



# Brasil

**Cenário menos incerto  
em 2017 e 2018**

28 de abril de 2017

**Nilson Teixeira**

[nilson.teixeira@credit-suisse.com](mailto:nilson.teixeira@credit-suisse.com)

**Paulo Coutinho**

[paulo.coutinho@credit-suisse.com](mailto:paulo.coutinho@credit-suisse.com)

**Iana Ferrão**

[iana.ferrao@credit-suisse.com](mailto:iana.ferrao@credit-suisse.com)

**Leonardo Fonseca**

[leonardo.fonseca@credit-suisse.com](mailto:leonardo.fonseca@credit-suisse.com)

**Lucas Vilela**

[lucas.vilela@credit-suisse.com](mailto:lucas.vilela@credit-suisse.com)

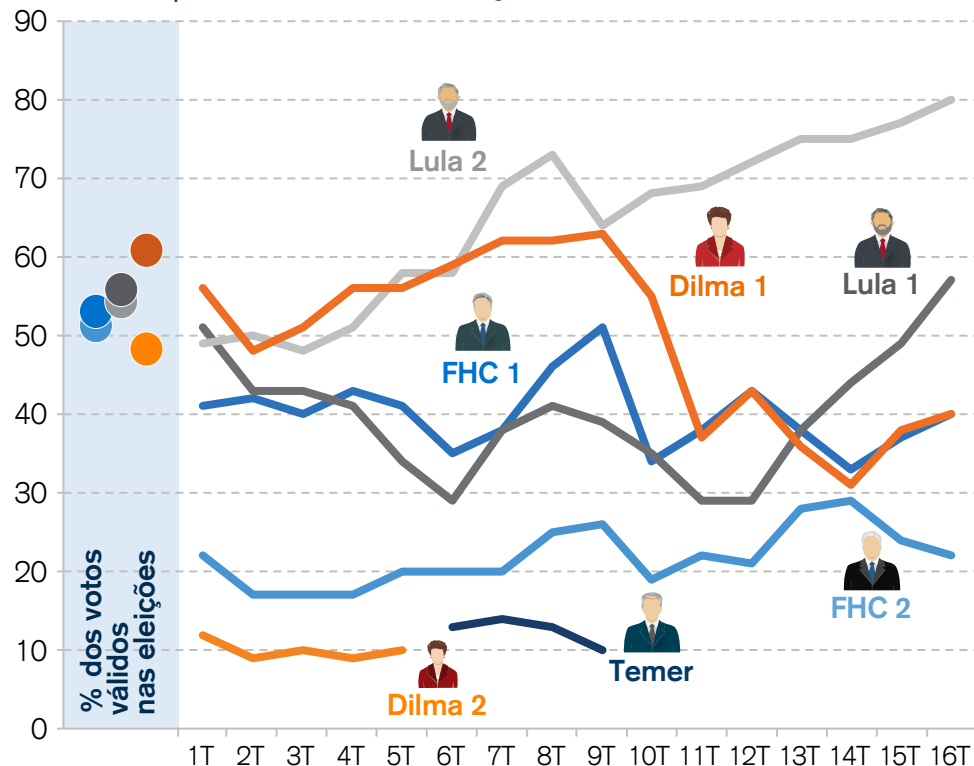


**Política**

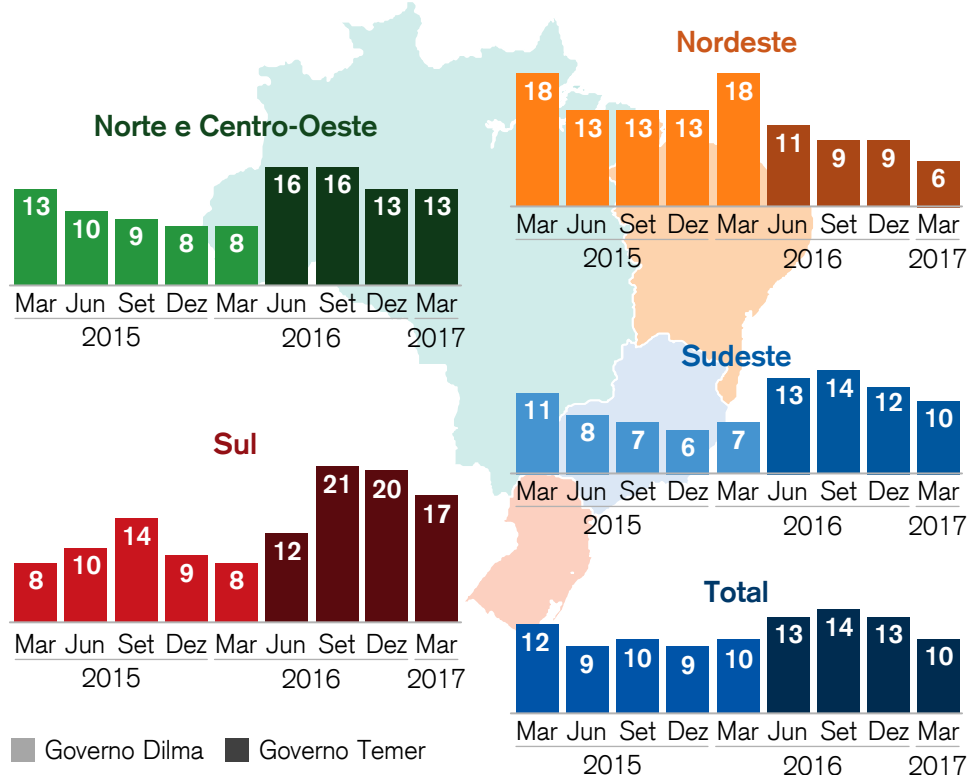
# Aprovação do presidente Michel Temer permanece muito baixa

- A aprovação do governo do presidente Michel Temer (avaliação “ótima” ou “boa”) foi de 10,0% no 1T17, próxima à do governo Dilma Rousseff pouco antes do processo de impeachment.
- A avaliação do presidente Temer é pior no Nordeste, onde a ex-presidente Rousseff era mais bem avaliada. O atual presidente tem melhor aprovação no Sul, onde a ex-presidente tinha menos apoio.

**Avaliação do governo e resultado das eleições presidenciais** (% dos respondentes que atribuíram avaliação “boa” ou “ótima”)



**Avaliação dos governos Dilma e Temer por região** (% dos respondentes que atribuíram avaliação “boa” ou “ótima”)



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

# Substitutivo sugere mudanças na Reforma da Previdência Social

## Pontos incluídos na reforma da Previdência

	Substitutivo apresentado na Comissão Especial	Proposta original do governo
Idade mínima de aposentadoria e tempo de contribuição	Homens: 65 anos	Homens: 65 anos
	Mulheres: 62 anos	Mulheres: 65 anos
	Com 25 anos de contribuição mínima para ambos. Lei irá definir a regra de ajuste da idade mínima.	Com 25 anos de contribuição mínima para ambos. A idade mínima seria ajustada automaticamente com base na elevação da expectativa de sobrevida aos 65 anos.
Regra de transição	Não há idade mínima para entrar na transição.	
	Pedágio de 30% sobre o tempo que falta para a aposentadoria pelas regras atuais (35 anos para homens e 30 anos para mulheres), respeitando a idade mínima de 55 anos para homens e 53 anos para mulheres.	Homens com mais de 50 anos e mulheres com mais de 45 anos continuariam a se aposentar segundo as regras atuais, porém com um período adicional de 50% do tempo restante até o tempo mínimo de contribuição.
	Aumento de 1 ano a cada dois anos para a mulher e para o homem, a partir de 01/01/2020, parando de expandir para o segurado na data em que ele cumpre o pedágio.	
Fórmula de cálculo do valor do benefício	Valor do benefício: 70% da média salarial, somado a:	
	- 1,5 p.p. por ano, se contribuir 5 anos além dos 25 obrigatórios; - 2 p.p. por ano, se contribuir entre 5 e 10 anos além dos 25 obrigatórios; - 2,5 p.p. por ano, se contribuir entre 10 e 15 anos além dos 25 obrigatórios; Assim, a integralidade da média salarial é repostada com 40 anos de contribuição.	Substituição do fator previdenciário por benefício definido por 51% da média das remunerações e salários sobre os quais incidiu contribuição previdenciária, acrescida de 1pp por ano de contribuição, respeitados os limites inferior de um salário mínimo e superior de 100% da média supracitada.
Aposentadoria rural	Idade mínima: 60 anos para homens e 57 para mulheres. Haverá transição para as mulheres (a idade mínima aumentará em 1 ano, a cada 2 anos), até atingir os 57 estabelecidos na PEC 287/2016.	Equalização dos critérios de aposentadoria entre trabalhadores rurais e urbanos cuja idade seja inferior a 50 anos (homens) e 45 anos (mulheres). Para trabalhadores com idades superiores a essas idades, seria aplicado um período adicional de 50% sobre o tempo restante para se atingir 180 meses de atividade rural.
	Valor da contribuição incidirá sobre o salário mínimo, com base nas alíquotas estabelecidas para o RGPS.	Lei definiria a alíquota de contribuição para os trabalhadores rurais, que também incidiria sobre o salário mínimo.
Pensões	Proíbe o acúmulo de duas pensões por morte, mas permite que o indivíduo receba pensão e aposentadoria nos casos em que os dois benefícios, somados, não excedam 2 salários mínimos.	Proíbe o acúmulo de pensões por morte ou de duas pensões dessa modalidade.
	Regra de cálculo do valor da pensão como sendo igual a 50% do valor do benefício somado a 10p.p. por dependente. O valor máximo do benefício está sujeito ao teto do RGPS e o mínimo está atrelado ao salário mínimo.	Regra de cálculo do valor da pensão como sendo igual a 50% do valor do benefício somado a 10 p.p. por dependente. Ocorreria a desvinculação de pensões do salário mínimo.
BPC	Os deficientes poderão acessar o BPC com qualquer idade. Os idosos têm direito a acessá-lo com 68 anos. As demais regras de acesso ao BPC serão regulamentadas por lei.	Aumento da idade mínima de acesso ao benefício para 70 anos (tanto para deficientes como para idosos).
	O valor do benefício é igual a um salário mínimo.	O valor do benefício passaria a ser desvinculado do salário mínimo.
Estados e Municípios	Os Estados e Municípios terão 6 meses, a partir da publicação da Emenda Constitucional, para reformar seus regimes próprios de Previdência. Depois do prazo, prevalecem as regras da PEC 287/2016.	Os servidores dos estados e municípios estariam sujeitos às mesmas regras dos servidores federais.

Fonte: Ministério da Fazenda, Câmara dos Deputados, Credit Suisse



# Substitutivo apresentou mudanças à Reforma da Previdência do RPPS

## Pontos incluídos na reforma da Previdência do RPPS

Ingresso no serviço público	Substitutivo apresentado na Comissão Especial	Proposta original do governo
Até 2003	<b>Cálculo do benefício:</b> 100% da média salarial desde 1994 ou desde a competência do início da contribuição	<b>Cálculo do benefício:</b> 51% da média dos salários de contribuição, acrescidos de um ponto percentual desta média para cada ano de contribuição
	<b>Idade mínima:</b> progressiva Homens: de 60 anos aos 65 anos (a partir de 2028) Mulheres: de 55 anos aos 62 anos (a partir de 2032)	<b>Idade mínima:</b> Homens: 65 anos Mulheres: 65 anos
	<b>Tempo de contribuição:</b> 25 anos para homens e mulheres	<b>Tempo de contribuição:</b> 25 anos para homens e mulheres
	<b>Regra de transição:</b> para qualquer servidor que ingressar no serviço público até a aprovação da reforma - pedágio de 30% sobre o tempo que falta para a aposentadoria pelas regras atuais, respeitando a idade mínima de 55 anos para mulheres e 60 anos para homens. A integralidade e a paridade só seriam garantidas para os servidores que se aposentasse com mais de 65 anos (homens) e 62 anos (mulheres). Aumento de 1 ano a cada dois anos para a mulher e para o homem, a partir de 2020, até a data de início do pedágio.	<b>Regra de transição:</b> Homens com mais de 50 anos e mulheres com mais de 45 anos continuariam a se aposentar segundo as regras atuais ( <b>integralidade e à paridade</b> ), porém com um período adicional de 50% do tempo restante até o tempo mínimo de contribuição (de 35 anos para homens e 30 anos para mulheres).
2004 a 2013	<b>Cálculo do benefício:</b> 70% da média de todos os salários desde 1994 mais 1,5 pp a cada ano que superar 25 anos de contribuição; mais 2pp para cada ano que superar 30 anos de contribuição e mais 2,5pp para cada ano após 35 anos, até 100% aos 40 anos de contribuição.	<b>Cálculo do benefício:</b> 51% da média dos salários de contribuição, acrescidos de um ponto percentual desta média para cada ano de contribuição
	<b>Idade mínima:</b> progressiva Homens: de 60 anos aos 65 anos (a partir de 2028) Mulheres: de 55 anos aos 62 anos (a partir de 2032)	<b>Idade mínima:</b> Homens: 65 anos Mulheres: 65 anos
	<b>Tempo de contribuição:</b> 25 anos para homens e mulheres	<b>Tempo de contribuição:</b> 25 anos para homens e mulheres
	<b>Regra de transição:</b> para qualquer servidor que ingressar no serviço público até a aprovação da reforma - pedágio de 30% sobre o tempo que falta para a aposentadoria pelas regras atuais, respeitando a idade mínima de 55 anos para mulheres e 60 anos para homens. Aumento de 1 ano a cada dois anos para a mulher e para o homem, a partir de 2020, até a data de início do pedágio.	<b>Regra de transição:</b> Homens com mais de 50 anos e mulheres com mais de 45 anos se aposentariam com benefício de <b>100% da média salarial desde 1994</b> ou desde a competência do início da contribuição, porém com um período adicional de 50% do tempo restante até o tempo mínimo de contribuição (de 35 anos para homens e 30 anos para mulheres).
A partir de fevereiro de 2013	<b>Cálculo do benefício:</b> mesma regra de quem ingressou entre 2004 e 2013. O valor será limitado ao teto do INSS (de R\$ 5.531) se o estado ou município tiver instituído fundo complementar.	<b>Cálculo do benefício:</b> 51% da média dos salários de contribuição, acrescidos de um ponto percentual desta média para cada ano de contribuição
	<b>Idade mínima:</b> progressiva Homens: de 60 anos aos 65 anos (a partir de 2028) Mulheres: de 55 anos aos 62 anos (a partir de 2032)	<b>Idade mínima:</b> Homens: 65 anos Mulheres: 65 anos
	<b>Tempo de contribuição:</b> 25 anos para homens e mulheres	<b>Tempo de contribuição:</b> 25 anos para homens e mulheres
	<b>Regra de transição:</b> para qualquer servidor que ingressar no serviço público até a aprovação da reforma - pedágio de 30% sobre o tempo que falta para a aposentadoria pelas regras atuais, respeitando a idade mínima de 55 anos para mulheres e 60 anos para homens. Aumento de 1 ano a cada dois anos para a mulher e para o homem, a partir de 2020, até a data de início do pedágio.	<b>Regra de transição:</b> Homens com mais de 50 anos e mulheres com mais de 45 anos continuariam a se aposentar segundo as regras atuais, porém com um período adicional de 50% do tempo restante até o tempo mínimo de contribuição (de 35 anos para homens e 30 anos para mulheres).

Fonte: Ministério da Fazenda, Câmara dos Deputados, Credit Suisse

# Reforma Trabalhista busca flexibilizar mercado de trabalho

## Principais pontos do PL 6787/2016, da Reforma Trabalhista

### Reforma trabalhista (PL 6787/2016)

#### Terceirização e garantias aos trabalhadores terceirizados

Define expressamente que a **terceirização pode ser feita em quaisquer atividades** da empresa contratante, inclusive na sua atividade principal.

Ficam assegurados aos empregados terceirizados, quando prestarem serviços na contratante, **direitos iguais aos dos empregados** desta última, no que diz respeito à alimentação em refeitórios, serviços de transporte, atendimento médico ou ambulatorial e treinamento adequado quando a atividade exigir.

Impede que o trabalhador que tenha trabalhado nos últimos 18 meses em uma empresa seja contratado como pessoa jurídica, buscando evitar a "pejotização".

#### Acordos e convenções coletivas de trabalho

Permite que as **convenções coletivas e os acordos coletivos de trabalho prevaleçam sobre a lei** em algumas situações, como na definição de: jornada de trabalho; banco de horas, adesão ao Programa Seguro-Desemprego, plano de cargos, salários e funções; representante dos trabalhadores no local de trabalho; troca do dia de feriado; prorrogação de jornada em ambientes insalubres sem licença prévia das autoridades competentes do Ministério do Trabalho e intervalo intrajornada.

Fixou 29 **direitos que não podem ser reduzidos** ou suprimidos em convenções coletivas: salário-mínimo, FGTS, repouso semanal remunerado, horas-extras, remuneração de férias, medidas de proteção legal de crianças e adolescentes, aposentadoria, igualdade de direitos entre trabalhadores com vínculo empregatício permanente e trabalhadores avulsos, salário-família, aviso prévio, direito de greve e licenças maternidade e paternidade.

