro (14% do crédito).
- Maiores instituições tendem a apresentar:
 - ⇒ Maior estabilidade de seus depósitos.
 - ⇒ Maior acesso a empréstimos no mercado doméstico e no exterior.
- Presença significativa de bancos públicos tende a reduzir a disseminação dos efeitos da crise de liquidez, evitando contração mais expressiva do crédito.
- Bancos de maior porte aumentarão participação no mercado por conta de sua maior base de depósitos.

Distribuição da carteira de crédito bancário em junho de 2008 (% do total)



Participação dos 9 maiores bancos em junho de 2008 (% do total)

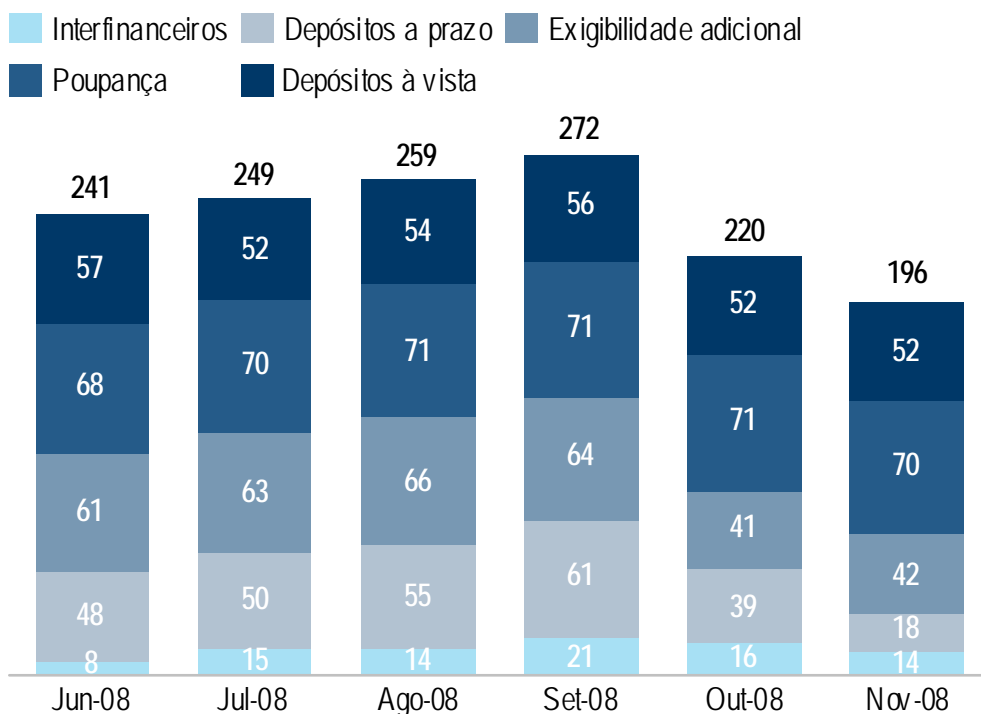


Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Redução de compulsórios atenua propagação da crise global

- Depósito compulsório, instrumento não utilizado extensivamente nos demais países, contribuiu para atenuar a crise de liquidez no mercado brasileiro ao liberar R\$ 76 bilhões entre setembro e novembro de 2008.

Recolhimentos de depósitos compulsórios (R\$ bilhões)

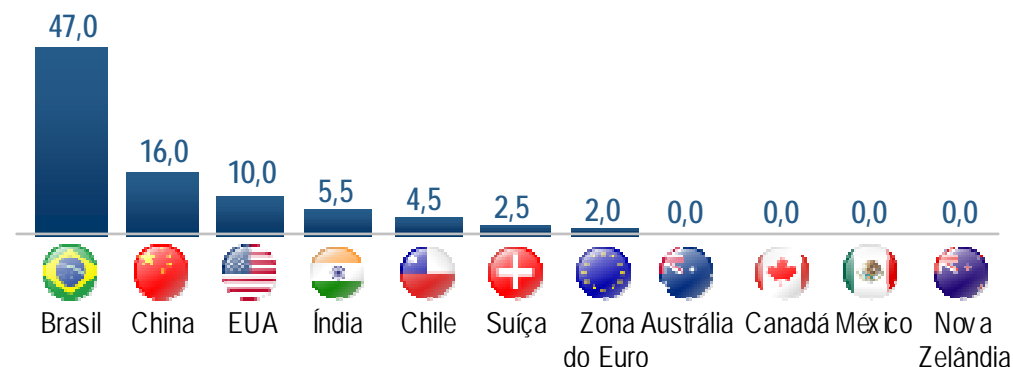


Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Legislação de recolhimento de depósitos compulsórios em novembro de 2008

		Depósitos			
		À vista	A prazo	Poupança	Interfinanceiros
Alíquota total sobre os depósitos		47%	20%	30%	15%
Recolhimentos compulsórios	Alíquota	42%	15%	20%	15%
	Dedução	-	R\$ 2 bilhões	-	R\$ 3 milhões
	Recolhimento	Em espécie	70% em espécie e 30% em títulos	80% em espécie e 20% em títulos	Em títulos
Exigibilidade adicional	Alíquota	5%	5%	10%	-
	Dedução	R\$ 1 bilhão			
	Recolhimento	Em títulos			
	Remuneração	Remunerados			

Alíquota de compulsórios sobre depósitos à vista (%)

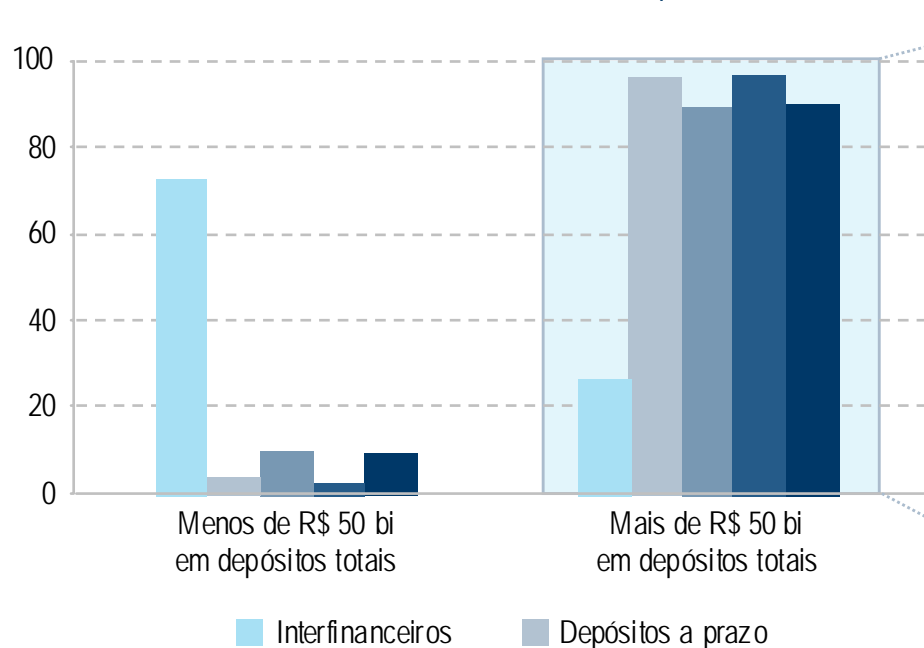


Fonte: Bancos Centrais, Credit Suisse

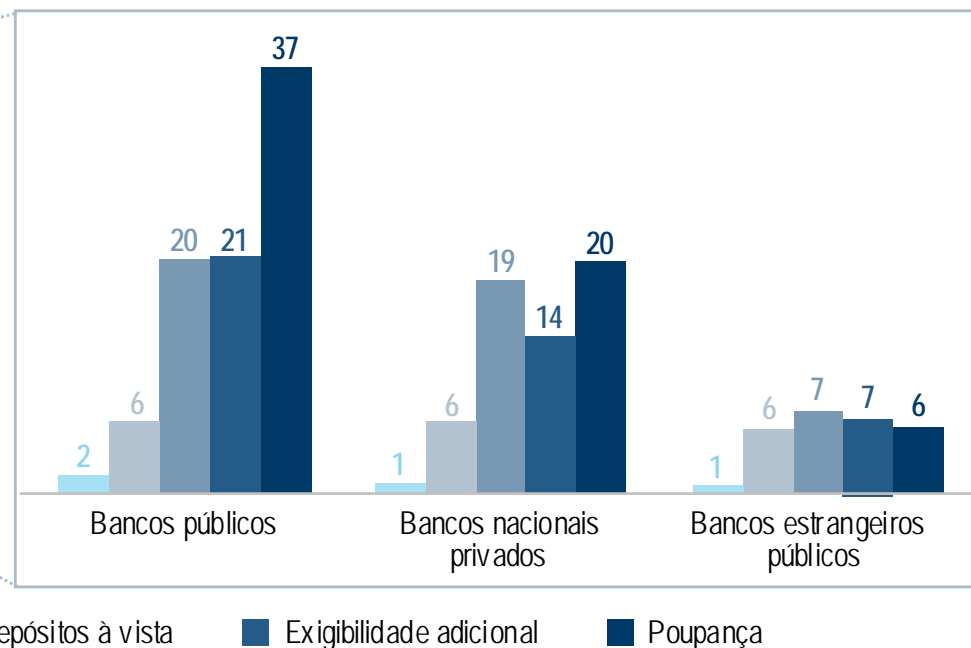
Espaço para reduções adicionais de compulsórios

- Liberação do recolhimento dos depósitos compulsórios aumentou a liquidez do sistema financeiro e, em particular, dos oito maiores bancos (depósitos totais acima de R\$ 50 bilhões). Estimamos que essas instituições tiveram liberação de R\$ 63 bilhões entre setembro e novembro.
- Essas instituições respondem por 88% do recolhimento total em início de dezembro. Concentração do sistema bancário se elevará nos próximos trimestres como resultado das políticas adotadas para atenuar a crise de liquidez.