Define que os acordos coletivos (entre sindicato laboral e empresa) sempre prevalecerão sobre as convenções coletivas de trabalho (entre sindicatos patronais e laborais).

#### Contribuição sindical

O desconto da contribuição sindical **deixa de ser obrigatório**, só podendo ser realizado com autorização prévia do trabalhador.

#### Representação dos trabalhadores nas empresas

Nas empresas com mais de 200 empregados, é assegurada a eleição de uma comissão, de 3 a 7 membros, a fim de resolver conflitos, encaminhar reivindicações específicas dos empregados para os empregadores e acompanhar as negociações coletivas de trabalho, dentre outras funções.

A comissão tem mandato de 1 ano, com direito a uma recondução. Os empregados da comissão não podem sofrer demissão arbitrária, até um ano após o final do mandato.

#### Justiça do Trabalho

Estabelece que a Justiça do Trabalho não poderá restringir direitos nem criar obrigações que não estejam previstos em lei.

#### Sucessão empresarial

Em caso de sucessão empresarial, as obrigações trabalhistas da empresa sucedida passam a ser responsabilidade da sucessora.

#### Isonomia salarial

Define que os trabalhadores em idêntica função receberão o mesmo salário. Isso não vale nos quando as empresas adotam plano de cargos e salários.

Fonte: Câmara dos Deputados, Credit Suisse

# Reforma Trabalhista busca flexibilizar mercado de trabalho

## Principais pontos do PL 6787/2016, da Reforma Trabalhista

### Reforma trabalhista (PL 6787/2016)

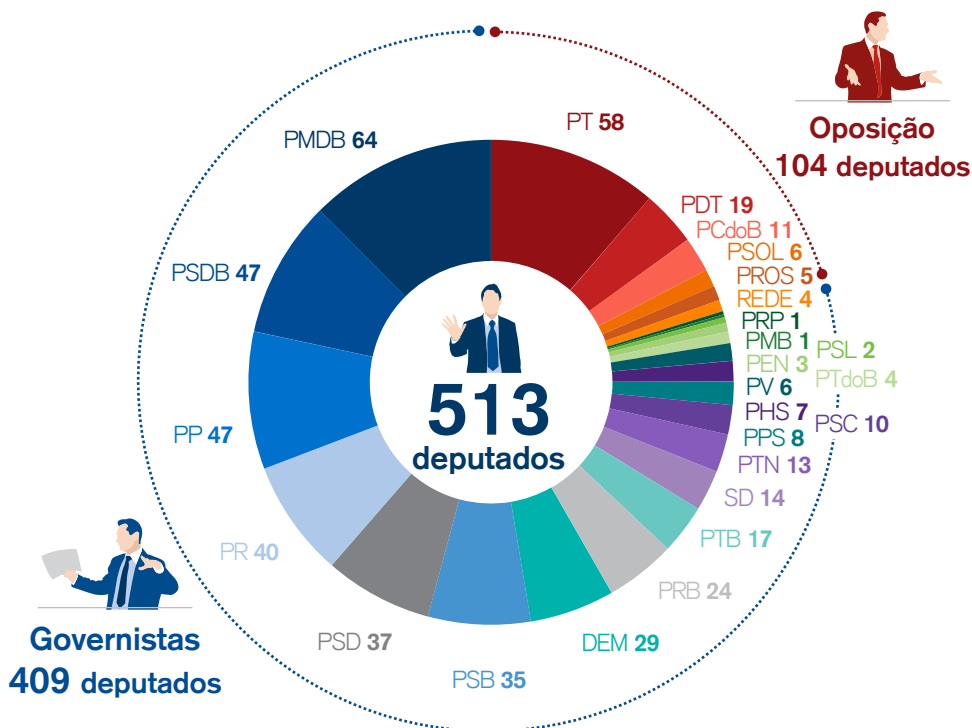
<b>Jornada de trabalho</b>	Convenções coletivas e os acordos coletivos poderão estabelecer carga horária de <b>até 12 horas por dia</b> e de <b>até 48 horas por semana</b> . A jornada de 12 horas poderá ser realizada desde que seguida por 36 horas de descanso.
<b>Jornadas extraordinárias</b>	Fixa que as <b>horas extras estão limitadas a 2 horas diárias</b> , com valor mínimo adicional de 50% sobre a hora normal. A compensação de horas extras pode ser feita via banco de horas, que pode ser definido por meio de acordo individual. Todas as formas de compensação podem ser alteradas via acordo individual escrito, convenção coletiva ou acordo coletivo de trabalho.
<b>Jornada parcial</b>	Duas possibilidades de jornada de trabalho em regime de <b>tempo parcial: de 26 horas semanais ou de 30 horas semanais</b> . Mantém a proibição de horas extras para os casos de 30 horas semanais, mas permite a realização de até seis horas extras semanais nas jornadas de 26 horas semanais. A hora extra terá 50% de acréscimo sobre o salário-hora normal
<b>Férias</b>	<b>Poderão ser divididas em até três períodos</b> . Cada um deles não pode ser inferior a cinco dias corridos ou superior a 14 dias corridos. As férias não podem começar dois dias antes de um feriado ou fim de semana. A prestação de serviços deverá constar expressamente do contrato individual de trabalho, que especificará as atividades que serão realizadas pelo empregado.
<b>Teletrabalho ou home office</b>	Responsabilidades sobre aquisição e manutenção de equipamentos, infraestrutura e reembolso de despesas ao empregado deverão ser previstas em contrato escrito. O empregador tem a prerrogativa de alterar o regime de teletrabalho para o de trabalho presencial, devendo, para isso, alterar o contrato individual de trabalho.
<b>Trabalho intermitente</b>	Quando a contratação ocorre por jornadas, horas, dias ou meses, e de forma não contínua. O contrato deve conter o valor da hora de serviço, que não pode ser inferior ao valor horário do salário mínimo ou àquele pago aos demais empregados que exerçam a mesma função, em contratos intermitentes ou não. Ao final de cada período de prestação de serviço, o empregado receberá, além da remuneração, férias proporcionais acrescidas de um terço; 13º proporcional e repouso semanal remunerado. O empregador deverá recolher a contribuição previdenciária e o FGTS.
<b>Multa por não contratados</b>	O empregador que mantiver empregado não registrado ficará sujeito a multa de R\$ 3 mil por empregado, acrescido de igual valor em cada reincidência. No caso de microempresa ou empresa de pequeno porte, o valor final da multa será de R\$ 800 por empregado não registrado.
<b>Recisão contratual</b>	Retira a exigência de a homologação da rescisão contratual ser feita em sindicatos. Passa a ser feita na própria empresa, na presença dos advogados do empregador e do funcionário – que pode ter assistência do sindicato.
<b>Representação</b>	Representantes dos trabalhadores dentro das empresas não precisam mais ser sindicalizados. Sindicatos continuarão a atuando nos acordos e nas convenções coletivas.

Fonte: Câmara dos Deputados, Credit Suisse

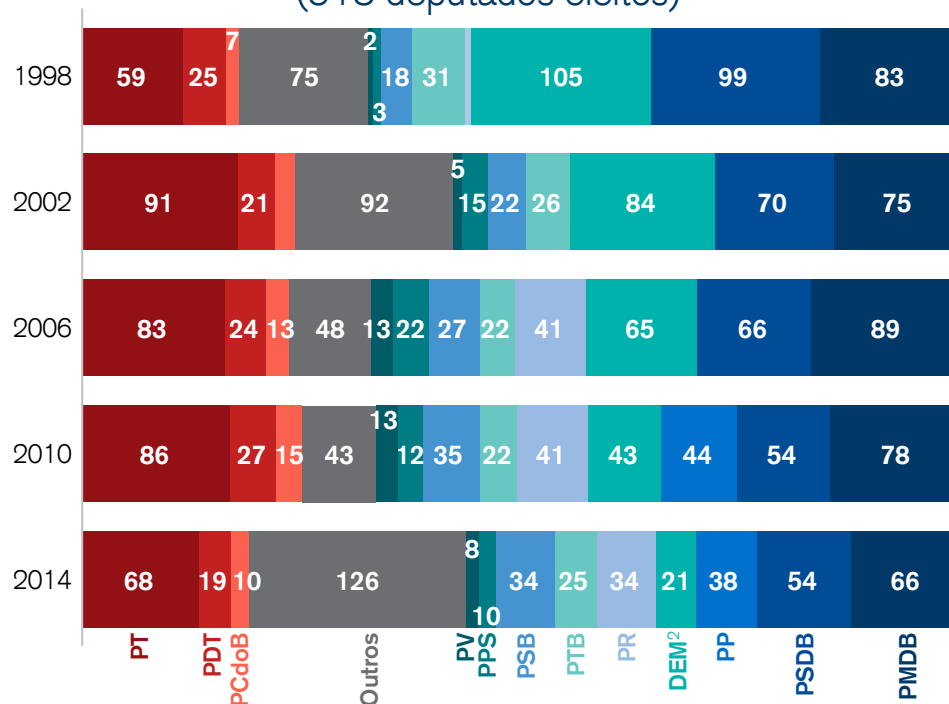
# Governo detém ampla maioria na Câmara dos Deputados

- Cerca de 80% dos deputados pertencem a partidos que apoiam o governo na Câmara dos Deputados. A oposição alcança 104 deputados e tende a votar unida contra as medidas do governo.
- Como em gestões anteriores, a base do governo Temer é suficiente para aprovar as medidas a serem enviadas ao Congresso. Todavia, a elevada fragmentação partidária pode dificultar a coordenação no processo de apreciação de medidas mais impopulares.

## Bancadas partidárias na Câmara dos Deputados<sup>1</sup>



## Composição partidária nas eleições para a Câmara dos Deputados (513 deputados eleitos)



<sup>1</sup> Composição no dia 24 de abril de 2017 <sup>2</sup> Até as eleições de 2010, número de deputados do PFL

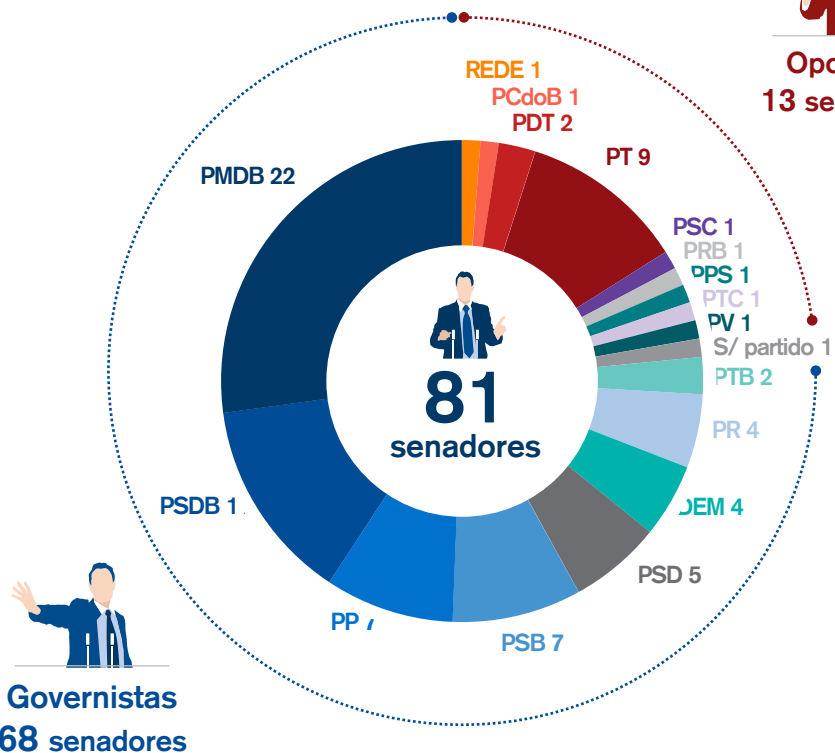
Fonte: Câmara dos Deputados, Tribunal Superior Eleitoral, Credit Suisse



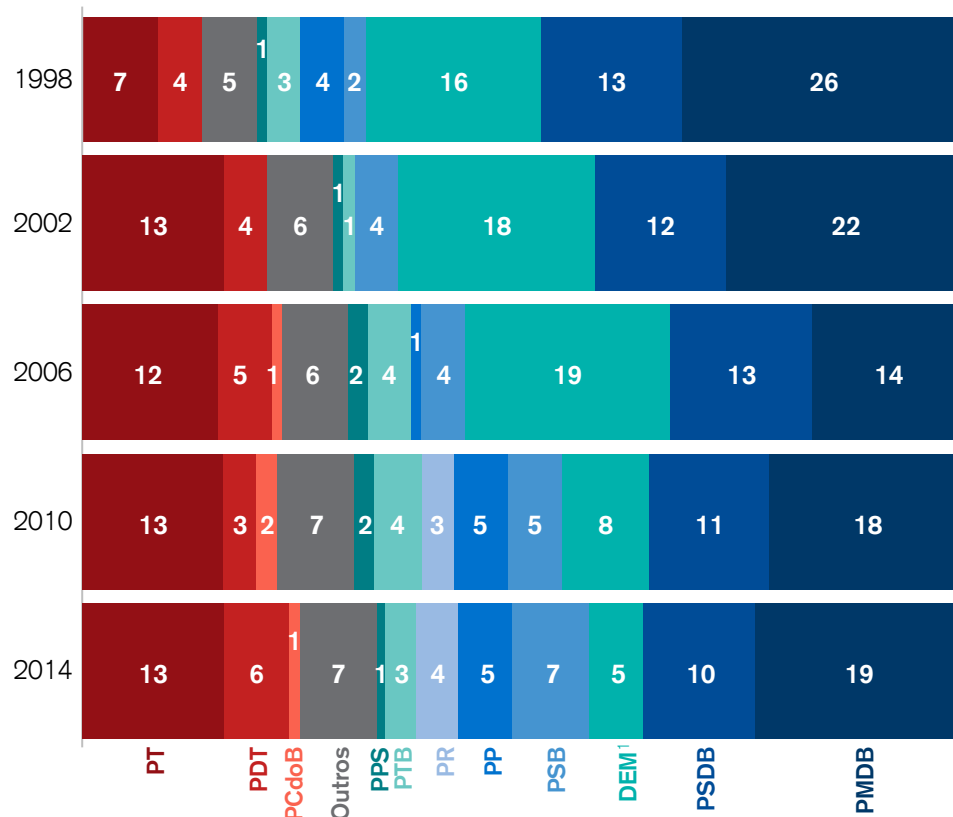
# Partidos da base do governo representam 84% do Senado

- Os partidos da base de apoio ao governo são representados por 68 senadores. A base do governo no Senado tende a oferecer menor dissidência nas votações das medidas de ajuste fiscal.
- Assim como na Câmara, a oposição no Senado votará, provavelmente, unida contra essas medidas.

## Bancadas partidárias no Senado



## Composição partidária nas eleições para o Senado Federal (81 senadores eleitos)



<sup>1</sup> Até eleições de 2010, número de deputados do PFL

Fonte: Senado Federal, Tribunal Superior Eleitoral, Credit Suisse



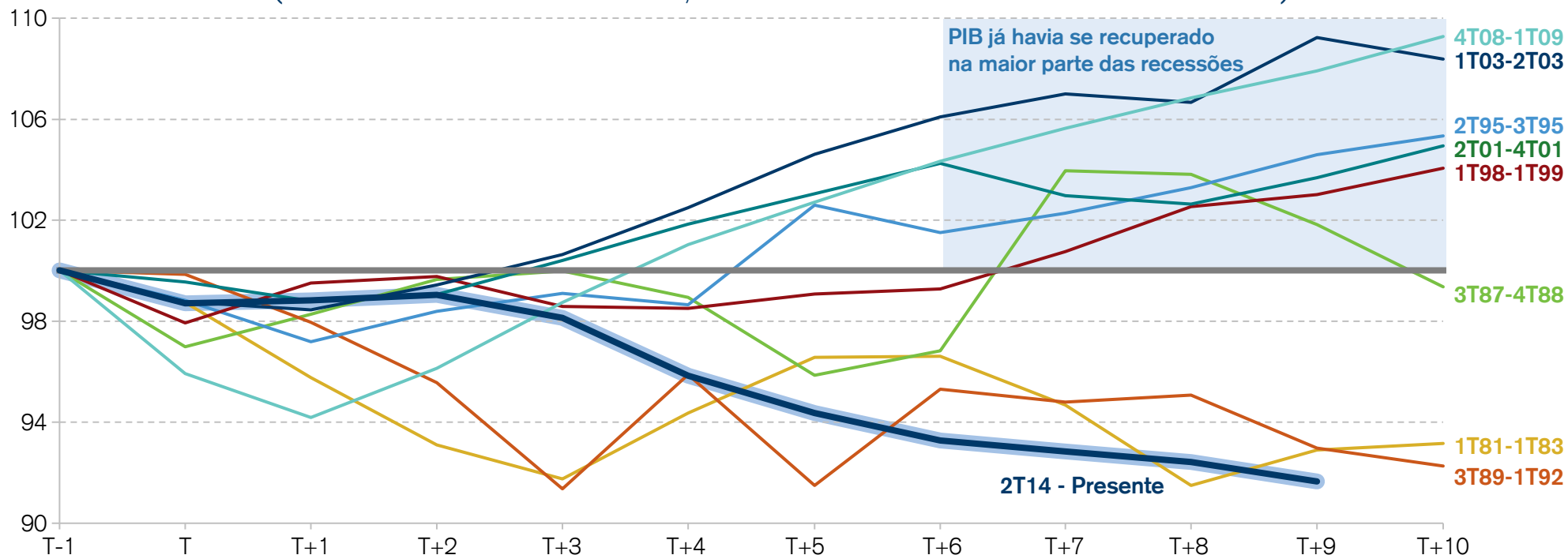
# Atividade Econômica

# Recessão atual é uma das maiores das últimas décadas

- A recessão atual, iniciada no 2T14, é uma das mais profundas e prolongadas das últimas décadas. Apenas as recessões de 1T81-3T83 e de 3T89-1T92 foram similares em magnitude e duração, considerando a série dessazonalizada de 1980 a 2016<sup>1</sup>.
- As recessões desde meados da década de 1990 foram de curta duração. Mesmo na crise financeira de 2008, a contração do PIB no Brasil durou apenas dois trimestres consecutivos.

## Trajetória do PIB em episódios de recessão

(Número-índice dessazonalizado, 100 = trimestre anterior ao início da recessão)



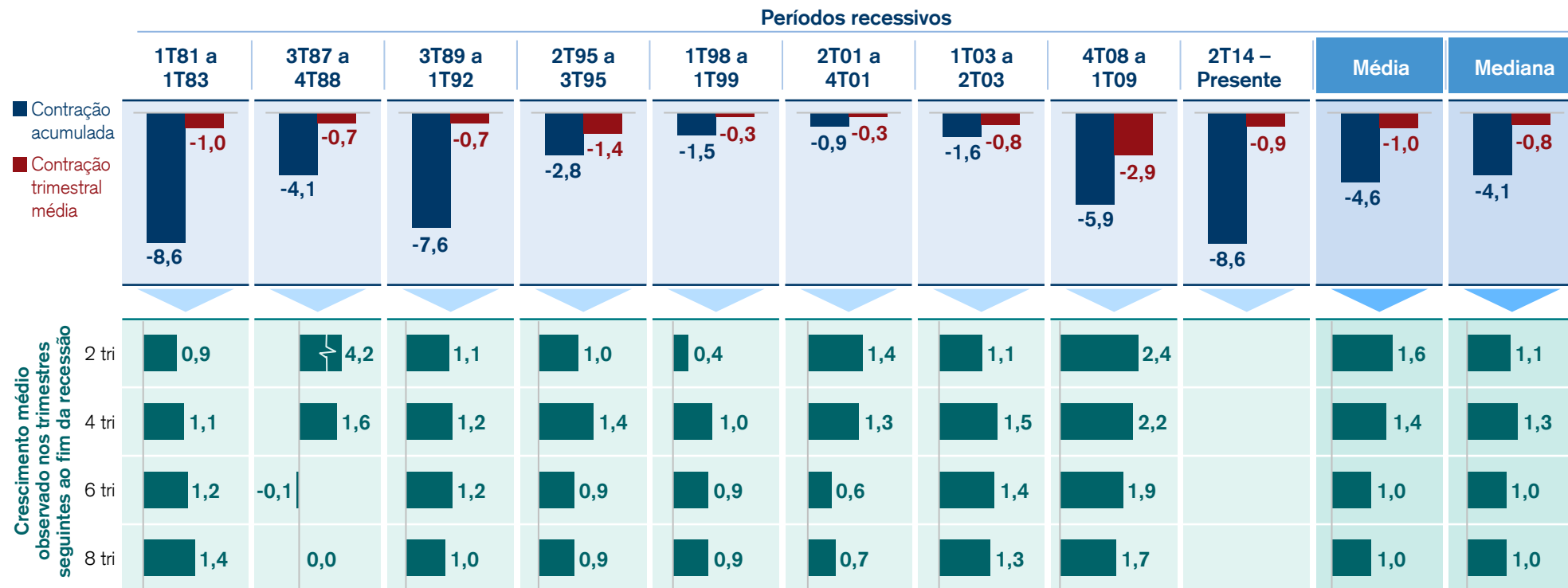
<sup>1</sup> Utilizamos as séries do PIB de 1980 a 1995 do IPEA e das Contas Nacionais Trimestrais de 1996 a 2016. As recessões são definidas pelo Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CODACE).

Fonte: FGV, IBGE, Credit Suisse

# Processos de retomada caracterizados por forte aceleração do PIB

- Os episódios recessivos das últimas décadas caracterizaram-se por uma rápida retomada da economia no período posterior ao fim da recessão. A retomada da atividade também foi sustentada por muitos trimestres na maior parte dos episódios, com exceção apenas de um caso (3T87-4T88).
- O crescimento trimestral mediano do PIB nos processos de retomada foi de 1,1% ao trimestre nos dois trimestres imediatamente posteriores ao fim da recessão, permanecendo próximo a esse patamar por um período de oito trimestres após o fim da recessão.

## Crescimento do PIB em episódios recessivos<sup>1</sup> (%)



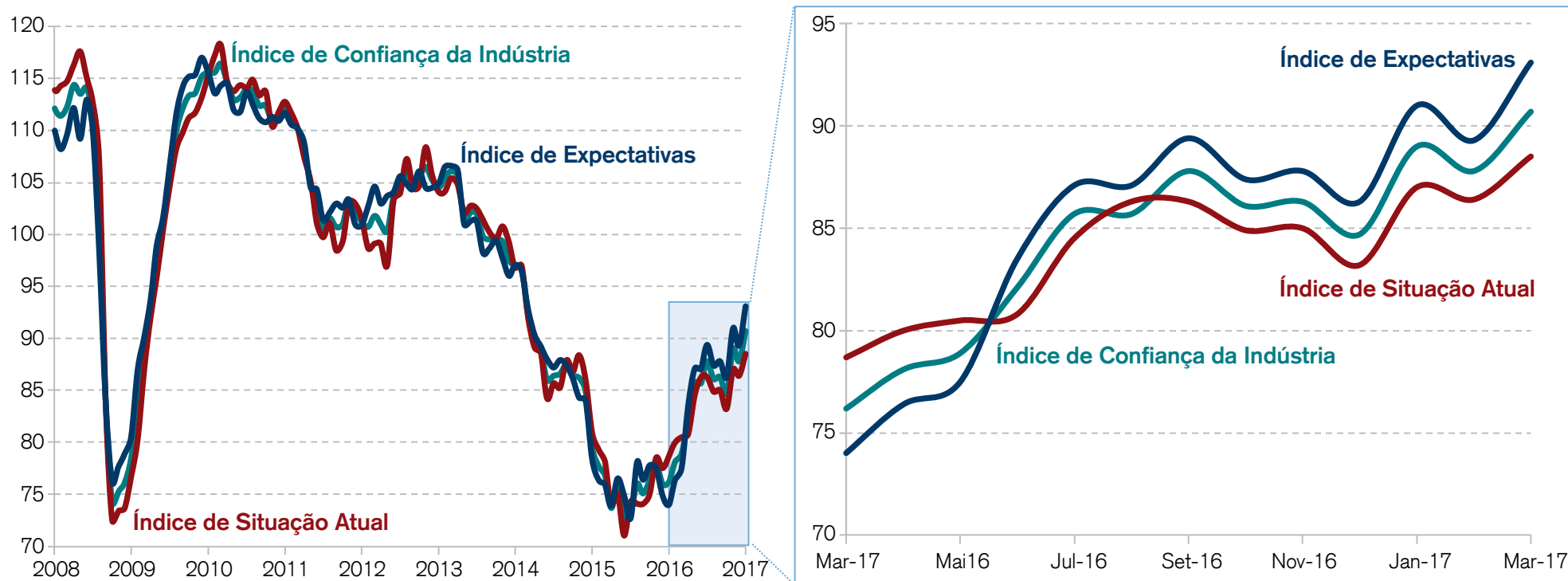
<sup>1</sup> As recessões são definidas pelo Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CODACE) da FGV.

Fonte: FGV, IBGE, Credit Suisse

# Melhora na confiança superestimou a retomada da economia

- O Índice de Confiança da Indústria (ICI-FGV) aumentou fortemente nos últimos meses. Esse movimento foi explicado pela aceleração do indicador de expectativas, que representa a percepção de empresários quanto ao comportamento da economia no futuro.
- O indicador de situação atual, que reflete a dinâmica atual da atividade econômica, se encontra em um patamar inferior ao indicador de expectativas.

**Índice de Confiança da Indústria**  
(Número-índice com ajuste sazonal)

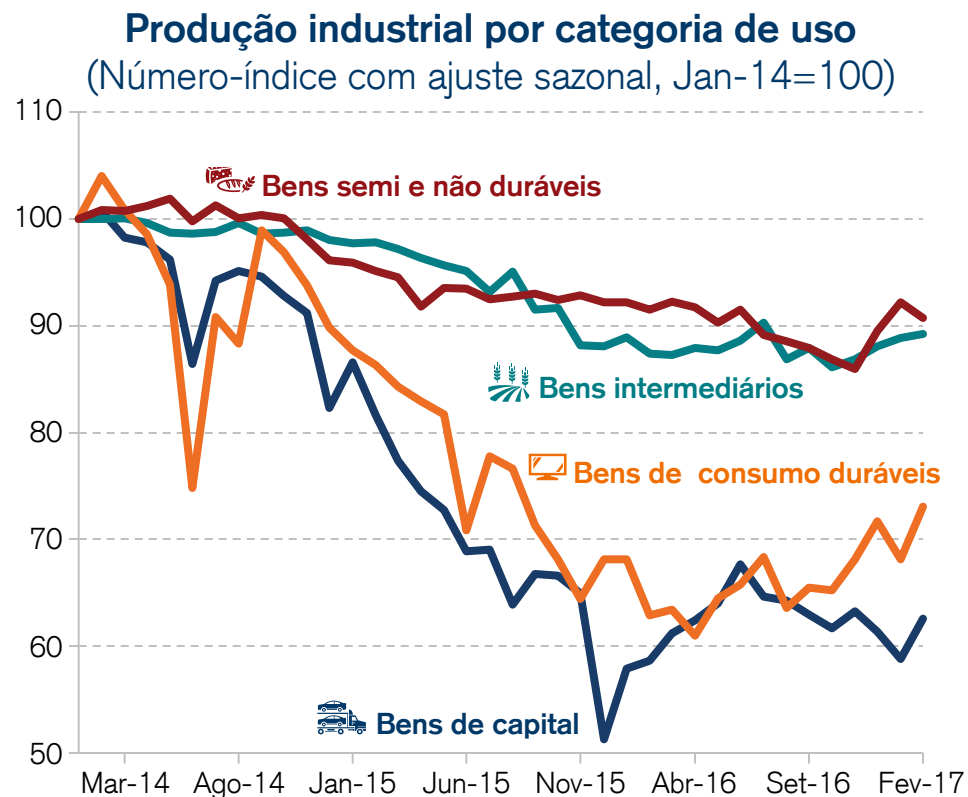
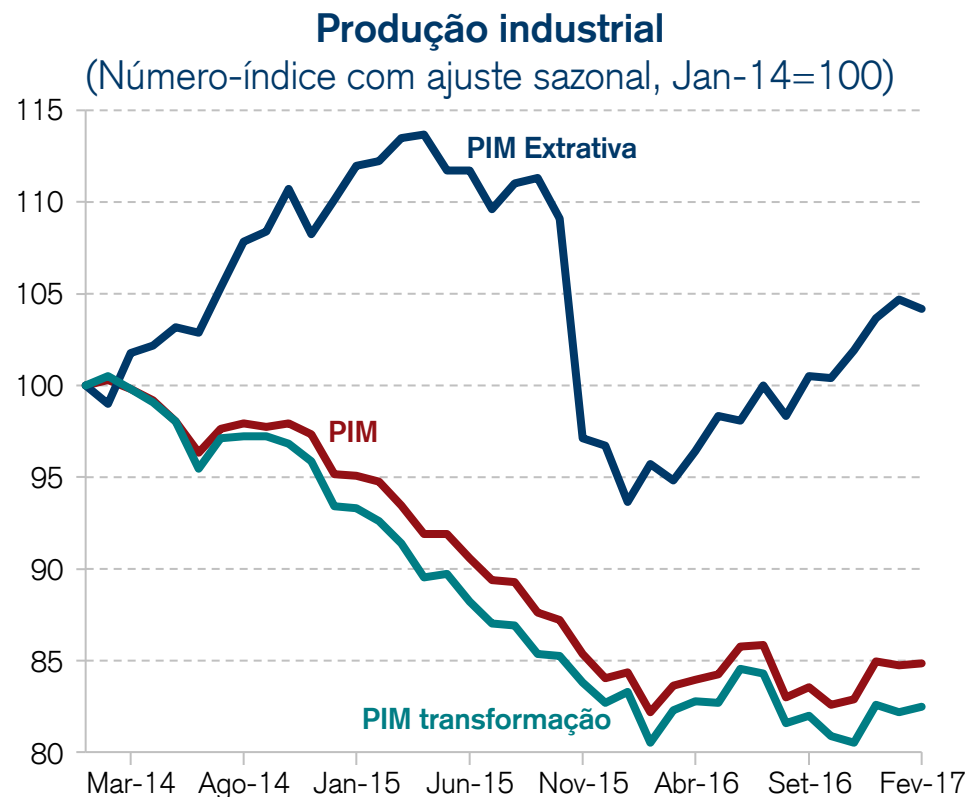


Fonte: FGV, Credit Suisse



# Estabilização da produção industrial nos últimos meses

- Após forte contração entre janeiro de 2014 e fevereiro de 2016, a produção industrial se manteve relativamente estável ao longo dos últimos meses. Essa dinâmica decorre de uma forte aceleração da produção extrativa e uma estabilização da produção na indústria de transformação.
- Na abertura por categoria de uso, houve uma retomada na produção de bens de consumo duráveis nos últimos meses, em decorrência da forte alta na produção de veículos. A produção de bens intermediários aumentou gradualmente desde meados de 2016.

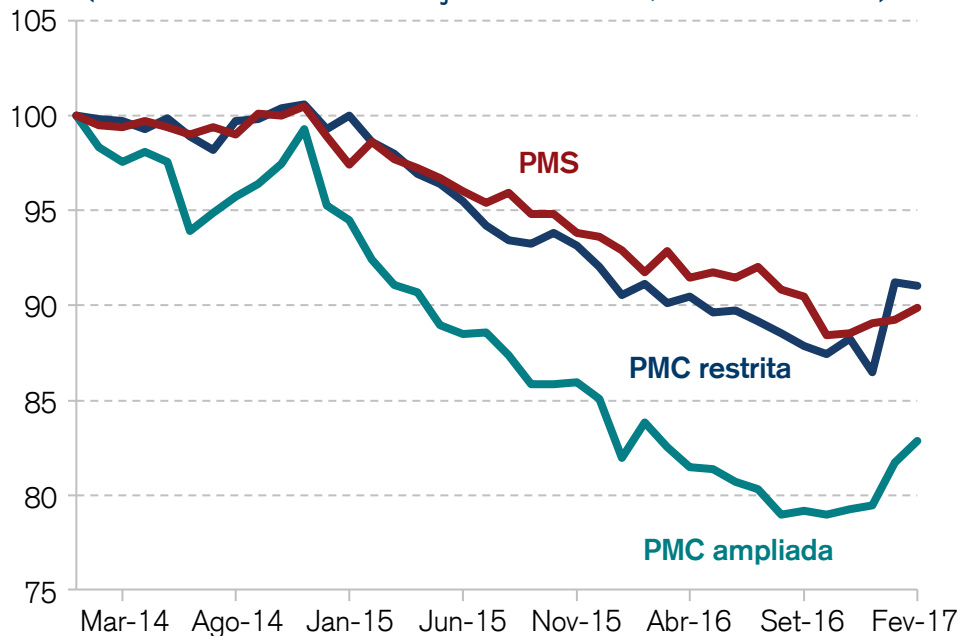


Fonte: IBGE, Credit Suisse

# Indicadores de serviços também apontam recuperação na margem

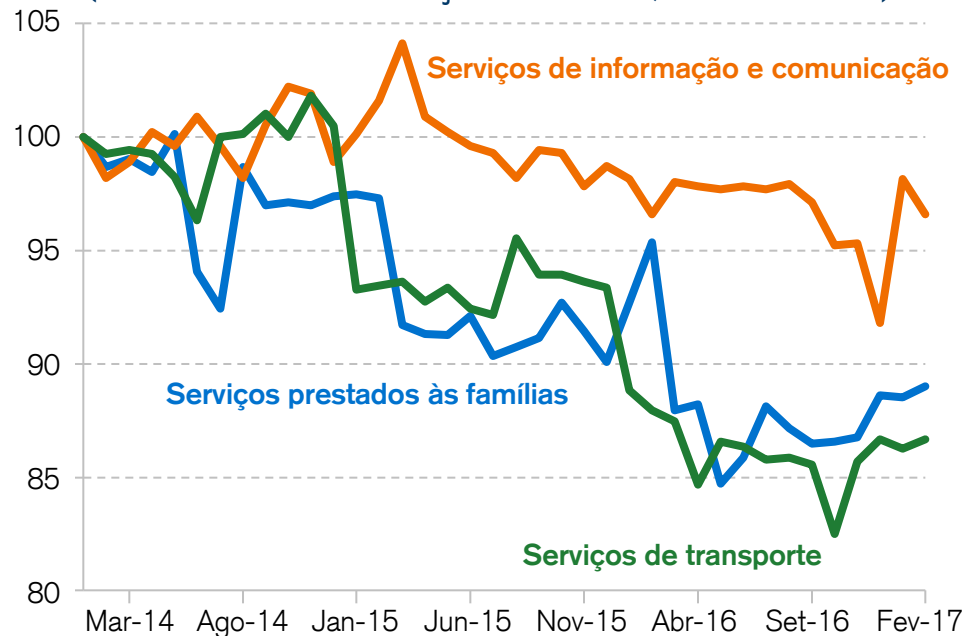
- Os indicadores de atividade econômica para o setor de serviços também apresentaram uma dinâmica mais favorável ao longo dos últimos meses. Parte dessa melhora é explicada pela mudança de metodologia no cálculo do peso amostral das empresas pesquisadas, o que elevou os indicadores de comércio nos meses de janeiro e fevereiro.
- A atividade em alguns serviços medidos pela Pesquisa Mensal de Serviços (e.g., serviços de informação) também foi influenciada pela mudança de metodologia. Essa alteração aumenta a incerteza em relação ao real ritmo de crescimento da economia no 1T17.