Depósitos compulsórios por tamanho de banco em novembro de 2008 (% do compulsório total)



Depósitos compulsórios por tipo de banco em novembro de 2008 (R\$ bilhões)



Fonte: Banco Central, Credit Suisse

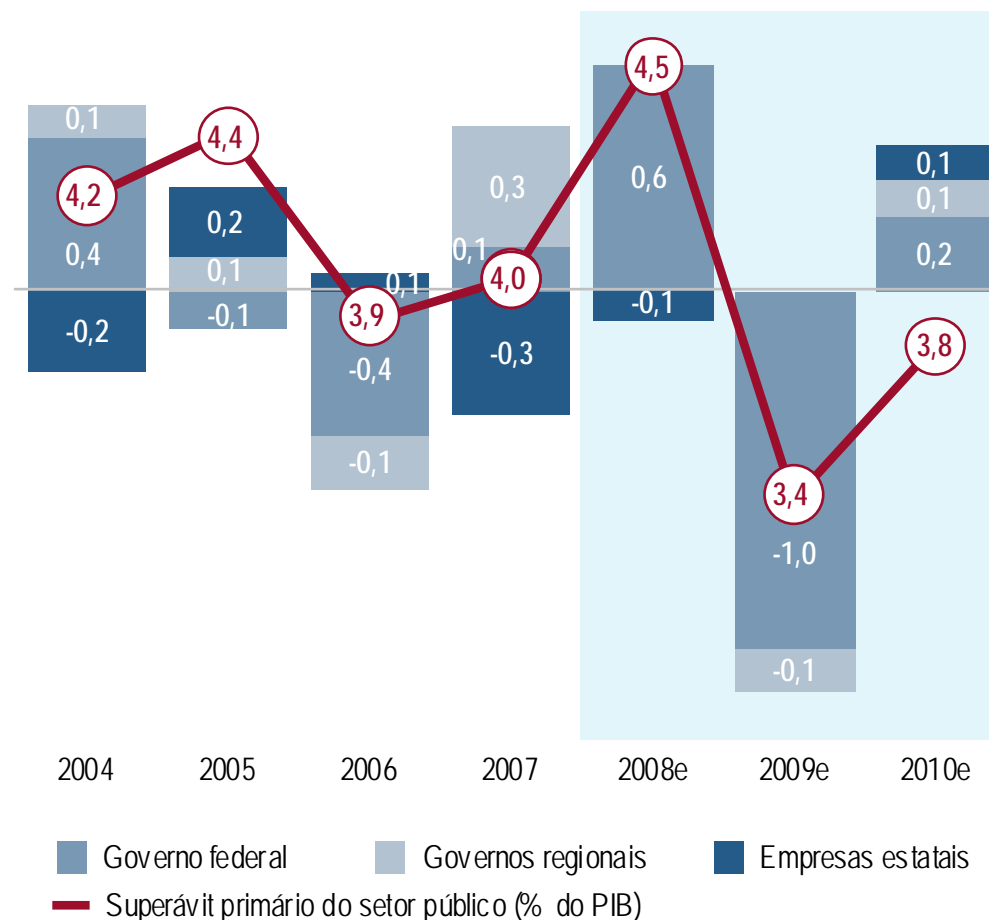
Política fiscal



Superávit primário de 3,4% do PIB em 2009

- Prevemos redução do superávit primário como proporção do PIB de 4,5% em 2008 para 3,4% em 2009, inferior à meta de 3,80%.
- Assumimos que o governo descontará 0,4% do PIB em despesas com o Projeto Piloto de Investimento (PPI).
- O crescimento real das receitas será menor e o das despesas será maior em 2009, principalmente com funcionalismo público e benefícios previdenciários.
- Investimentos públicos se expandirão em 2009, porém em ritmo inferior ao de 2008.
- Apesar do menor superávit primário em 2009, o risco para a solvência da dívida pública é baixo. O setor público permanecerá credor líquido em dólares e a dívida líquida/PIB continuará abaixo da observada em 2007.

Variação do superávit primário do setor público consolidado (p.p. do PIB, ante o ano anterior)

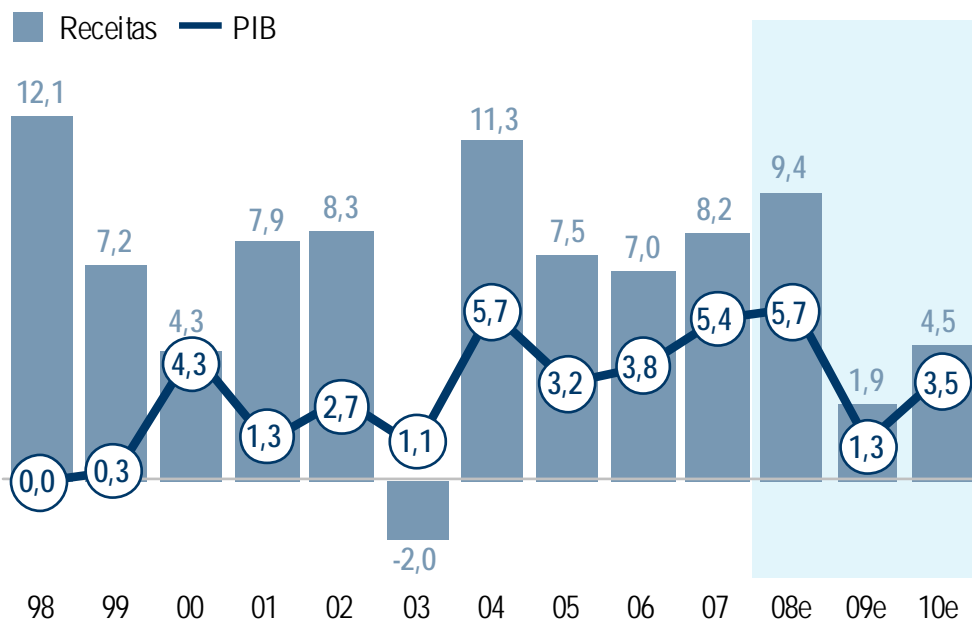


Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Crescimento menor das receitas e maior das despesas em 2009

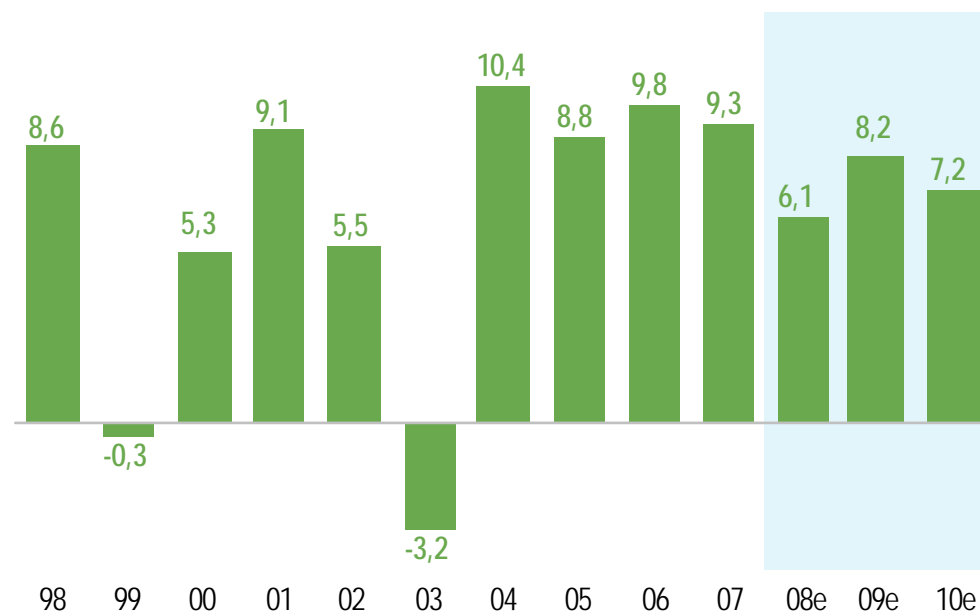
- Crescimento real das receitas líquidas foi, em média, 2,4 vezes superior ao crescimento do PIB entre 1998 e 2008. Mesmo após 2005, quando não houve elevação significativa de tributos, as receitas têm se expandido em forte ritmo.
- Menor crescimento da atividade desacelerará as receitas em 2009. As despesas aumentarão, principalmente devido ao crescimento de despesas obrigatórias.

Crescimento real do PIB e das receitas líquidas do governo federal (% , ante o ano anterior)



Fonte: Tesouro, IBGE, Credit Suisse

Crescimento real das despesas do governo federal (% , ante o ano anterior)

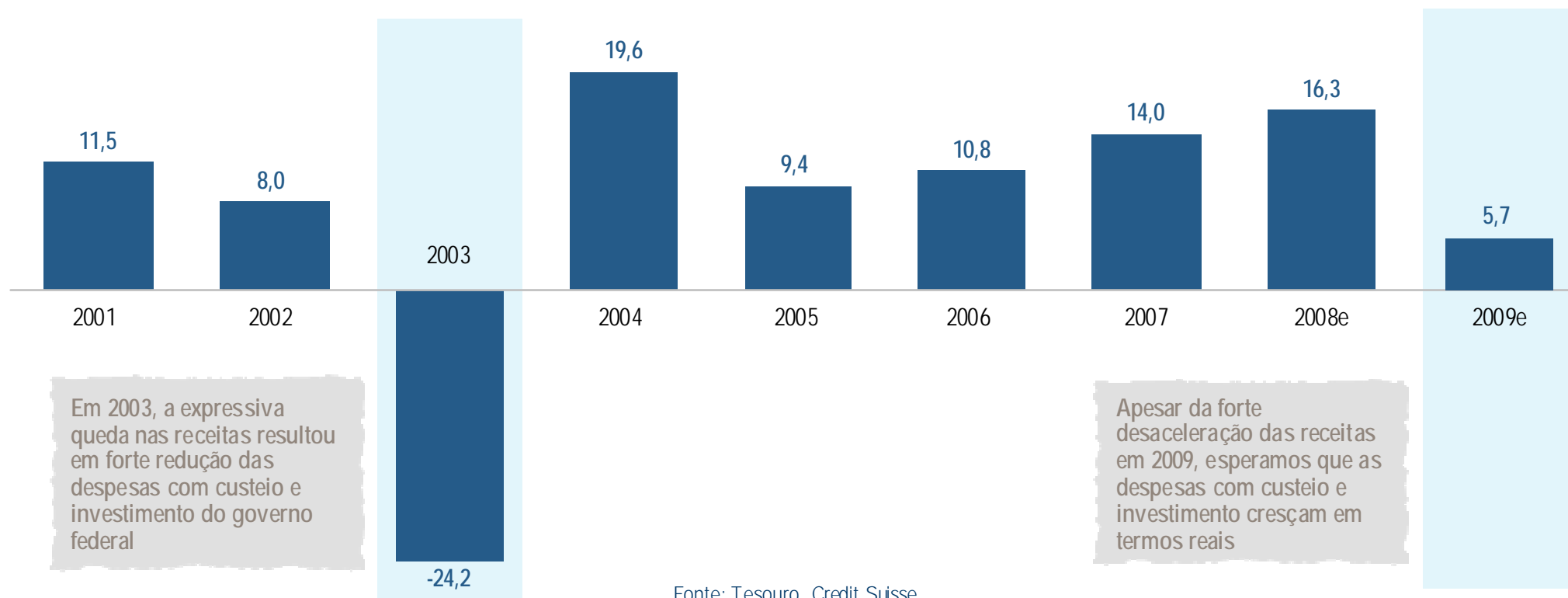


Fonte: Tesouro, Credit Suisse

Despesas com custeio e investimento crescerão em 2009

- Gastos de custeio e investimentos continuarão se expandindo em termos reais em 2009 ao contrário do ocorrido em 2003, quando a desaceleração das receitas resultou em forte redução dos investimento para garantir o cumprimento da meta de superávit primário.
- Ritmo de crescimento dessas despesas será inferior ao de 2008.