**Pesquisas mensais do comércio e de serviços**  
(Número-índice com ajuste sazonal, Jan-14=100)



Fonte: IBGE, Credit Suisse

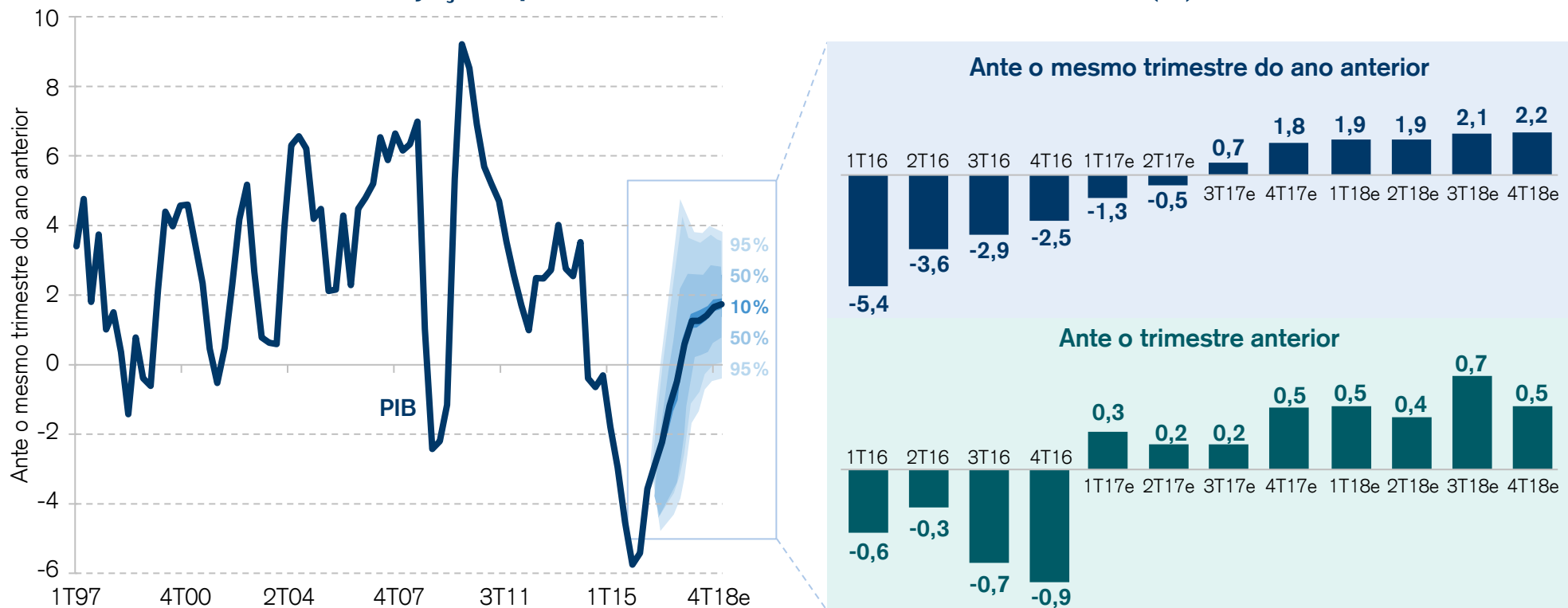
**Pesquisa Mensal de Serviços**  
(Número-índice com ajuste sazonal, Jan-14=100)



# Crescimento do PIB de 0,2% em 2017 e 2,0% em 2018

- O crescimento anual do PIB de 0,2% em 2017 exige que o PIB cresça, na média, 0,31% ao trimestre ante o período anterior em todos os trimestres do próximo ano. Nosso cenário é compatível com um recuo da contração do PIB frente ao mesmo trimestre do ano anterior de -5,4% no 1T16 para -1,3% no 1T17, alcançando uma expansão de 1,8% no 4T17.
- O crescimento anual do PIB de 2,0% em 2018 assume uma expansão média de 0,51% ao trimestre frente ao trimestre anterior em todos os períodos de 2018.

## Projeções para o crescimento do PIB em 2017 e 2018 (%)

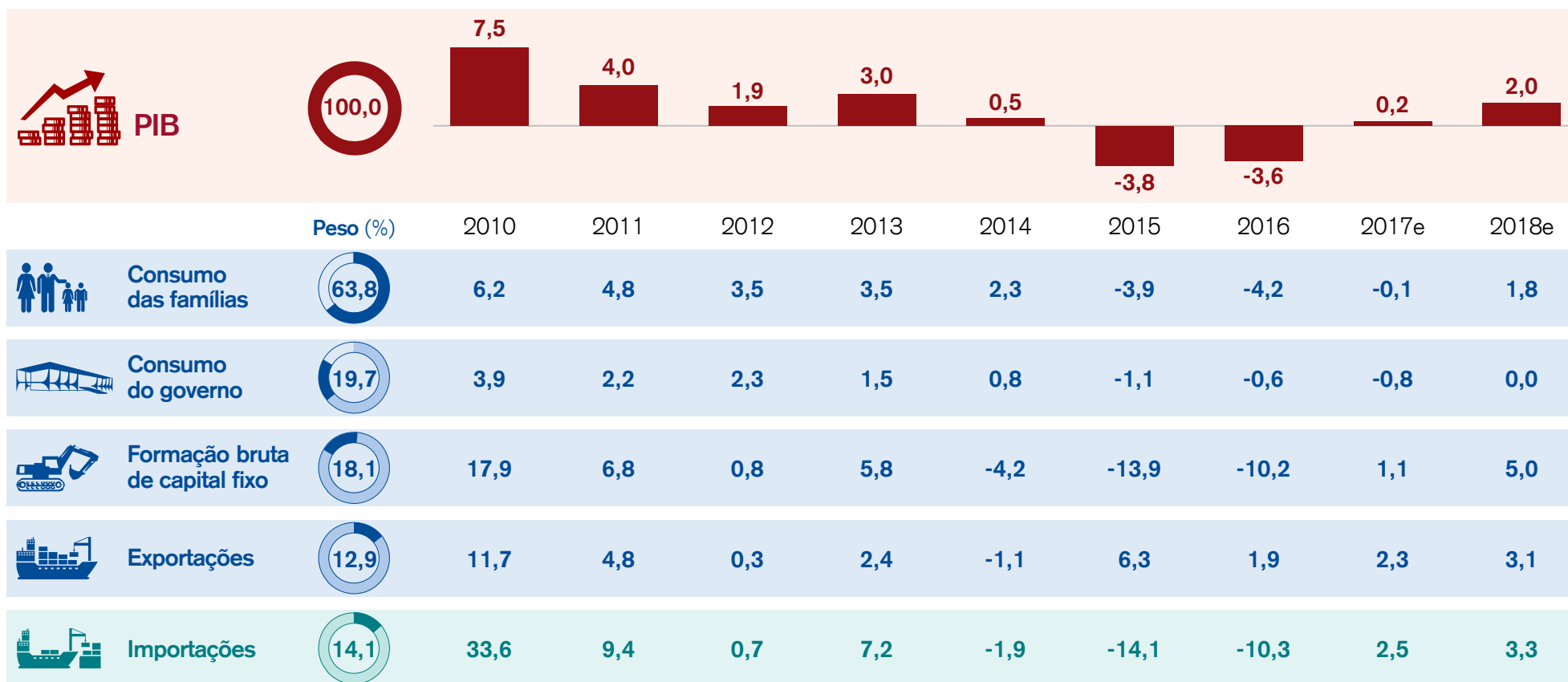


Fonte: IBGE, Credit Suisse

# Consumo das famílias impedirá maior crescimento do PIB em 2017

- As condições ainda desfavoráveis dos mercados de trabalho e de crédito dificultarão uma retomada mais expressiva do consumo das famílias, que diminuirá em 2017. Ao contrário do que ocorreu em recessões anteriores, a participação das exportações será menor em virtude do menor dinamismo da economia global. A política monetária mais expansionista contribui para a aceleração dos investimentos.

## Abertura do crescimento do PIB pela ótica da demanda (% a.a.)

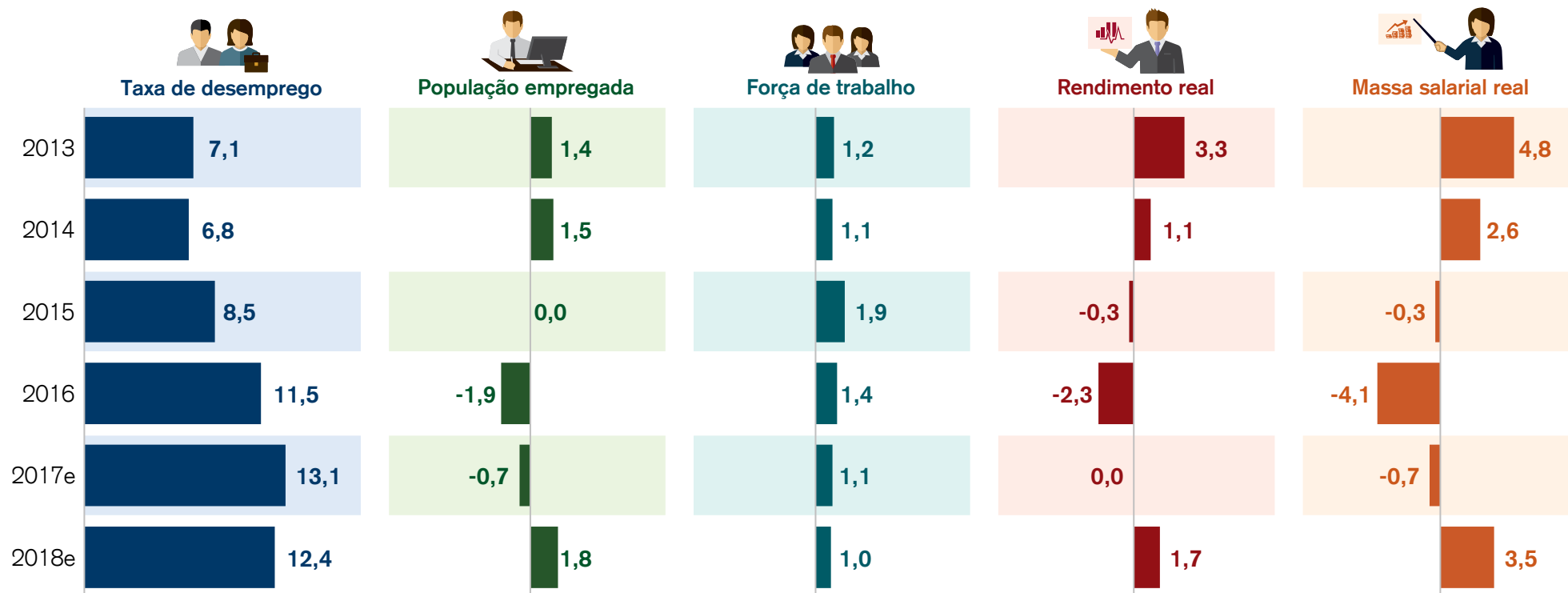


Fonte: IBGE, Credit Suisse

# Taxa de desemprego aumentará para 13,1% em 2017

- As condições do mercado de trabalho continuarão desfavoráveis nos próximos anos. Esperamos que a taxa de desemprego aumente de uma média de 11,5% ao ano em 2016 para 13,1% em 2017, movimento explicado principalmente pelo menor ritmo de geração de empregos formais<sup>1</sup>. Esse cenário é compatível com taxa de desemprego aumentando para perto de 13,5% no 1S17, se mantendo estável no 3T17 e recuando no 4T17.
- O rendimento real se manterá estável, e a massa salarial real diminuirá -0,7% em 2017.

## Projeções para as principais variáveis do mercado de trabalho (% , a.a.)



<sup>1</sup> As projeções para a dinâmica das variáveis do mercado de trabalho são obtidas por meio de um modelo semiestrutural de médio porte. O modelo relaciona os diversos setores da economia (e.g., setor externo, mercado de trabalho, mercado de crédito, economia global, etc.) por meio de suas defasagens.

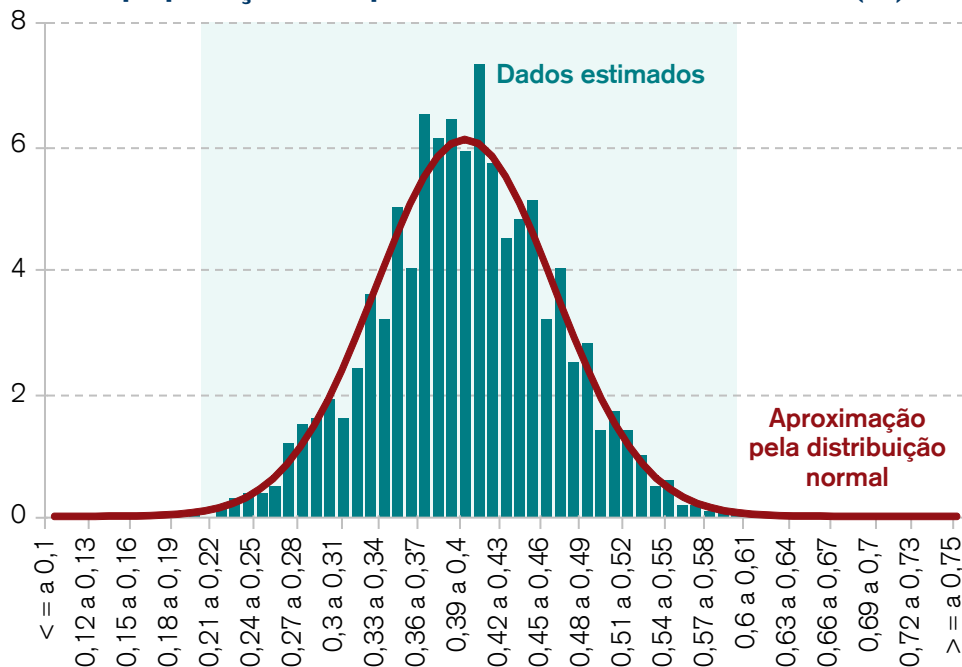
Fonte: IBGE, Credit Suisse



# Taxa de desemprego estável requer alta do PIB próxima a 1,5%

- O PIB precisaria crescer próximo a 1,5% T/T-4 nos próximos trimestres para estabilizar a taxa de desemprego, no cenário em que a expansão da força de trabalho converge para o aumento da população em idade ativa de 1,2% T/T-4 no 3T16, assumindo a distribuição estimada da elasticidade da expansão da população ocupada ao crescimento do PIB com duas defasagens<sup>1</sup>. A expansão do PIB ficaria entre 0,8% e 2,7%, considerando o intervalo de confiança dessas estimativas.
- O crescimento do PIB poderia ser mais próximo a 1,0%, caso o aumento da força de trabalho fosse inferior à expansão da população em idade ativa.

**Distribuição da elasticidade do crescimento da população ocupada ao crescimento do PIB (%)**



**Crescimento do PIB compatível com estabilidade da taxa de desemprego no longo prazo (% T/T-4)**

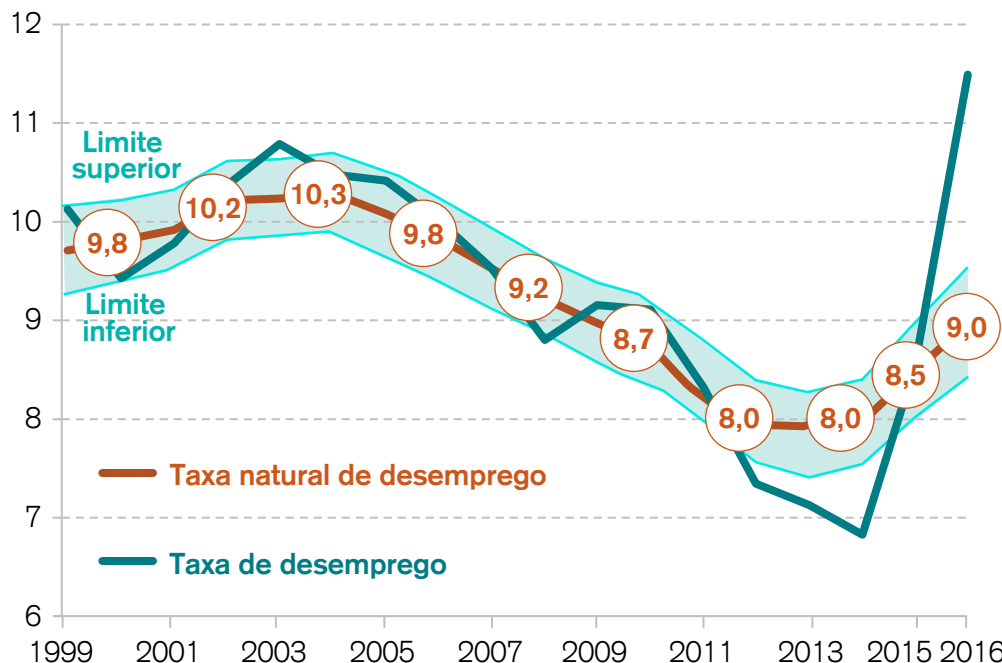
PEA (%)	PIB mínimo	PIB	PIB máximo
2,5	4,1	5,1	6,0
2,0	2,8	3,8	4,7
1,5	1,6	2,5	3,4
<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,7</b>
1,0	0,3	1,2	2,2
0,5	-1,0	0,0	0,9
0,0	-2,3	-1,3	-0,4

<sup>1</sup> A estimação da distribuição da elasticidade do crescimento da população ocupada ao crescimento do PIB foi feita com base em um procedimento conhecido como Bootstrap. Resumidamente, esse procedimento consiste em realizar inúmeras simulações da regressão do crescimento do PIB no aumento da população ocupada de forma a se obter inúmeras estimativas para essa elasticidade. Com isso, é possível determinar o intervalo de confiança da projeção de aumento da população ocupada que seria compatível com um crescimento do PIB específico. Com base nisso, é possível obter o intervalo de crescimento do PIB compatível com determinado nível de crescimento da população ocupada.

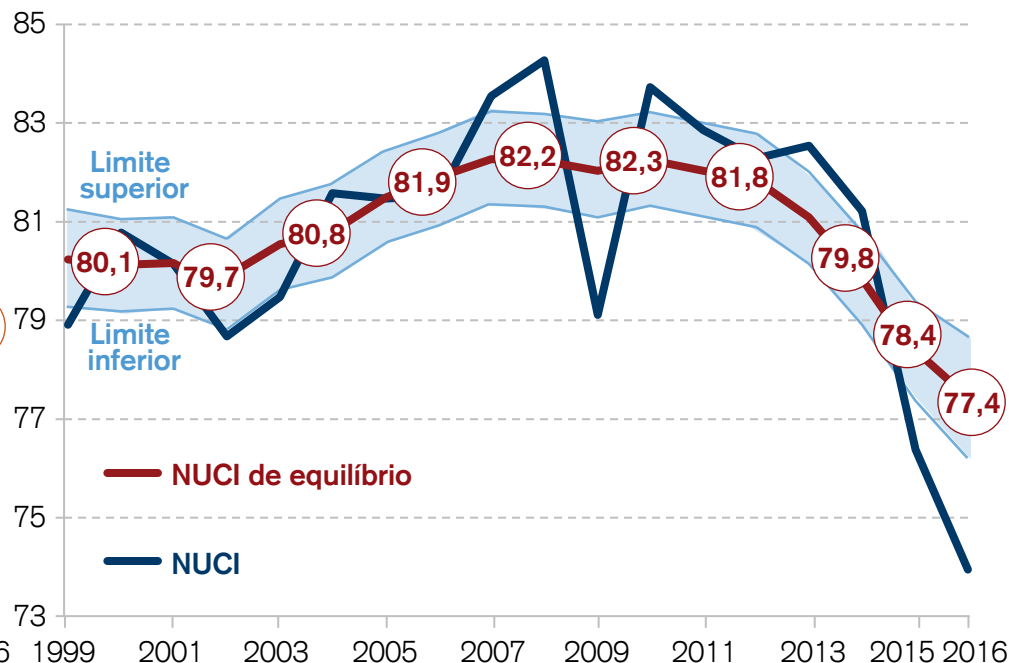
# Taxa natural de desemprego aumentou para 9,0% em 2016

- A expressiva deterioração das condições do mercado de trabalho e a contração dos investimentos em um ambiente de inflação elevada sugerem uma elevação da taxa natural de desemprego no Brasil.
- Utilizando um modelo para a estimação de variáveis não observáveis que considera a relação entre inflação e hiato do produto (diferença entre o PIB observado e o PIB potencial), com o produto potencial sendo função da taxa natural de desemprego e do nível de utilização da capacidade instalada na indústria, estimamos que a taxa natural de desemprego aumentou de 8,0% em 2014 para 8,5% em 2015 e 9,0% em 2016.

**Estimativa para a taxa natural de desemprego<sup>1</sup>**  
(% média do ano)



**Estimativa para o Nível de Utilização da Capacidade da Indústria (NUCI) de equilíbrio (% média do ano)**

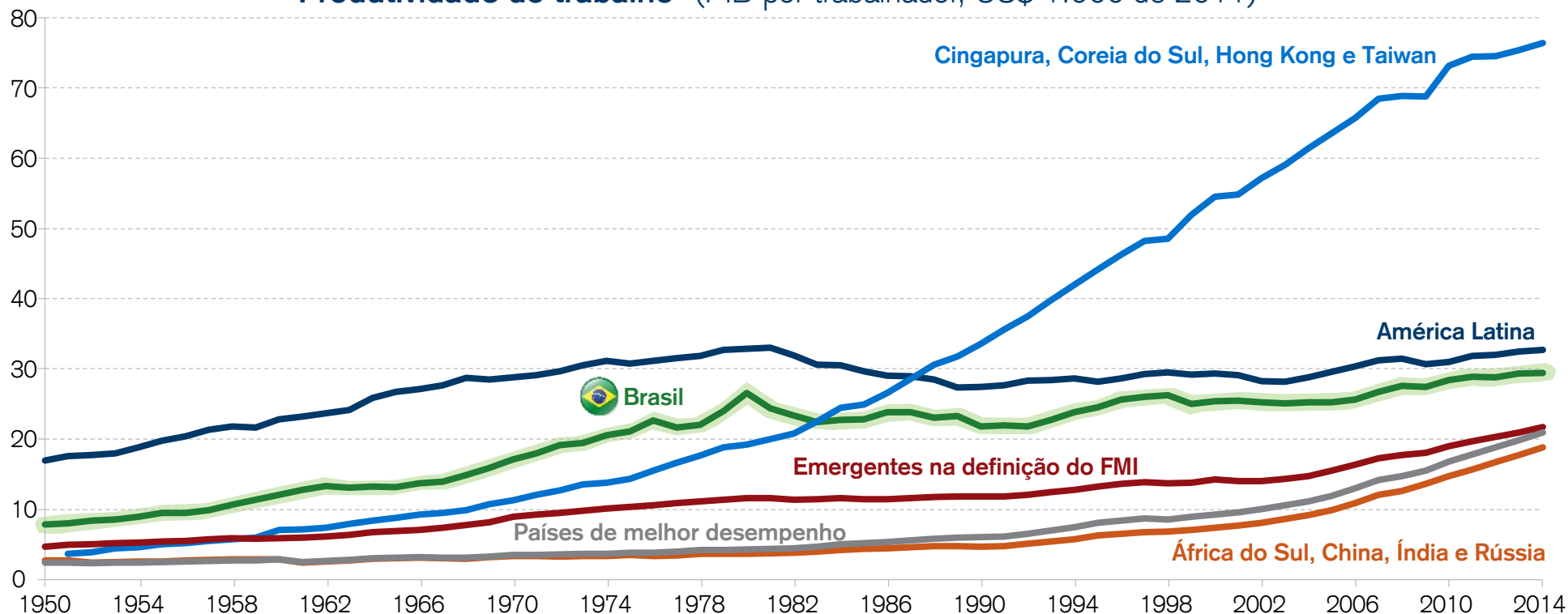


<sup>1</sup> A metodologia utilizada na estimação dessas variáveis seguiu a metodologia proposta em Aerosa, Marta "Combining Hodrick-Prescott filtering with a production function approach to estimate output gap" Working paper series 172 do Banco Central, agosto de 2008.

# Relativa estabilidade da produtividade nas últimas décadas

- A produtividade do trabalho no Brasil permaneceu relativamente estável nas últimas décadas, após forte aumento entre 1950 e 1980. Essa dinâmica mais negativa ocorreu em conjunto com uma expansão significativa da produtividade em outros países emergentes.
- Mantidas as atuais dinâmicas, a produtividade da maioria dos países emergentes relevantes superará a dos trabalhadores brasileiros nos próximos anos.

**Produtividade do trabalho**<sup>1</sup> (PIB por trabalhador, US\$ 1.000 de 2011)



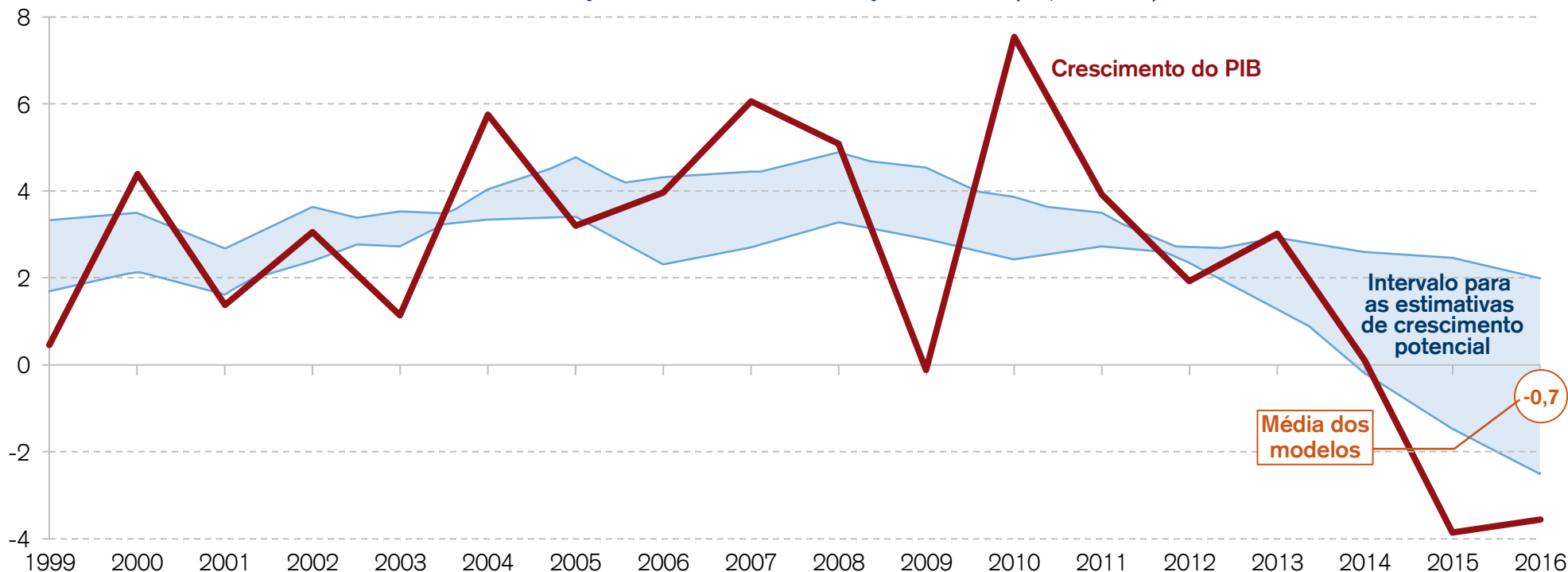
<sup>1</sup> Os seguintes países estão no grupo dos emergentes pela definição do FMI: África do Sul, Argentina, Bulgária, Chile, Colômbia, Filipinas, Hungria, Índia, Indonésia, Malásia, México, Paquistão, Peru, Polônia, Romênia, Tailândia e Turquia. Os 10 países de melhor desempenho são: China, Cingapura, Coreia, Hong Kong, Índia, Indonésia, Irlanda, Sri Lanka, Tailândia e Taiwan.

Fonte: Penn World Table, Credit Suisse

# Estimativas de crescimento potencial diminuíram nos últimos anos

- A forte contração da economia em um ambiente de inflação alta e persistente aumentou a incerteza sobre as estimativas de crescimento do PIB potencial do Brasil nos últimos anos. Alguns modelos apontam crescimento potencial muito baixo. Há outros que sugerem, inclusive, a possibilidade de crescimento potencial negativo, devido a um crescimento negativo da PTF.
- Os modelos de projeção de crescimento potencial do País mais favoráveis sugerem estimativas mais próximas a 2,0% em 2016. Esse resultado é compatível com uma expansão nula da produtividade total dos fatores.

## Estimativas para o crescimento potencial (% , ao ano)



<sup>1</sup> As estimativas de crescimento potencial apresentadas neste slide consideram diferentes funções de produção e diferentes combinações de hipóteses para as variáveis Produtividade Total dos Fatores (PTF), NUCI de equilíbrio e taxa natural de desemprego (NAIRU). No total, calculamos 15 estimativas para o crescimento potencial. Fonte: IBGE, Credit Suisse





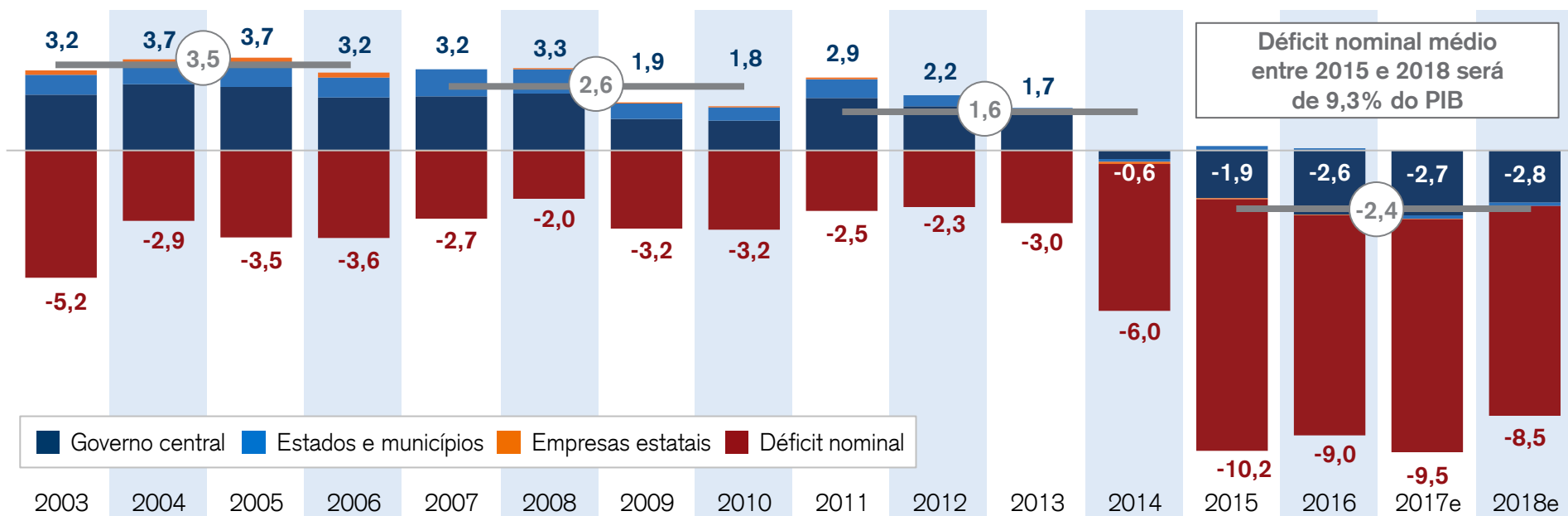
# Política Fiscal



# Déficit nominal superior a -8,5% do PIB em 2017 e 2018

O déficit primário do setor público consolidado aumentará de -2,5% do PIB em 2016 para -2,9% do PIB em 2017 e -2,5% do PIB em 2018. Os ganhos com swaps cambiais contribuíram para reduzir o pagamento de juros em 1,2% do PIB em 2016. Todavia, o pagamento de juros retornará para cerca de 6,7% do PIB em 2017 e 6,0% em 2018, levando o déficit nominal para -9,5% do PIB em 2017 e -8,5% do PIB em 2018.