Crescimento real das despesas com custeio e investimento do governo federal
(%, ante o ano anterior)

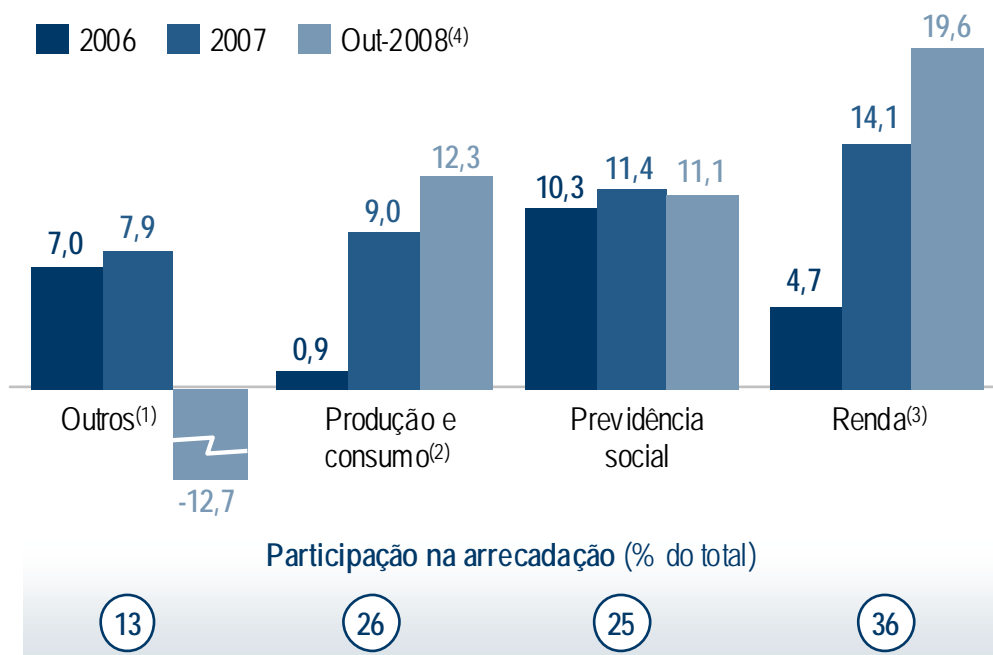


Fonte: Tesouro, Credit Suisse

Menores lucros e massa salarial desacelerarão as receitas

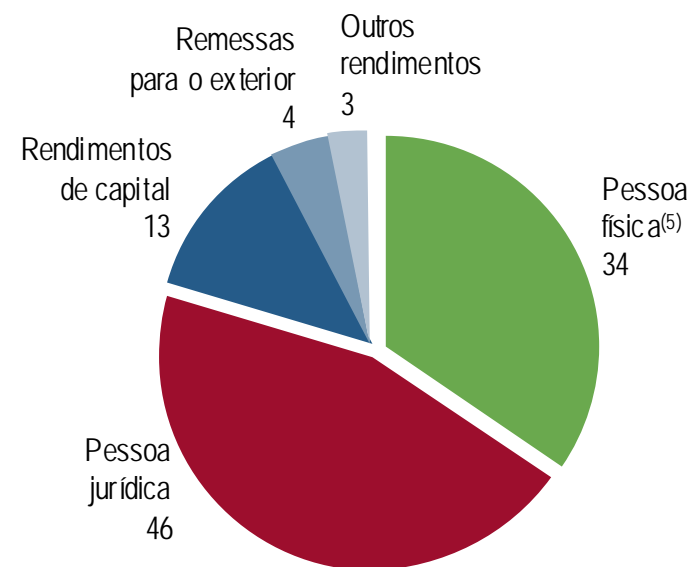
- Tributos incidentes sobre a renda explicam 63% do crescimento da arrecadação em 2008. Maiores lucros, massa salarial e formalidade da economia são as principais causas do crescimento das receitas com esses tributos.
- Desaceleração dos lucros e rendimentos explicará menor crescimento das receitas em 2009.

Crescimento real da arrecadação federal
(%, ante o mesmo período do ano anterior)



⁽¹⁾CPMF, IOF e demais receitas. ⁽²⁾IPi, PIS/Cofins e Cide. ⁽³⁾Imposto de Renda e CSLL
⁽⁴⁾Acumulado no ano.

Composição das receitas com Imposto de Renda (IR) em 2008 (% do total)



⁽⁵⁾Inclui IR retido na fonte sobre rendimentos do trabalho

Fonte: Receita Federal, Credit Suisse

Menores receitas de royalties do petróleo e dividendos em 2009

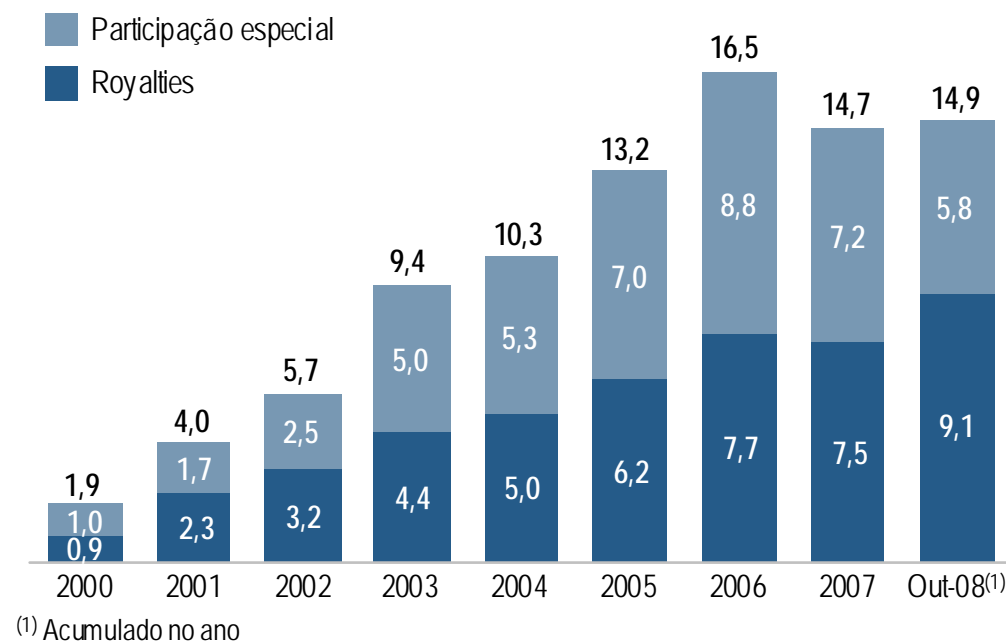
- Dividendos pagos pelas empresas estatais não financeiras reduzirão em 2009 devido à sua necessidade de recursos para manter os investimentos. Isso reduzirá o superávit primário do governo federal.
- Menores preços do petróleo reduzirão a arrecadação de royalties e participação especial, apesar do câmbio mais depreciado em 2009 ante 2008.

Receita de dividendos do governo federal (R\$ bilhões)

	2003	2004	2005	2006	2007
Não financeiras	1,6	2,3	2,7	3,0	3,2
Petrobras	0,9	1,9	1,7	2,3	2,6
Eletróbrás	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1
Outros	0,5	0,3	1,0	0,5	0,4
Financeiras	2,2	1,8	2,1	6,8	3,8
Banco do Brasil	0,4	0,9	0,6	2,3	1,6
BNDES	0,6	0,3	0,8	3,0	0,9
Caixa Econômica Federal	1,1	0,5	0,5	1,1	1,0
Outros	0,1	0,1	0,2	0,4	0,3
Total	3,8	4,1	4,9	9,7	7,0

Fonte: Tesouro, Credit Suisse

Arrecadação com royalties e participação especial sobre a exploração de petróleo e gás natural (R\$ bilhões)

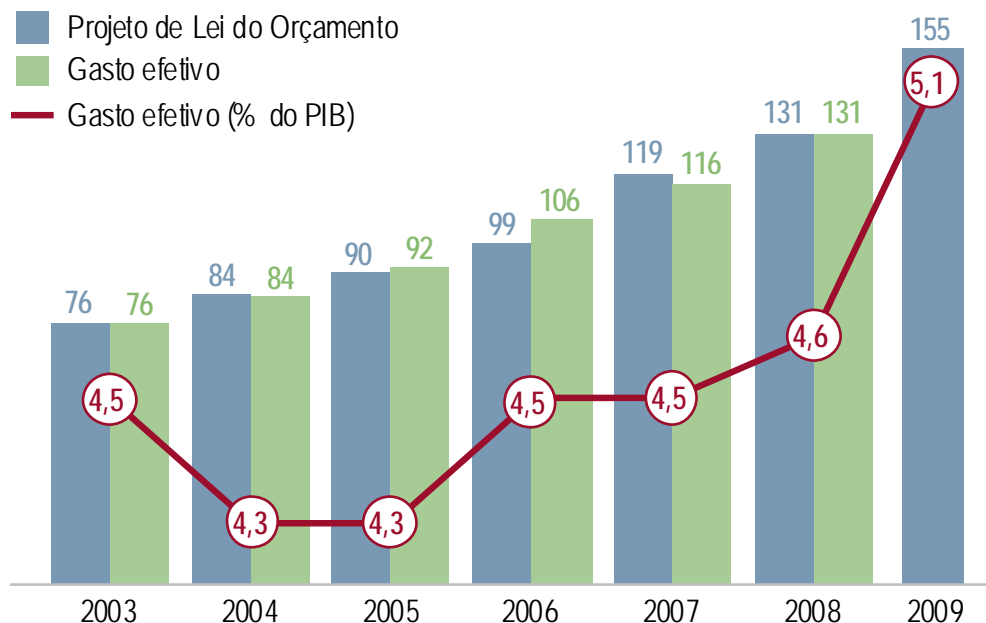


Fonte: ANP, Credit Suisse

Forte crescimento das despesas com pessoal e previdenciárias

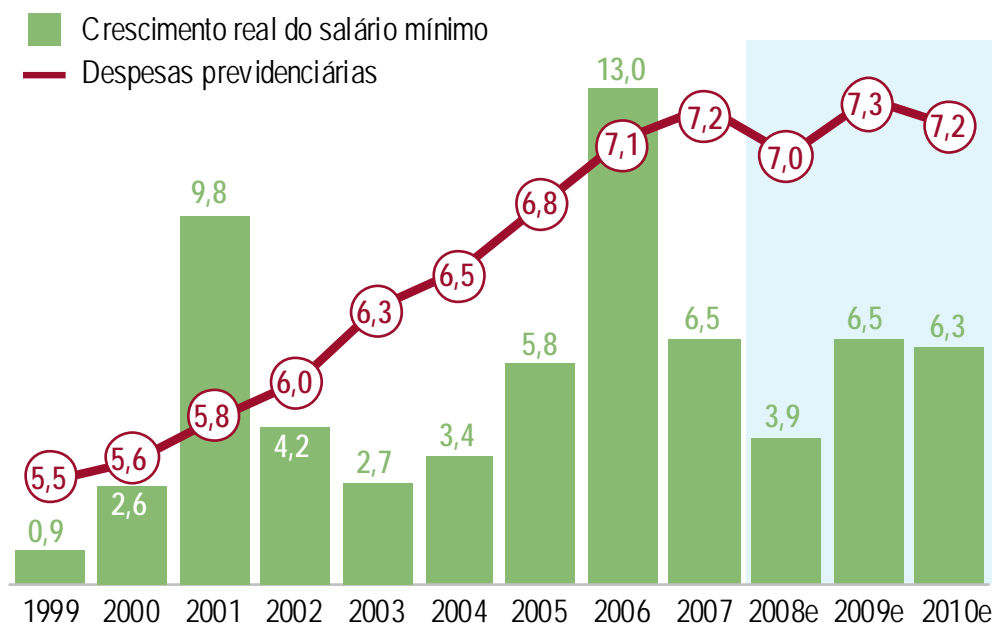
- Despesas com pagamento de salários do funcionalismo público aumentarão de 4,6% do PIB em 2008 para 5,1% do PIB em 2009, em função de reajustes salariais já concedidos.
- Reajuste do salário mínimo é explicado pelo crescimento real do PIB de 2007 (5,4%) mais a variação do INPC (6,7%), resultando em aumento das despesas da previdência para 7,3% do PIB em 2009.

Despesas do governo federal com pessoal
(R\$ bilhões)



Fonte: Tesouro, Ministério do Planejamento, Credit Suisse

Crescimento real do salário mínimo
(%, ante o ano anterior) e
despesas previdenciárias (% do PIB)

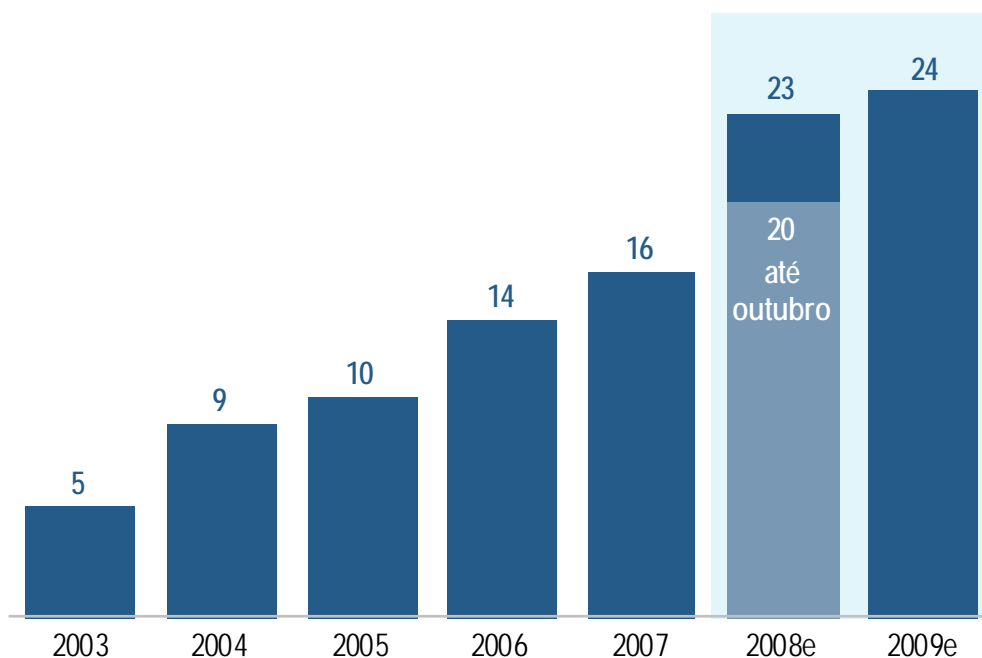


Fonte: Tesouro, Credit Suisse

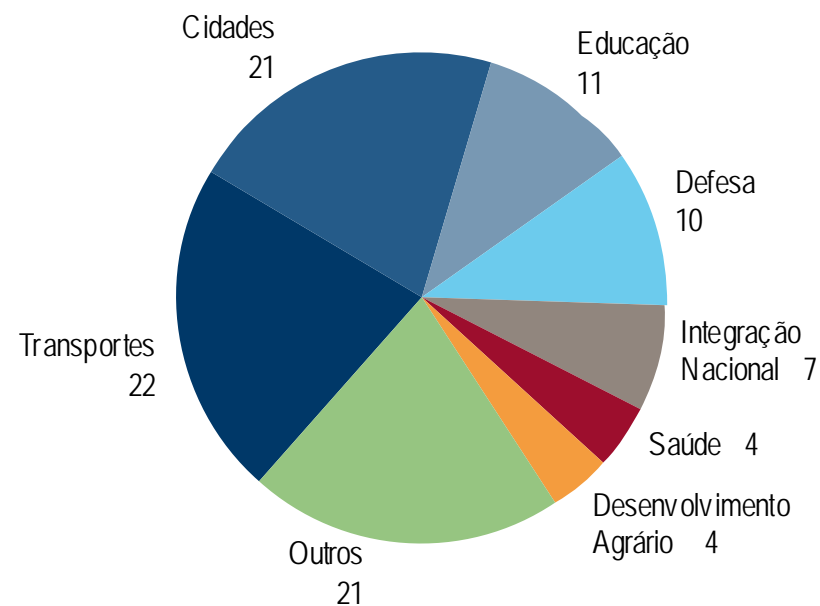
Investimentos públicos continuarão expandindo em 2009

- Investimentos do governo federal continuarão expandindo em 2009, porém em ritmo menor do que em 2008. Caso as receitas desacelerem expressivamente, o crescimento dos investimentos será inferior.

Despesas com investimento do governo federal
(R\$ bilhões)



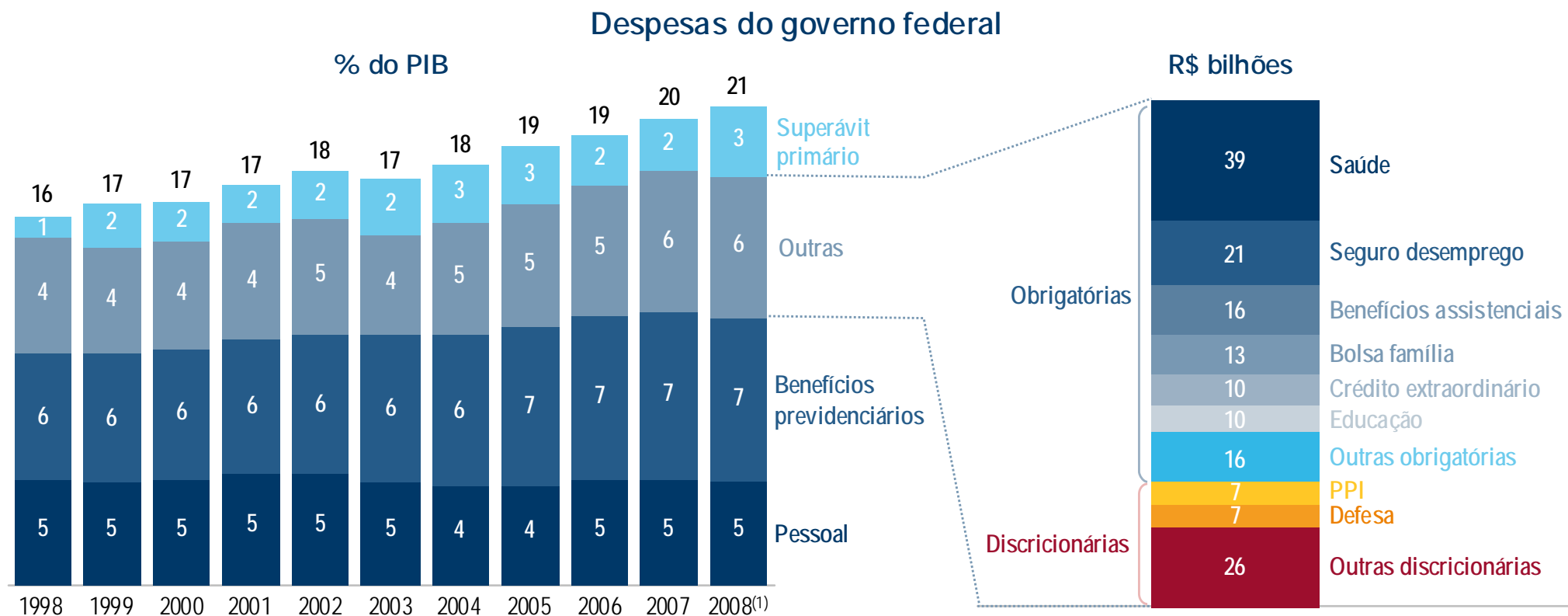
Investimentos do governo federal por ministério em 2008 (% do total)



Fonte: Tesouro, Credit Suisse

Baixa discricionariedade das despesas do governo federal

- Estimamos que 92% dos gastos do governo federal correspondem a pessoal, benefícios previdenciários e assistenciais, saúde, educação, bolsa família e outras despesas obrigatórias, de difícil redução no curto prazo.
- As demais despesas (8%) são discricionárias, constituindo-se praticamente nos gastos com investimentos públicos e obras de custeio que podem ser contingenciadas no curto prazo.



⁽¹⁾Acumulado em 12 meses até outubro.

Fonte: Tesouro, Credit Suisse

Redução das receitas resultaria em menor superávit primário

- O superávit primário em 2009 será fortemente dependente do cenário de crescimento das receitas.
- Em nosso cenário de crescimento real das receitas de 1,9%, é necessária uma redução real de 14,5% nas despesas discricionárias para que se atinja o primário de 3,8% do PIB.
- Assumimos superávit primário de 3,4% do PIB, com crescimento real das despesas discricionárias de 5,9% em 2009.
- Para manter o crescimento real de 5,0% das despesas discricionárias, assumindo redução das receitas de 2,0% em termos reais, o superávit primário precisaria ser reduzido para 2,5% do PIB.