## Resultado fiscal do setor público consolidado (% do PIB)



■ Governo central ■ Estados e municípios ■ Empresas estatais ■ Déficit nominal

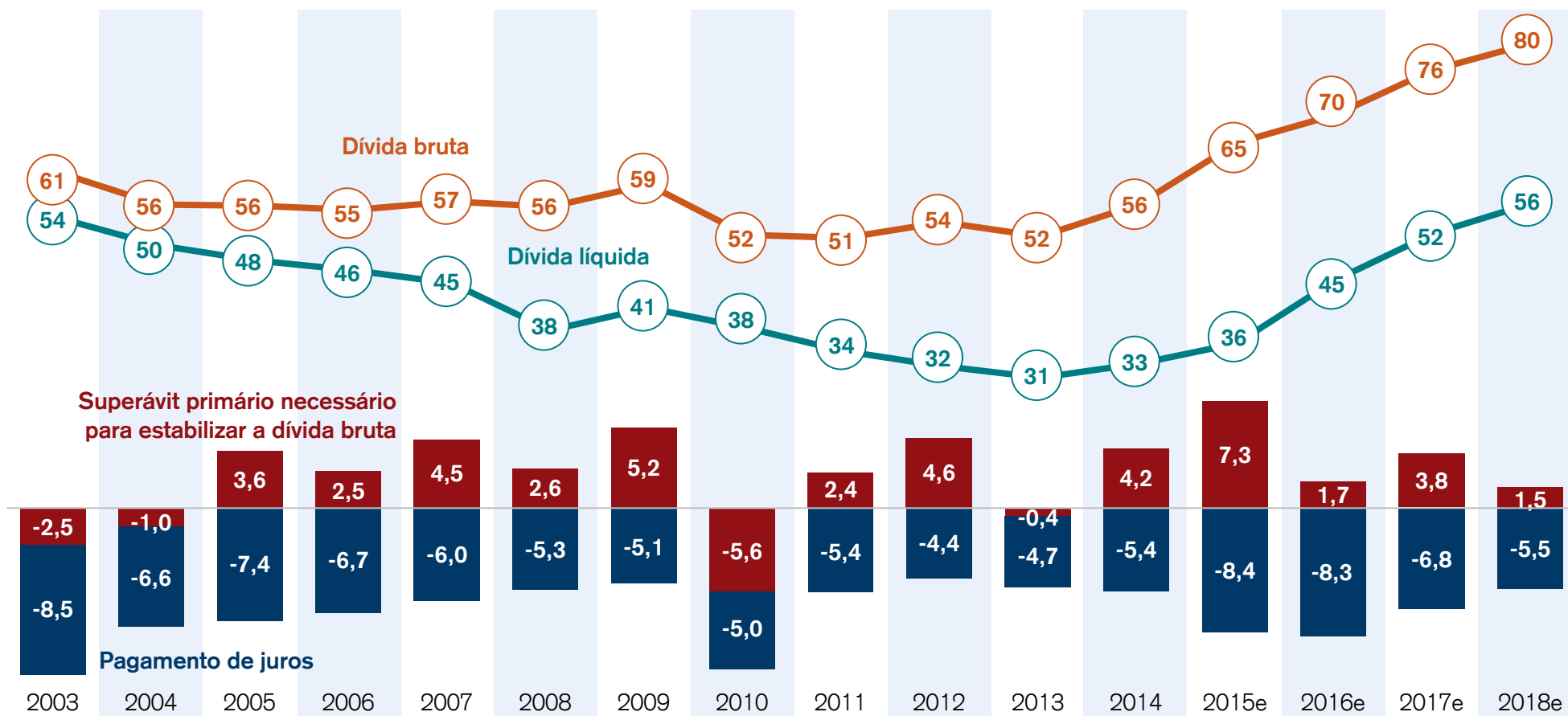
2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017e 2018e

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

# Dívida pública bruta de 80% do PIB em 2018

- A dívida bruta alcançará 76% do PIB em 2017 e 80% do PIB em 2018.
- A deterioração dos resultados fiscais em 2017 e 2018 pode elevar a incerteza sobre a solvência fiscal.

Dívida, juros e superávit necessário para estabilizar a dívida bruta (% do PIB)

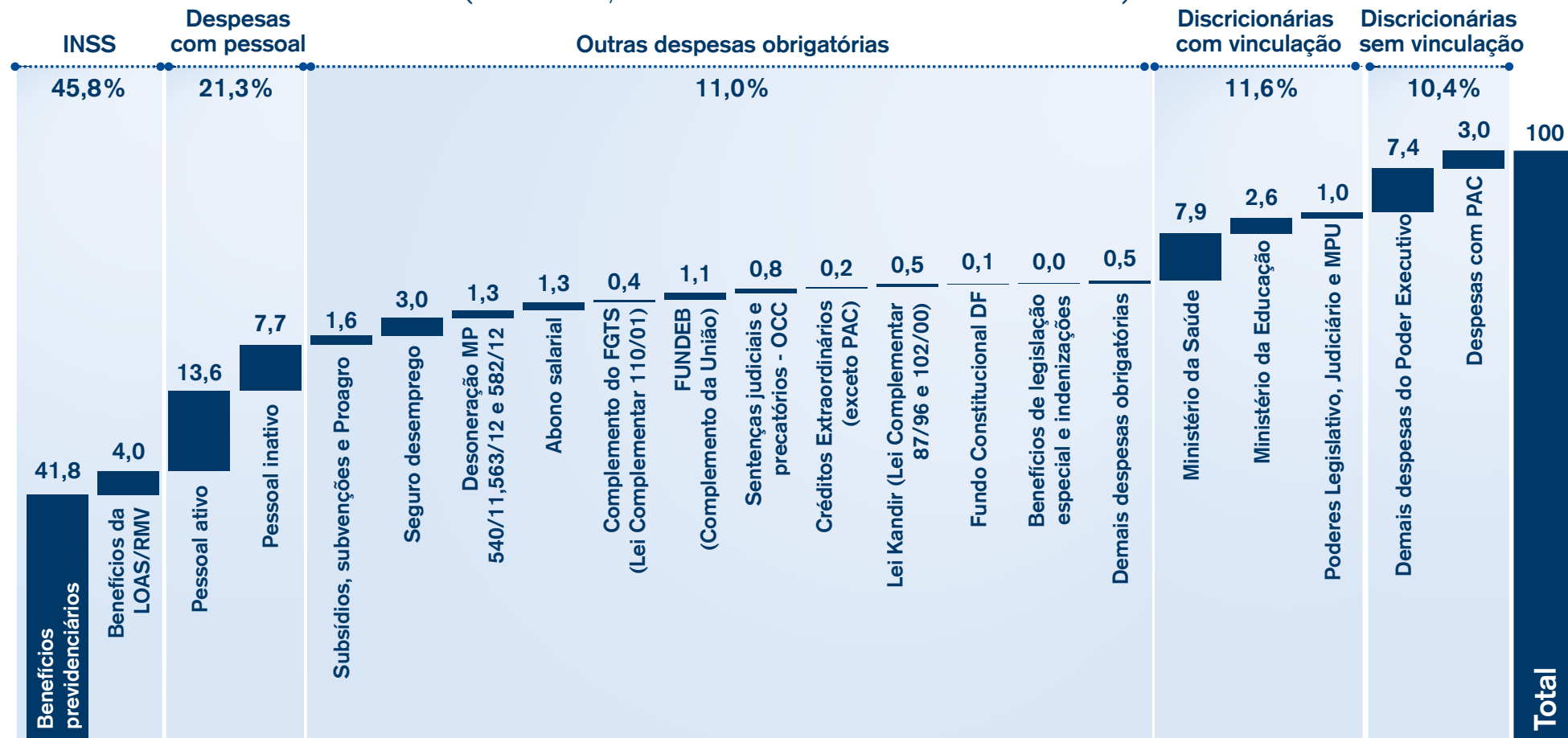


Fonte: Banco Central, Credit Suisse

# Apenas 10% das despesas primárias não são vinculadas

- Os gastos com benefícios previdenciários, com pessoal, outras despesas obrigatórias e despesas discricionárias com saúde, educação e relativas a outros poderes, representam cerca de 90% do total.

**Composição das despesas primárias**  
(% do total, acumulado em 12 meses até fevereiro)

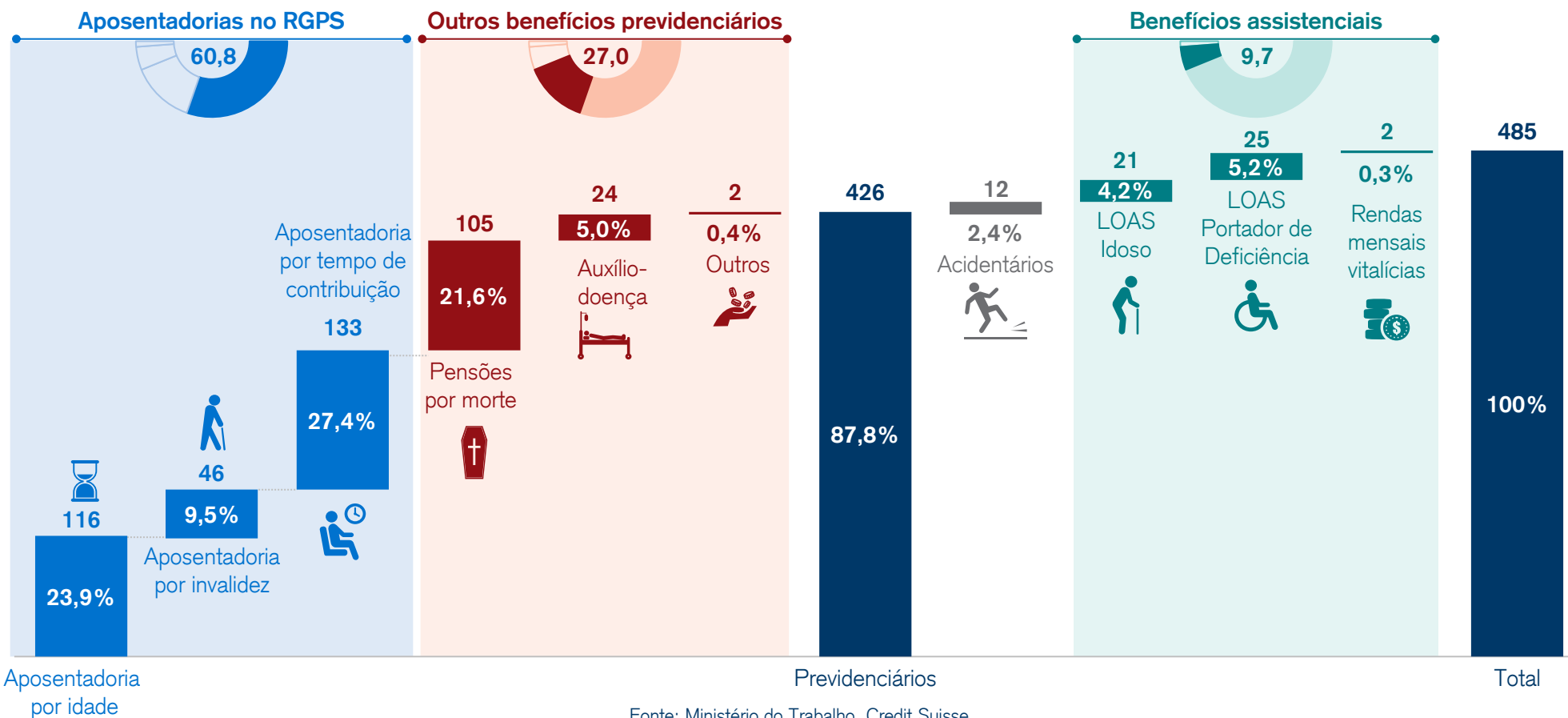


Fonte: Tesouro Nacional, Credit Suisse

# Aposentadorias representam 61% das despesas do INSS

- Os gastos com aposentados e pensões por morte representam a maior parte das despesas da Previdência Social. Uma reforma da Previdência Social apropriada reduzirá os custos dos benefícios com maior peso nos gastos totais, como aposentadorias, pensões por morte, auxílio-doença e amparos assistenciais a idosos e a portadores de deficiência física (LOAS).

Composição dos gastos com benefícios previdenciários (R\$ bilhões, % do total)

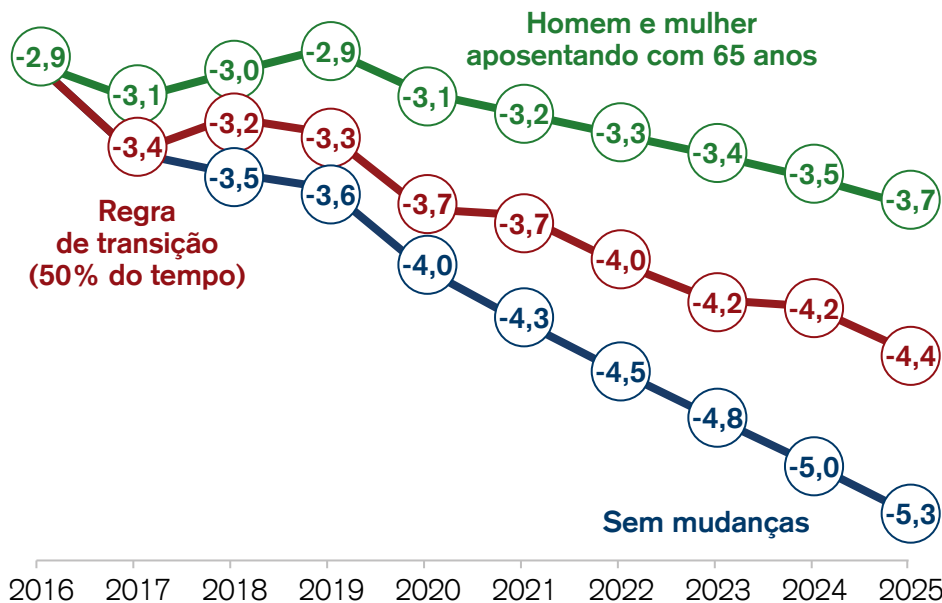


Fonte: Ministério do Trabalho, Credit Suisse

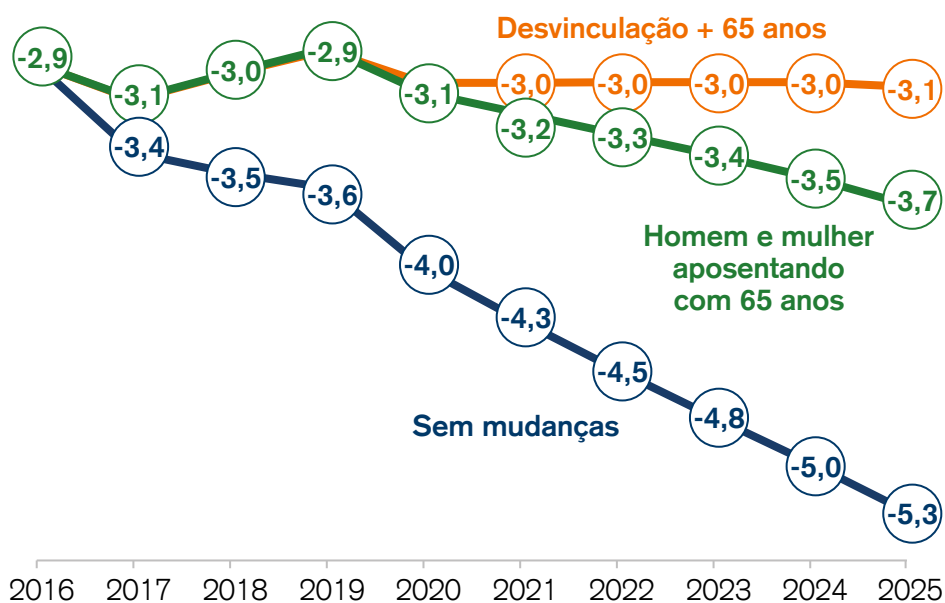
# Estabilidade do déficit da Previdência exige desvinculação do SM

- Simulamos trajetórias para o déficit da Previdência Social com base em diferentes mudanças na legislação.
  - ⇒ Cenário de idade mínima para aposentadoria de 65 anos para homens e mulheres, tanto para trabalhadores rurais quanto urbanos: déficit da Previdência Social alcança 3,7% do PIB em 2025. Quando se adiciona uma regra de transição para que aumente em 50% o tempo necessário até a aposentadoria para os trabalhadores com mais de 50 anos, o déficit da Previdência Social aumenta para 4,4% do PIB em 2025.
  - ⇒ Cenário de idade mínima de 65 anos para todos os participantes e desvinculação dos benefícios do salário mínimo: déficit da Previdência Social permanece em torno de 3,0% do PIB a partir de 2017.