Cenários para as receitas e despesas do governo federal (%, crescimento real ante o ano anterior)

	2007	2008	2009e					
			Cenário A	Cenário B	Cenário A	Cenário B	Cenário A	Cenário B
Receitas	9,8	9,8	1,9	-2,0	1,9	-2,0	1,9	-2,0
Despesas	9,3	6,4	5,9	1,2	8,2	3,5	12,8	8,1
Despesas obrigatórias ⁽¹⁾	7,8	3,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Despesas discricionárias	30,6	16,3	-14,5	-56,3	5,9	-35,8	46,8	5,0
Superávit primário do governo federal (% PIB)	2,2	2,7	2,4	2,4	2,0	2,0	1,1	1,1
			Superávit primário de 3,8% do PIB		Superávit primário de 3,4% do PIB		Superávit primário de 2,5% do PIB	

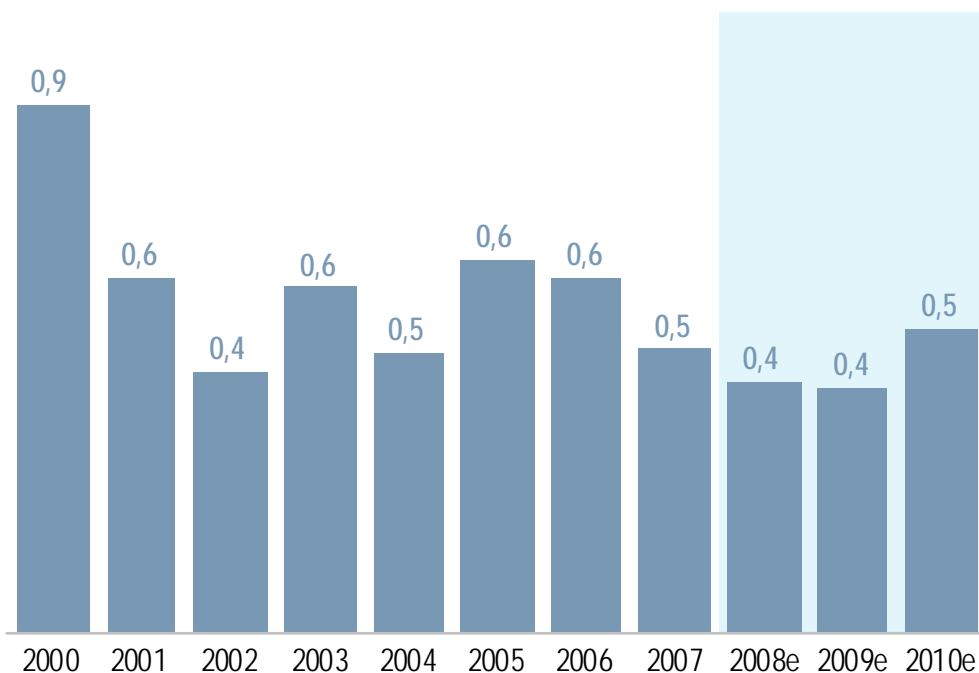
⁽¹⁾Inclui: pessoal, benefícios previdenciários e demais despesas obrigatórias.

Fonte: Tesouro, Credit Suisse

Superávit primário das empresas estatais permanecerá baixo

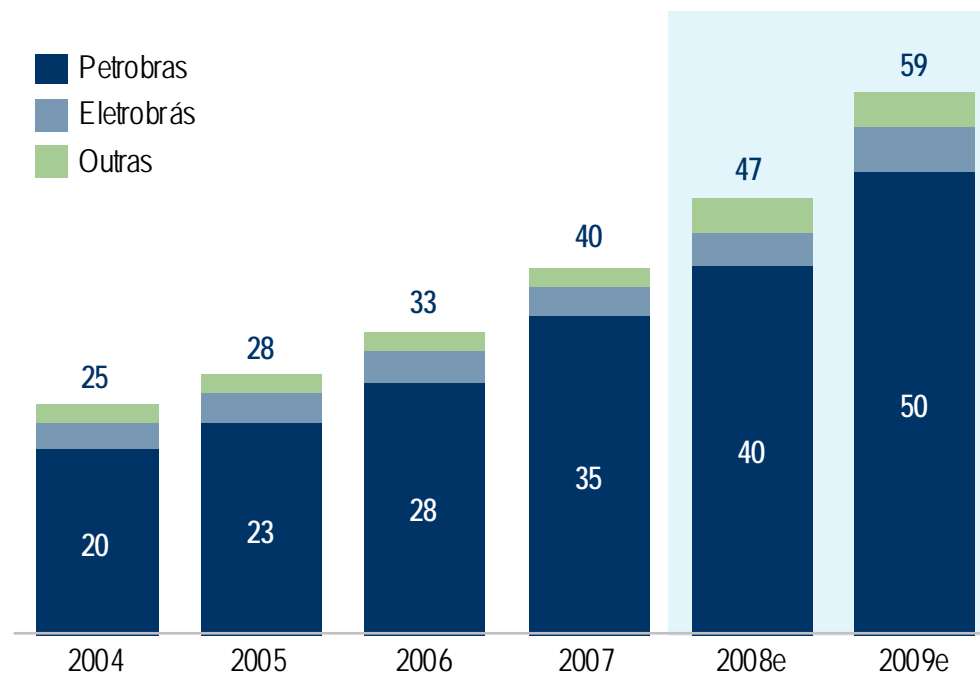
- Empresas estatais investiram o dobro do governo federal em 2008. Investimentos das estatais são concentrados nas empresas não financeiras, que são consideradas no cálculo do superávit primário.
- Prevemos que os investimentos das estatais aumentarão em 2009, mantendo baixa a contribuição para o superávit primário do setor público.

Superávit primário das empresas estatais
(% do PIB)



Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Investimentos das empresas estatais
(R\$ bilhões)

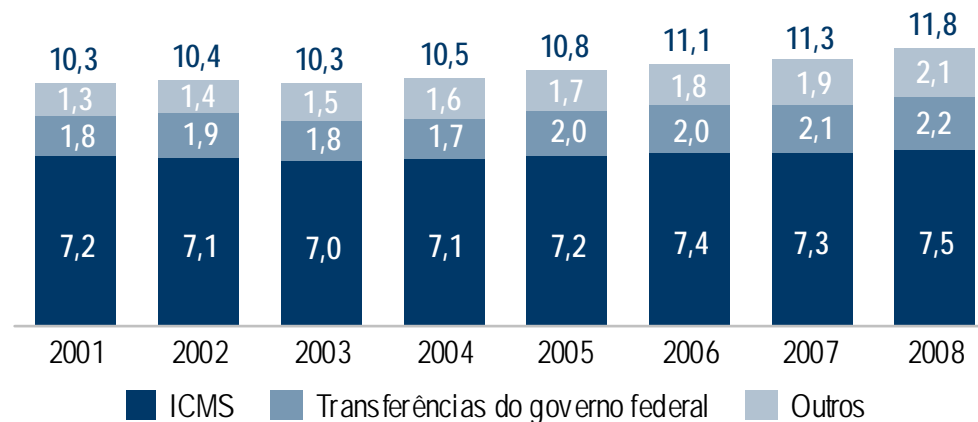


Fonte: Ministério do Planejamento, Credit Suisse

Redução do superávit primário dos governos regionais em 2009

- Governos regionais têm elevado sua participação no superávit primário nos últimos anos. As únicas exceções são os anos com eleições estaduais.
- Lei de Responsabilidade Fiscal determina limites para as despesas dos governos regionais, o que reduz o risco de não cumprimento das metas de superávit primário.
- Em 2008, o superávit primário dos governos regionais será superior à meta de 0,95% do PIB.
- O menor crescimento econômico em 2009 tende a se refletir também nas receitas dos estados e municípios, em função de:
 - ⇒ Menores transferências constitucionais do governo federal, de Imposto de Renda e IPI.
 - ⇒ Menor crescimento das receitas próprias, principalmente de ICMS.
- Superávit primário dos governos regionais também diminuirá em 2009.

Receitas estaduais (% do PIB)



Superávit primário dos governos regionais (% do PIB)



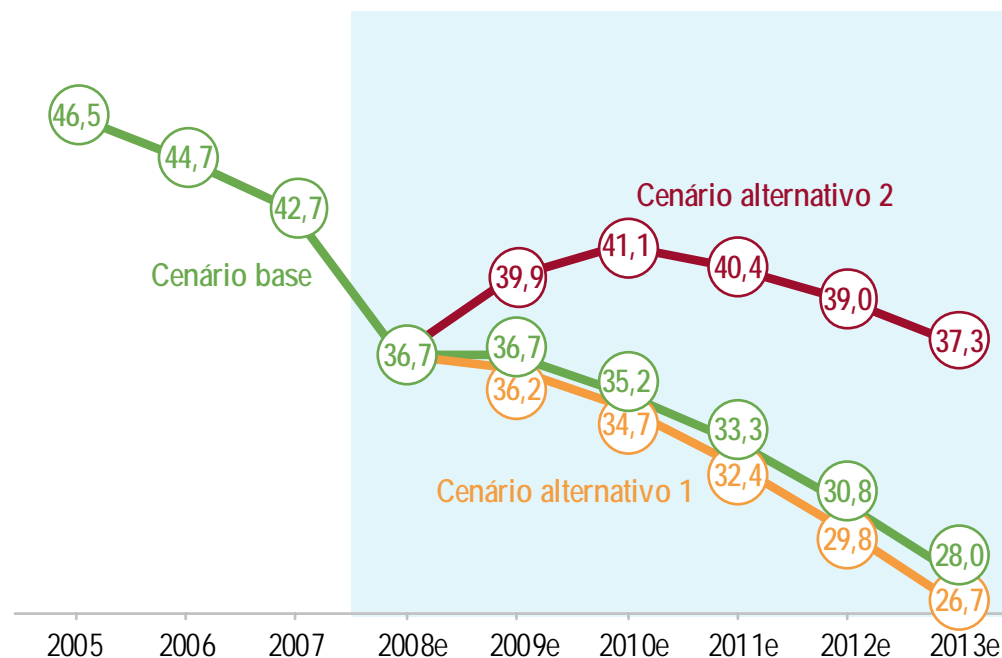
Fonte: Banco Central, Tesouro, Ministério da Fazenda, Credit Suisse

Baixo risco para a trajetória de longo prazo da dívida líquida/PIB

- A dívida líquida/PIB recuou expressivamente nos últimos anos, de 52,4% em 2003 para 36,6% em outubro de 2008 e permanecerá estável em 2009 ante 2008, retomando a trajetória de redução em 2010.
- Uma eventual redução mais expressiva do superávit primário em 2009/10, com aumento dos juros, e retorno à meta, apenas a partir de 2011, não representaria risco de insolvência de longo prazo do setor público.