## Déficit da Previdência Social sem desvinculação dos benefícios do salário mínimo (% do PIB)



## Déficit da Previdência Social com desvinculação dos benefícios do salário mínimo (% do PIB)



Fonte: Ministério do Trabalho, Credit Suisse

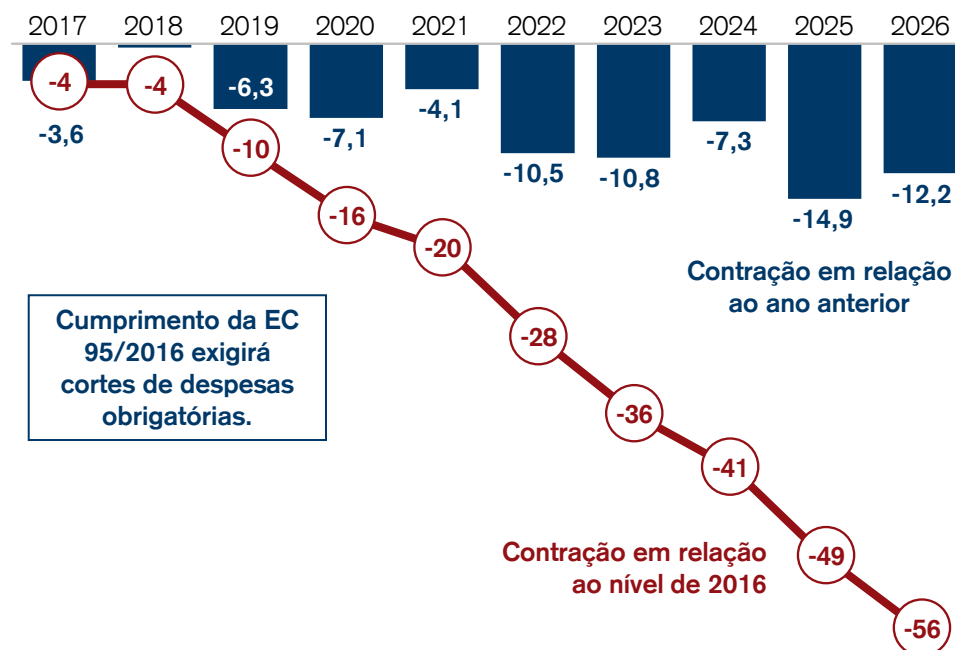
# Cumprimento da EC 95 requer reforma da Previdência mais rígida

- O cumprimento da EC 95/2016 requer, necessariamente, a flexibilização de grande parte das despesas obrigatórias, além de uma reforma da Previdência Social bastante abrangente.
- Mesmo em um cenário em que uma reforma da Previdência Social estabeleça idade mínima de 65 anos para todos os trabalhadores, o limite de crescimento de gastos estabelecidos pela EC 95/2016 em 2026 só seria cumprido se as demais despesas obrigatórias, exceto com pessoal inativo, e discricionárias, exceto com saúde e educação, fossem reduzidas em 56%, em relação ao seu nível de 2016.

## Hipóteses para o crescimento das despesas primárias

Gastos	Peso (%)	Hipóteses para crescimento
<b>Benefícios previdenciários</b>	<b>51</b>	
RGPS	40	Assumimos implementação de idade mínima de 65 anos para todos os trabalhadores, rurais e urbanos, homens e mulheres. Além disso, assumimos uma regra de transição para contribuintes com mais de 50 anos na data de implementação da reforma.
LOAS	4	
RPPS	7	7,0% em 2017, 5,0% em 2018, e inflação IPCA a partir de 2019
<b>Saúde</b>	<b>8</b>	Crescimento dos gastos com saúde e educação segue o estabelecido pela EC 95/2016: 7,2% em 2017 e inflação IPCA acumulada em 12 meses em junho do ano anterior, a partir de 2018.
<b>Educação</b>	<b>7</b>	
<b>Seguro-desemprego e abono salarial</b>	<b>5</b>	Flexíveis
<b>Demais obrigatórios</b>	<b>10</b>	
<b>Pessoal ativo ex-saúde e educação</b>	<b>9</b>	Flexíveis
<b>Demais discricionários</b>	<b>10</b>	Flexíveis

## Redução anual necessária de todas as despesas, exceto saúde, educação e pessoal inativo, assumindo aprovação de ampla reforma da Previdência Social (%)



Fonte: Secretaria do Orçamento Federal, Credit Suisse



# Estabilidade da dívida bruta exige forte recuperação da atividade

- Mesmo assumindo que as despesas permaneçam estáveis em termos reais nos próximos anos, de acordo com a EC 95/2016, o resultado primário só seria positivo antes de 2020 se o crescimento médio do PIB fosse superior a 2,5% a partir de 2017. A estabilização da dívida pública bruta ainda nesta década, em um cenário de expansão do PIB próxima ao crescimento potencial, exige ainda a aprovação de medidas fiscais adicionais que elevem as receitas federais.

## Simulações para o superávit primário do governo central<sup>1</sup> (% do PIB)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
0,0	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9
0,5	-2,8	-2,6	-2,4	-2,3	-2,1	-2,0	-1,8	-1,7	-1,5
1,0	-2,6	-2,3	-2,0	-1,7	-1,4	-1,1	-0,8	-0,5	-0,3
1,5	-2,5	-2,0	-1,6	-1,1	-0,7	-0,3	0,2	0,6	1,0
2,0	-2,3	-1,7	-1,1	-0,6	0,0	0,6	1,1	1,7	2,2
2,5	-2,2	-1,4	-0,7	0,0	0,7	1,4	2,1	2,7	3,4
3,0	-2,0	-1,1	-0,3	0,5	1,4	2,2	3,0	3,8	4,6
3,5	-1,9	-0,9	0,1	1,1	2,0	3,0	3,9	4,8	5,7
4,0	-1,8	-0,6	0,5	1,6	2,7	3,7	4,8	5,8	6,8

## Simulações para a dívida bruta<sup>1</sup> (% do PIB)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
0,0	78	85	92	100	108	116	125	135	145
0,5	78	84	90	96	103	110	117	124	131
1,0	77	83	88	93	98	103	108	113	118
1,5	77	81	86	90	93	97	100	103	105
2,0	76	80	83	86	89	90	92	93	93
2,5	76	79	81	83	84	85	84	83	82
3,0	75	77	79	80	80	79	77	74	71
3,5	75	76	77	77	76	73	70	66	60
4,0	74	75	75	74	71	68	63	57	50

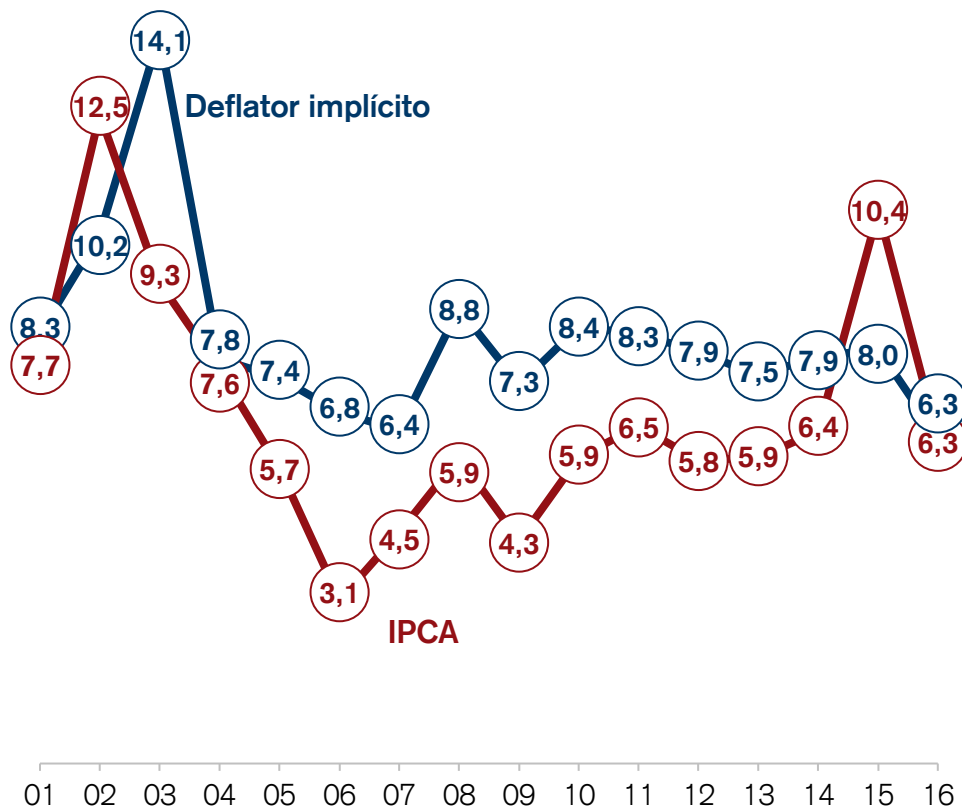
<sup>1</sup> Nas simulações, consideramos taxa de 4,5% a partir de 2019.

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

# Deflator do PIB acima da inflação reduziria nível da dívida bruta

- O deflator implícito do PIB foi 1,5% superior, em média, a inflação IPCA nos últimos dez anos. Apesar de não se ter elementos robustos para a permanência dessa dinâmica nos próximos anos, a assunção de tal hipótese levaria a uma estabilização da dívida em patamares mais baixos. No entanto, o período necessário até a sua estabilização permaneceria praticamente inalterado.

Inflação IPCA e deflator implícito do PIB (%)



Simulações para a dívida bruta com deflator implícito do PIB 1,5% acima da inflação<sup>1</sup> (% do PIB)

Crescimento do PIB	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
0,0%	77	83	88	94	100	106	113	120	127
0,5%	77	81	86	91	96	100	105	110	115
1,0%	76	80	84	87	91	94	97	100	103
1,5%	76	79	82	84	87	88	90	91	92
2,0%	75	78	80	81	82	83	83	82	82
2,5%	75	76	78	78	78	77	76	74	71
3,0%	74	75	76	75	74	72	69	66	62
3,5%	73	74	74	72	70	67	63	58	53
4,0%	73	73	72	69	66	62	57	51	44

<sup>1</sup> Nas simulações, consideramos taxa de 4,5% a partir de 2019.

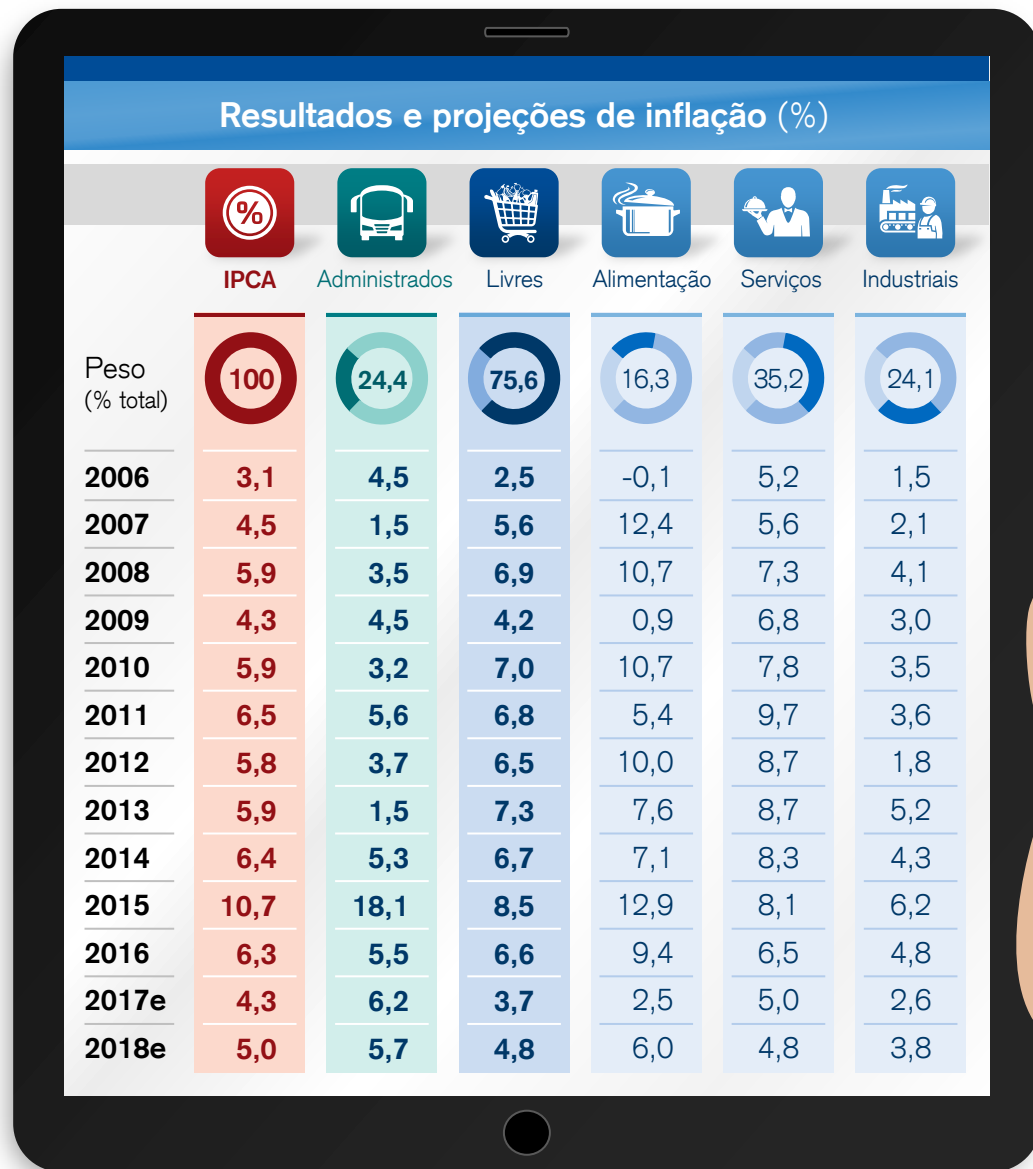
Fonte: Banco Central, Credit Suisse



# Inflação

# Inflação IPCA de 4,3% em 2017 e 5,0% em 2018

- A diminuição da inflação IPCA em 2017 será função da menor inflação de preços livres. Esse movimento será explicado, em parte, por:
  - ⇒ redução da inflação de alimentos em função da maior safra de alguns produtos;
  - ⇒ deterioração adicional das condições do mercado de trabalho;
  - ⇒ efeito defasado da apreciação cambial sobre os preços dos bens industriais.
- O aumento da inflação ao consumidor em 2018 será explicado por:
  - ⇒ depreciação cambial;
  - ⇒ taxa de juros real abaixo da taxa de juros real neutra;
  - ⇒ maior inflação de alimentos.