Dívida líquida do setor público (% do PIB)

Hipóteses	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Crescimento do PIB (%)	1,3	3,5	4,0	4,0	4,0
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3
Cenário base					
Superávit primário (% do PIB)	3,4	3,8	3,8	3,8	3,8
Selic (% ao ano)	13,4	11,6	11,2	9,9	9,3
Cenário alternativo 1					
Superávit primário (% do PIB)	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Selic (% ao ano)	13,0	11,5	10,5	9,5	8,5
Cenário alternativo 2					
Superávit primário (% do PIB)	1,0	2,0	3,8	3,8	3,8
Selic (% ao ano)	15,9	14,1	13,7	12,4	11,8

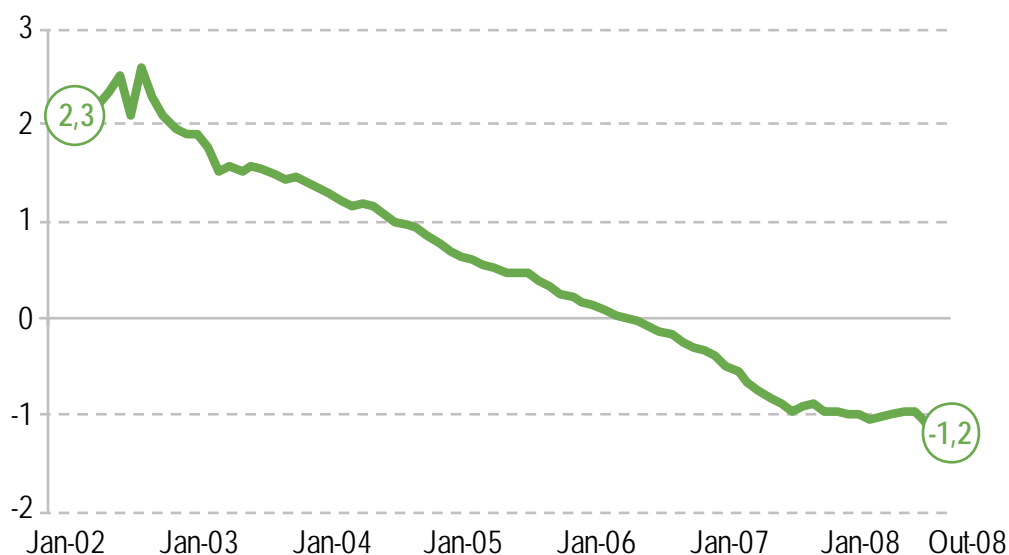


Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Setor público permanecerá credor líquido em dólares

- Depreciações cambiais reduzem a dívida líquida pública pois o setor público é credor líquido em dólares, em função do acúmulo de reservas internacionais.
- Em função da crise de liquidez, o Banco Central interrompeu as compras e iniciou as vendas de dólares no mercado à vista (outubro) e de derivativos cambiais – swaps reversos (setembro). Essas atuações reduzem o benefício potencial das depreciações cambiais sobre a dívida líquida.
- Mesmo com essas medidas, esperamos que o governo mantenha ativos líquidos em dólares.

Impacto de depreciação cambial de 10% sobre a dívida líquida do setor público/PIB (p.p.)



Redução da dívida líquida/PIB a uma depreciação cambial de 10% sob hipóteses para venda de reservas e swaps (p.p. do PIB)

Posição vendida em swaps (US\$ bilhões)

	0	10	30	50
0	1,3	1,2	1,1	0,9
10	1,2	1,2	1,0	0,9
20	1,2	1,1	0,9	0,8
50	0,9	0,9	0,7	0,6
100	0,6	0,5	0,4	0,2

→ Posição em dezembro de 2008

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Dívida líquida retornaria ao nível de 2007 em cenário negativo

- Nosso cenário base para câmbio, juros e vendas de reservas internacionais pelo Banco Central resulta em cenários para a dívida líquida/PIB bastante similares a um cenário alternativo de câmbio mais depreciado (R\$2,50/US\$), maiores vendas de reservas (US\$ 50 bilhões) e aumento adicional de 275 pontos base na taxa Selic.
- Mesmo em um cenário em que o superávit primário e o crescimento econômico sejam nulos em 2009, a dívida líquida permaneceria abaixo da verificada em 2007 (42,7% do PIB).
- Nesse sentido, julgamos que o risco de insolvência do setor público da redução do superávit primário em 2009 é baixo.

Dívida líquida do setor público em 2009 (% do PIB)

Câmbio a R\$ 2,20/US\$ em 2009 e venda de US\$ 8 bi de reservas

		Crescimento do PIB (%)			
		3,0	2,0	1,0	0,0
Superávit primário (% do PIB)	3,8	35,9	36,3	36,7	37,1
	3,0	36,6	37,0	37,4	37,8
	2,0	37,5	37,9	38,3	38,7
	1,0	38,4	38,8	39,2	39,6
	0,0	39,3	39,7	40,1	40,5

Câmbio a R\$ 2,50/US\$ e venda de US\$ 50 bi de reservas e Selic a 16,25%

		Crescimento do PIB (%)			
		3,0	2,0	1,0	0,0
Superávit primário (% do PIB)	3,8	35,7	36,1	36,5	36,9
	3,0	36,4	36,8	37,2	37,6
	2,0	37,3	37,7	38,1	38,5
	1,0	38,2	38,6	39,0	39,4
	0,0	39,1	39,5	39,9	40,3

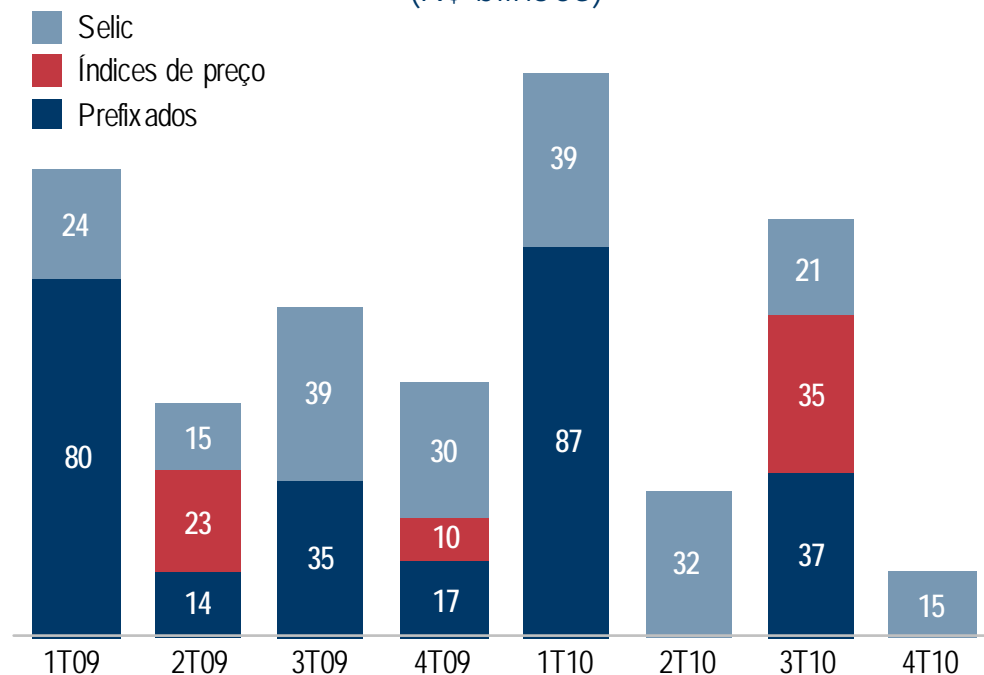
Em todos cenários a dívida/PIB é menor que em 2007

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

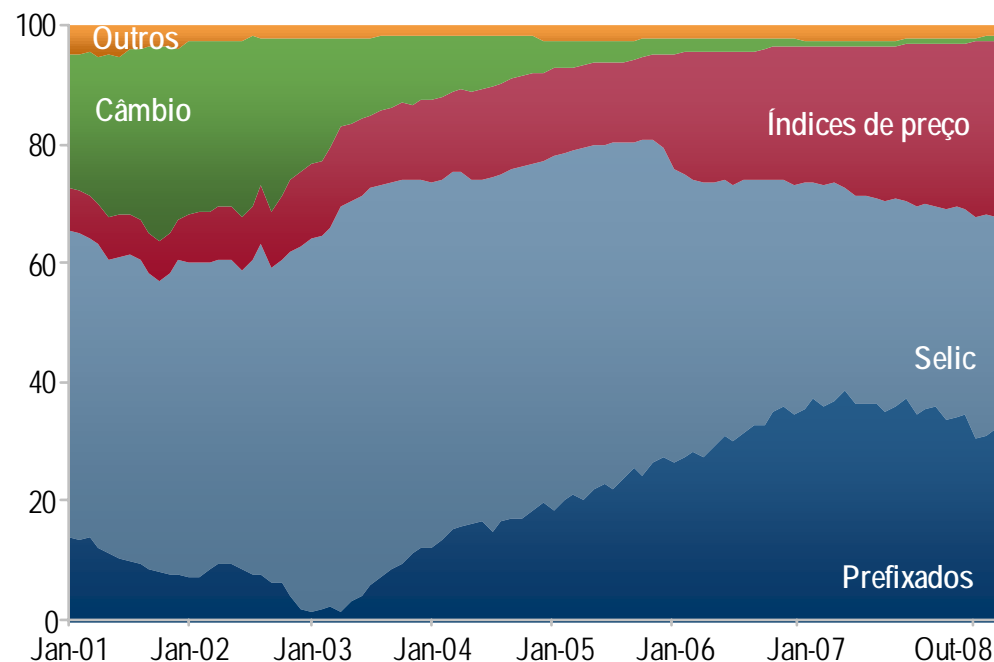
Deterioração do perfil da dívida pública em 2009

- Haverá vencimento de 20% do estoque de dívida prefixada no 1T09. Essa concentração de vencimentos em um cenário de elevada aversão a risco internacional resultará, provavelmente, em piora da composição da dívida pública, com aumento da parcela indexada à taxa Selic.
- Apesar da piora da composição, entendemos que não há risco de rolagem da dívida pública doméstica.

Cronograma de vencimentos da dívida pública
(R\$ bilhões)



Participação na dívida pública
(% do total)

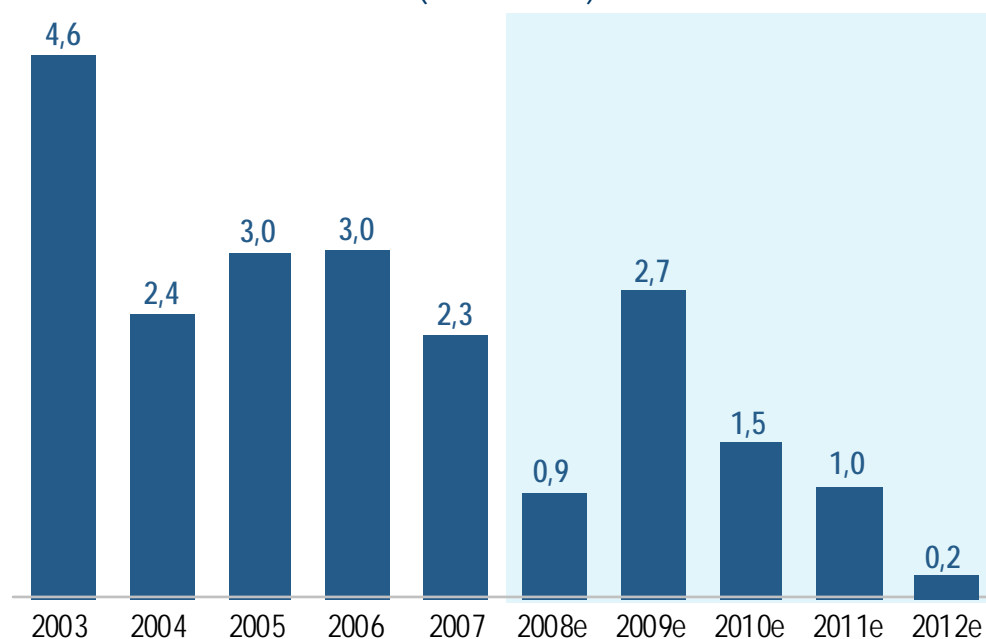


Fonte: Tesouro, Credit Suisse

Redução do superávit primário elevará déficit nominal em 2009

- O déficit nominal aumentará em 2009 ante 2008 em função do menor superávit primário e da alta da taxa de juros média.
- O aumento do superávit primário e o maior crescimento do PIB em 2010 resultarão na retomada da trajetória de redução do déficit nominal.
- A manutenção de elevada aversão a risco dos investidores internacionais impedirá, provavelmente, uma alta significativa da participação de estrangeiros na dívida pública doméstica.

Déficit nominal do setor público
(% do PIB)



Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Participação de estrangeiros na dívida pública
(% do total)



Fonte: Tesouro, Credit Suisse

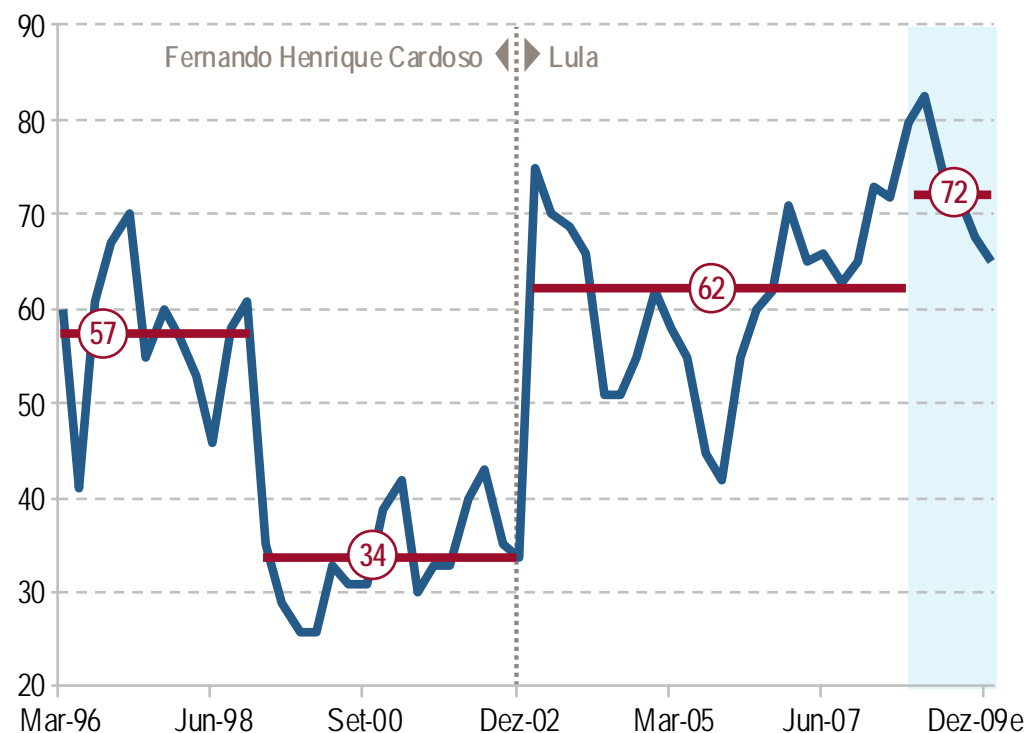


Política

Desaceleração da atividade reduzirá aprovação do governo

- Forte expansão do mercado de trabalho, a partir do 1T08, elevou a aprovação do governo e a popularidade do presidente.
- Efeito da desaceleração econômica sobre o emprego e a renda contribuirá para reduzir a aprovação do governo em 2009. Popularidade do presidente Lula permanecerá em níveis superiores à dos últimos anos.
- Agenda do governo provavelmente se concentrará em medidas para conter uma maior desaceleração da atividade econômica, sobretudo visando manter o ritmo de expansão dos investimentos públicos diretos e via estatais federais.
- Assim como nos anos anteriores, entendemos que não haverá empenho do governo em aprovar reformas constitucionais em 2009, apesar da retomada da discussão sobre a reforma tributária nos últimos meses.

Aprovação do governo
(% dos entrevistados)

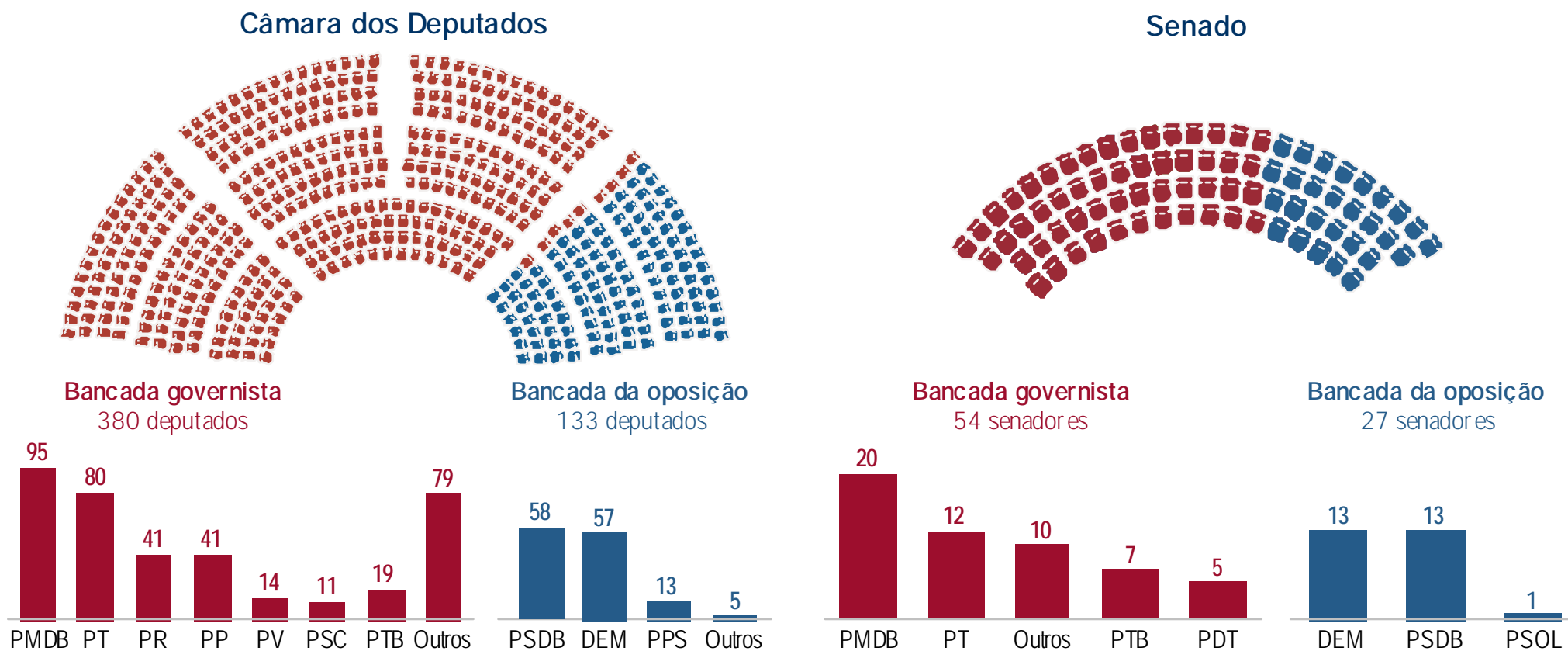


Fonte: CNI-Ibope, Credit Suisse

Governo mantém maioria na Câmara de Deputados e no Senado

- Bancadas da base governista na Câmara dos Deputados e no Senado são suficientes para aprovar emendas constitucionais. No entanto, a derrota do governo na tentativa de renovação da CPMF, no fim de 2007, sugere que a base de apoio efetiva é menos expressiva.

Composição das bancadas partidárias no Congresso

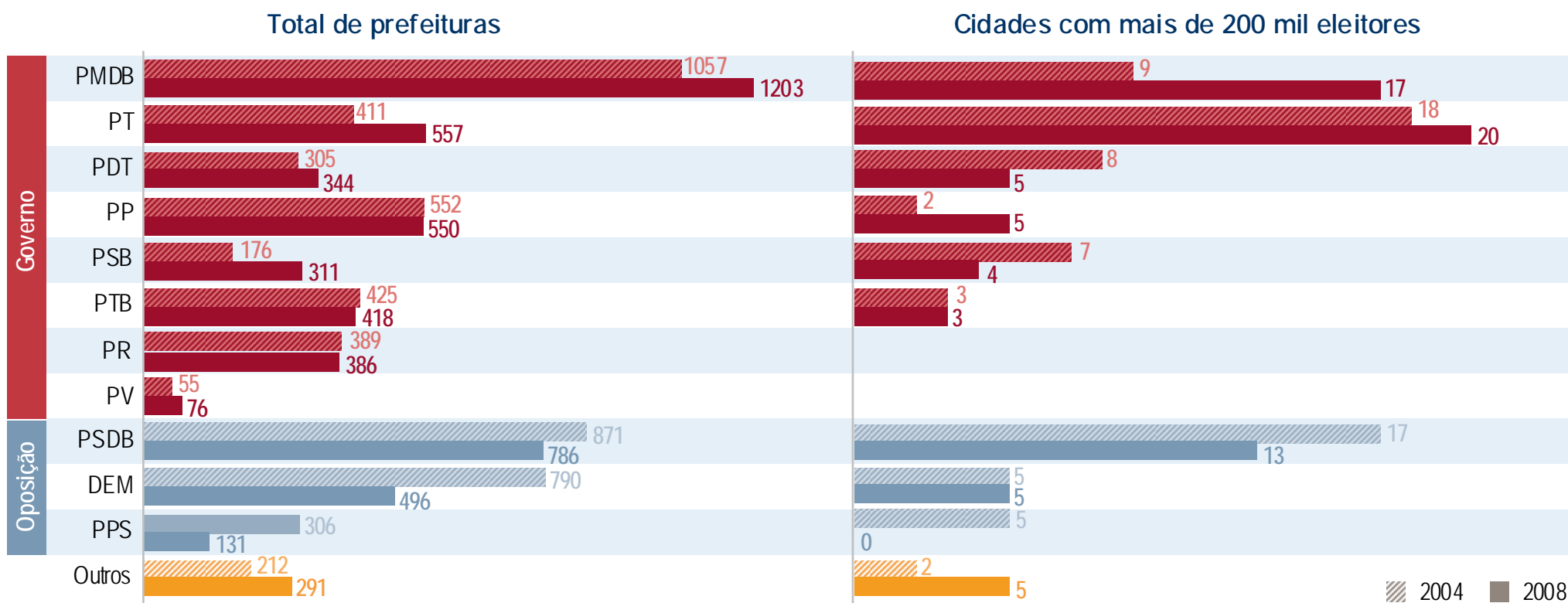


Fonte: Câmara dos Deputados, Senado, Credit Suisse

Eleição municipal de 2008 fortaleceu os partidos da base aliada

- Quantidade de prefeituras eleitas pelos partidos de oposição diminuiu significativamente em 2008, com fortalecimento dos partidos aliados ao PT, principalmente PMDB e PSB.
- Crescimento do PMDB nas cidades de maior porte e melhor articulação das lideranças no Congresso sugerem importância mais decisiva do partido na eleição presidencial de 2010.

Prefeituras eleitas por partido em 2004 e 2008



Fonte: TSE, Credit Suisse



Riscos

Riscos positivos para o cenário econômico em 2009

Riscos Positivos

- Confiança no sistema bancário global é restabelecida, com elevação da liquidez e do apetite ao risco dos investidores, em função da atuação dos bancos centrais e dos governos dos países desenvolvidos. Não há novas falências de instituições financeiras e nem de grandes empresas.
- Política fiscal expansionista nas economias desenvolvidas atenua significativamente a desaceleração do crescimento econômico. Mercados de crédito se restabelecem e a desaceleração global é mais branda e mais curta do que a esperada atualmente.
- Desaceleração da economia chinesa é menos significativa do que a prevista e a demanda global por commodities mantém-se elevada. Diminuição dos preços das commodities é interrompido e saldo comercial do País tem redução menos expressiva.
- Recuperação do apetite ao risco nos mercados financeiros restabelece as linhas externas de crédito para o País e os fluxos de investimentos estrangeiros diretos e em carteira. Taxa de câmbio retoma trajetória de apreciação, reduzindo riscos inflacionários.
- Impacto das restrições de crédito sobre a economia brasileira é pouco significativo e ambiente favorável para investimentos é retomado. Crise tem impacto limitado sobre o mercado de trabalho e sobre o consumo, com retomada da confiança de consumidores e empresários. Demanda doméstica desacelera pouco entre 2008 e 2009, mas crescimento econômico permanece inferior ao potencial. Nesse ambiente, afrouxamento monetário pode ter início no 1T09.

Riscos negativos para o cenário econômico em 2009

Riscos Negativos

- Ações dos governos e dos bancos centrais não estabilizam as condições do mercado financeiro e os efeitos desfavoráveis para a atividade econômica se elevam. Risco sistêmico é ampliado com falências mais generalizadas. Aversão ao risco nos mercados aumenta e redução da alavancagem financeira é intensificada, sem ampliação da concessão de crédito.
- Consumo das famílias nos EUA recua de forma significativa, resultando em vários trimestres seguidos de retração do PIB e forte aumento da taxa de desemprego.
- Taxa dos fed funds é reduzida a zero e permanece nesse patamar por longo período sem resultar em aumento da atividade econômica. Adoção de política fiscal expansionista tem impacto limitado sobre a confiança dos agentes privados e sobre o crescimento.
- Preços de commodities se reduzem significativamente, com retração expressiva do saldo comercial do País e aumento das saídas financeiras. Juros são elevados para conter a deterioração do balanço de riscos para a inflação, devido à aceleração da depreciação cambial.
- Crédito bancário continua se contraindo. Dificuldade de obtenção de empréstimos para capital de giro se eleva, aumentando os riscos de concordata das empresas. Ambiente de elevada incerteza retrai os investimentos e há expressiva desaceleração da demanda doméstica. Forte aumento do desemprego e redução do consumo resultam em recessão por vários trimestres seguidos.



A economia brasileira em números

A economia brasileira em números

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e	
PIB nominal (R\$ bilhões)	979	1065	1179	1302	1478	1700	1941	2148	2323	2566	2860	3060	3305	
PIB nominal (US\$ bilhões)	843	587	645	554	504	553	663	881	1067	1317	1570	1390	1505	
Crescimento real do PIB (%)	0,0	0,3	4,3	1,3	2,7	1,1	5,7	3,2	4,0	5,4	5,7	1,3	3,5	
Oferta	Agropecuária (%)	3,4	6,5	2,7	6,1	6,6	5,8	2,3	0,3	4,2	5,3	4,6	2,2	3,9
	Indústria (%)	-2,6	-1,9	4,8	-0,6	2,1	1,3	7,9	2,1	2,9	4,9	6,2	-0,7	3,4
	Serviços (%)	1,1	1,2	3,6	1,9	3,2	0,8	5,0	3,7	3,8	4,7	4,9	2,0	3,4
Demanda	Consumo das famílias (%)	-0,7	0,4	4,0	0,7	1,9	-0,8	3,8	4,5	5,3	6,5	7,0	2,2	3,8
	Consumo do governo (%)	3,2	1,7	-0,2	2,7	4,7	1,2	4,1	2,3	2,6	3,1	6,0	4,5	5,0
	Formação bruta de capital fixo (%)	-0,3	-8,2	5,0	0,4	-5,2	-4,6	9,1	3,6	9,8	13,4	14,5	-2,7	5,2
	Exportações (%)	4,9	5,7	12,9	10,0	7,4	10,4	15,3	9,3	5,0	6,6	0,8	-10,2	3,3
	Importações (%)	-0,1	-15,1	10,8	1,5	-11,8	-1,6	13,3	8,5	18,4	20,7	19,6	-9,2	8,7
Desemprego - IBGE ⁽¹⁾ (% da PEA)	-	-	-	-	11,7	12,3	11,5	9,8	10,0	9,3	7,9	9,0	9,0	
IPCA - IBGE (%)	1,7	8,9	6,0	7,7	12,5	9,3	7,6	5,7	3,1	4,5	6,1	5,0	4,5	
IGP-DI - FGV (%)	1,7	20,0	9,8	10,4	26,4	7,7	12,1	1,2	3,8	7,9	9,8	6,0	4,5	
Taxa de câmbio fim de período (R\$ / US\$)	1,21	1,80	1,95	2,31	3,54	2,89	2,66	2,34	2,14	1,77	2,20	2,20	2,20	
Taxa de câmbio média (R\$ / US\$)	1,16	1,82	1,83	2,35	2,93	3,07	2,93	2,44	2,18	1,95	1,82	2,20	2,20	
Taxa de juros meta Selic fim de período (%)	29,00	19,00	15,75	19,00	25,00	16,50	17,75	18,00	13,25	11,25	13,75	12,50	11,25	
Taxa de juros Selic média (%)	28,79	25,59	17,63	17,45	19,23	23,42	16,38	19,14	15,27	11,98	12,39	13,35	11,62	
Resultado nominal (% do PIB)	-6,97	-5,28	-3,37	-3,29	-4,17	-4,65	-2,43	-2,90	-3,01	-2,27	-0,90	-2,70	-1,50	
Resultado primário (% do PIB)	0,01	2,92	3,24	3,35	3,55	3,89	4,18	4,35	3,88	3,98	4,50	3,40	3,80	
Dívida líquida do setor público (% do PIB)	38,9	44,5	45,5	48,4	50,5	52,4	47,0	46,4	44,9	42,7	36,7	36,7	35,2	
Balança comercial (US\$ bilhões)	-6,6	-1,3	-0,8	2,7	13,1	24,8	33,6	44,7	46,1	40,0	24,0	14,0	7,0	
Exportações de bens (US\$ bilhões)	51,1	48,0	55,1	58,2	60,4	73,1	96,5	118,3	137,5	160,7	201,0	161,1	167,0	
Importações de bens (US\$ bilhões)	57,8	49,3	55,8	55,6	47,2	48,3	62,8	73,5	91,4	120,6	177,0	147,0	160,0	
Transações correntes (% do PIB)	-4,0	-4,3	-3,8	-4,2	-1,5	0,8	1,8	1,6	1,3	0,1	-1,8	-1,6	-2,2	
Investimento estrangeiro direto (US\$ bilhões)	28,9	28,6	32,8	22,5	16,6	10,1	18,1	15,1	18,8	34,6	39,2	20,0	25,0	
Amortizações de médio e longo prazo (US\$ bilhões)	29,8	45,4	32,0	35,1	30,3	26,8	33,3	33,0	44,1	38,1	24,0	27,3	26,9	
Dívida externa (% do PIB)	26,5	38,5	33,6	37,4	41,8	38,8	30,4	19,2	16,2	15,0	13,5	15,1	14,3	
Reservas internacionais brutas (US\$ bilhões)	44,6	36,3	33,0	35,9	37,8	49,3	52,9	53,8	85,8	180,3	190,5	190,0	196,0	

⁽¹⁾Taxa média no período - nova metodologia a partir de 2001

Fonte: Banco Central, IBGE, FGV, Credit Suisse