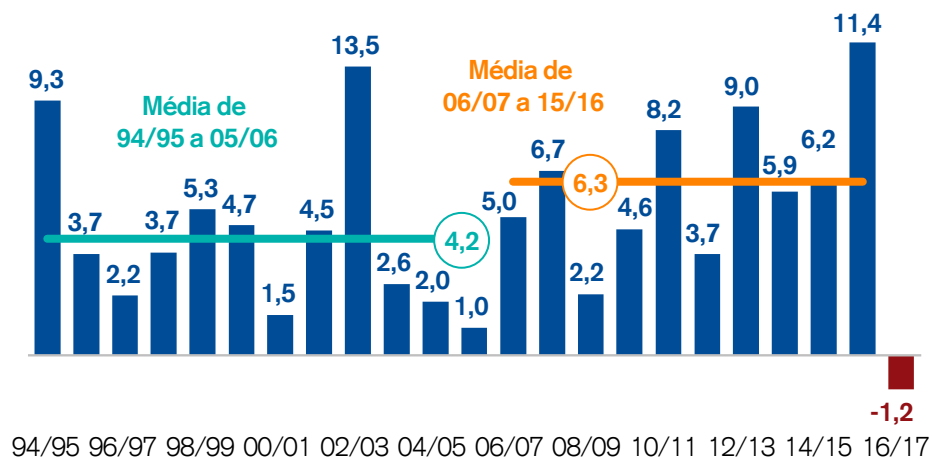


Fonte: IBGE, Credit Suisse

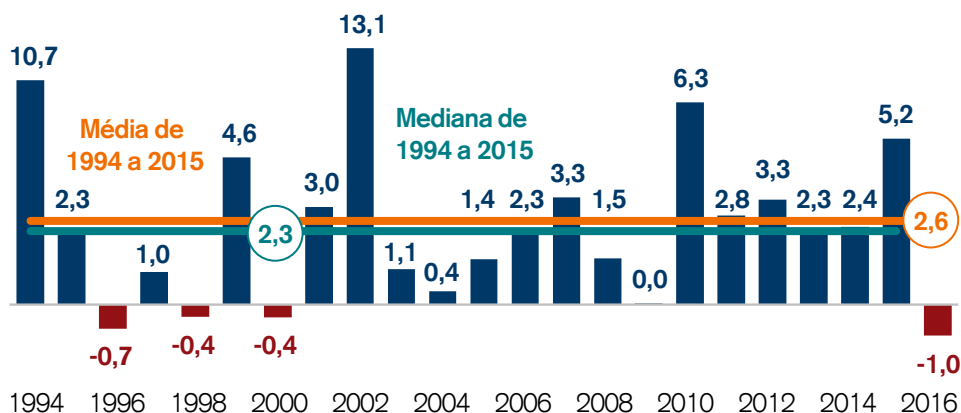
# Inflação de alimentos no 4T16-1T17 foi a menor da série histórica

- A inflação de alimentação no domicílio no 4T16 foi a menor da série histórica iniciada em 1991. Os alimentos apresentaram deflação em todos os meses do trimestre (inédito para o período). A baixa base de comparação de alimentos será o principal determinante da aceleração do IPCA no 4T17.
- A inflação de alimentos no acumulado entre o 4T e o 1T também será a menor da série histórica para o período, muito inferior aos 11,4% do ano anterior. Parte da deflação reflete a reversão do movimento de aceleração dos preços dos alimentos nos trimestres anteriores.

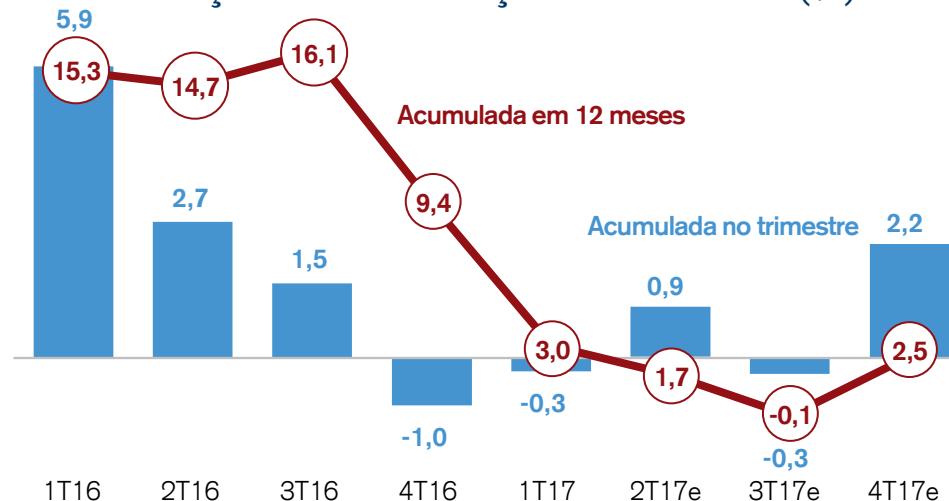
## Inflação de alimentação no domicílio no acumulado do 4T ao 1T do ano seguinte (%)



## Inflação de alimentação no domicílio no 4T (%)



## Inflação de alimentação no domicílio (%)

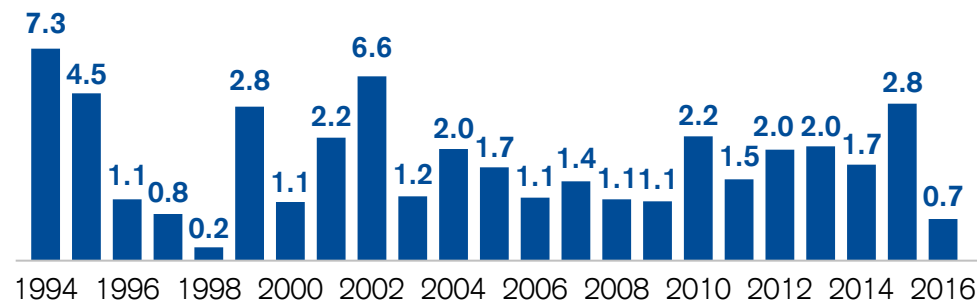


<sup>1</sup> Para mais detalhes sobre essa medida de núcleo, consulte o boxe "Inflação no setor de serviços", do Relatório de Inflação de 2016.

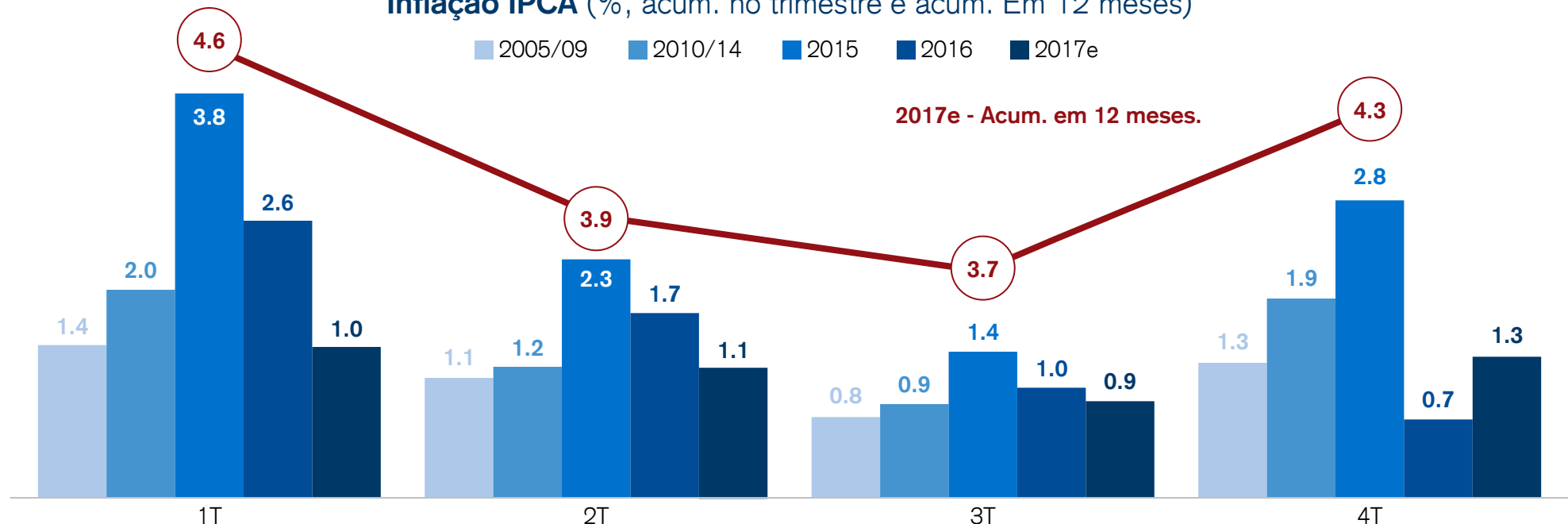
# Inflação IPCA abaixo do centro da meta já no início do 2T17

- A inflação IPCA no 4T16 foi a menor para o período desde 1998. Essa reduzida base de comparação contribuirá para aumentar a inflação acumulada em 12 meses no 4T17.
- A menor inflação IPCA no 4T16 quando comparada à dos anos anteriores decorreu, principalmente, da menor inflação de alimentos no período.

Inflação IPCA do 4T (%)



Inflação IPCA (% , acum. no trimestre e acum. Em 12 meses)



<sup>1</sup> Para mais detalhes sobre essa medida de núcleo, consulte o boxe "Inflação no setor de serviços", do Relatório de Inflação de 2016.

Fonte: IBGE, Credit Suisse

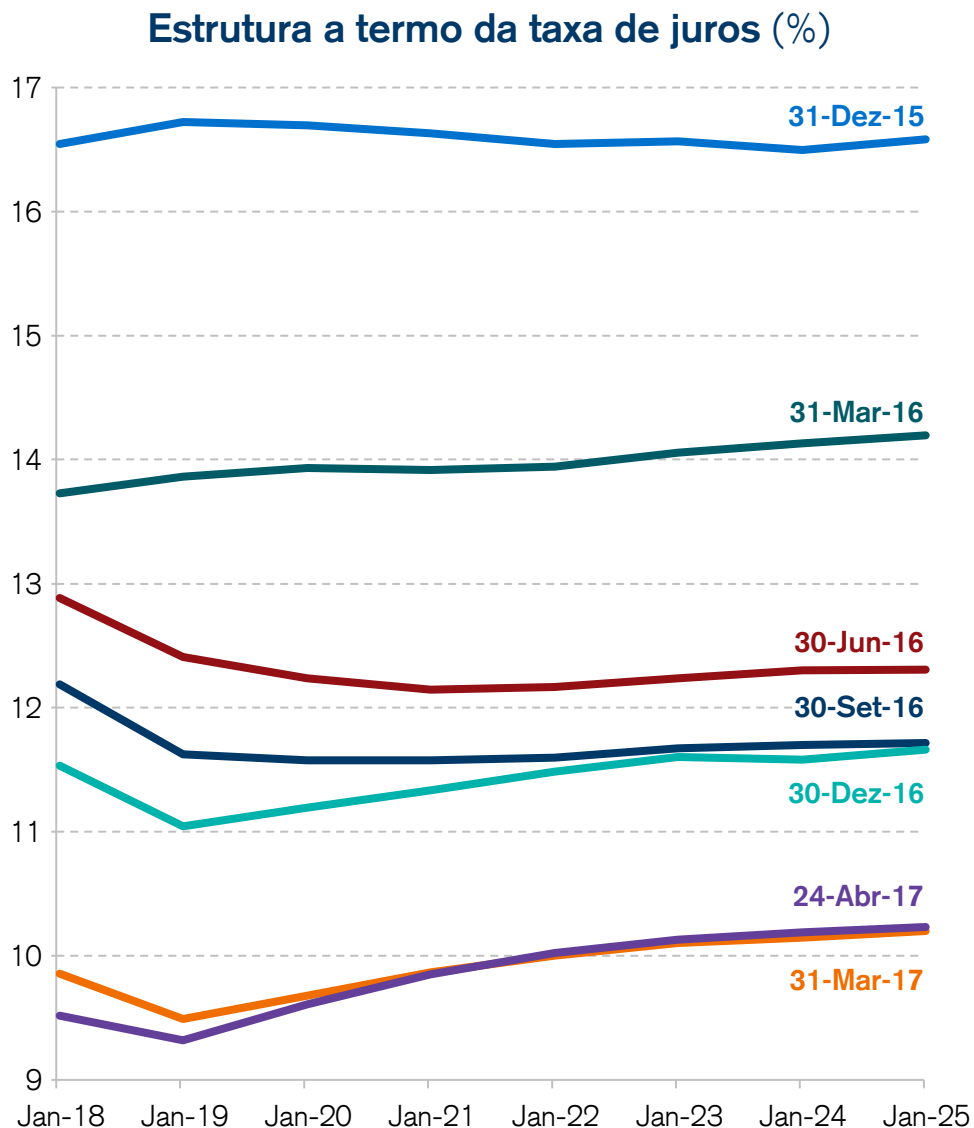




# Política Monetária

# Taxa Selic de 8,25% no fim de 2017 e de 9,00% no fim de 2018

- Nosso cenário assume redução da taxa Selic de 13,75% a.a. em 2016 para 8,25% a.a. em 2017 e estabilidade nesse patamar até o último trimestre de 2018, quando esperamos aumentos de 25bp e 50bp na taxa respectivamente, elevando-a para 9,00%.
- A avaliação presente nos últimos documentos do Comitê de Política Monetária (Copom) sobre o balanço de riscos para a inflação de 2017 e 2018 e a dinâmica favorável da inflação nos últimos meses justifica nossa expectativa de corte de juros na maioria das reuniões do Copom deste ano.
- A estabilidade dos juros pela maior parte do ano de 2018 está associada ao cenário de interrupção do declínio da inflação no 3T17, com elevação nos trimestres seguintes.
- Assumimos um afrouxamento monetário adicional de 300pb em 2017, próximo ao valor apreçado na curva de juros de 24 de abril.

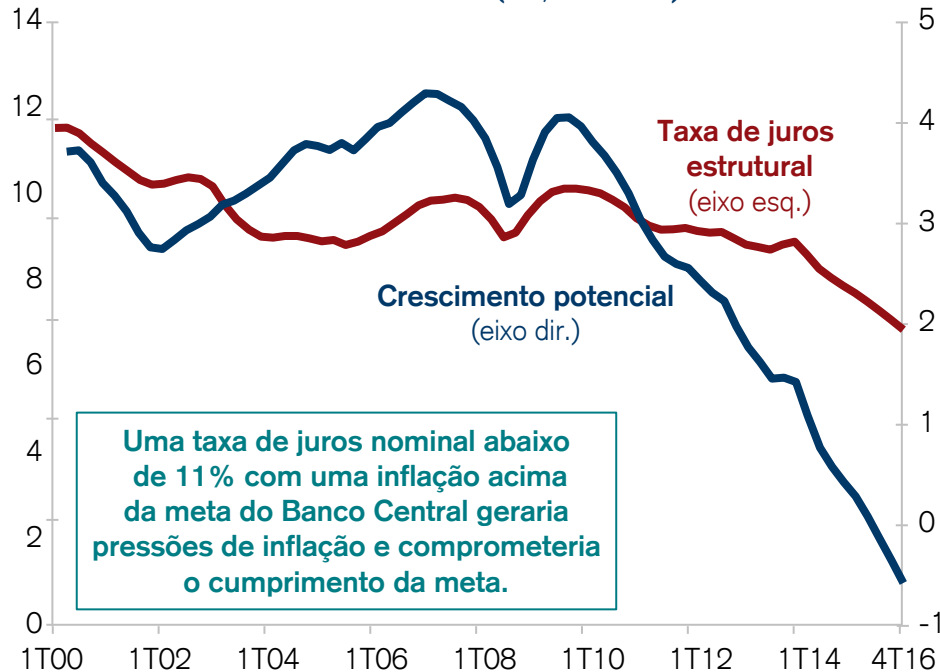


Fonte: BMF&Bovespa, Credit Suisse

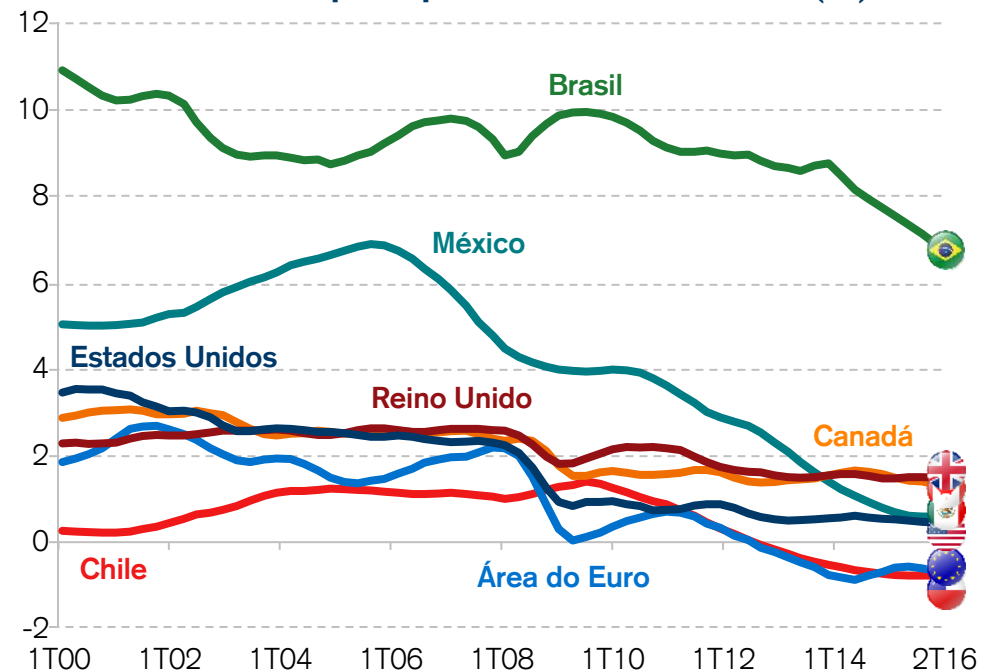
# Taxa de juros estrutural no Brasil era de 6,9% no fim de 2016

- O modelo de taxa de juros de médio porte estima que o crescimento potencial do Brasil aumentou entre 2000 e 2007. A partir da crise financeira (2007 e 2008), esse crescimento potencial tem diminuído, alcançando cerca de 0% no 2S16. Por outro lado, a taxa natural de juros permaneceu praticamente estável entre 2002 e 2009, a partir de quando passou a declinar gradualmente, alcançando 8,7% no 2S14 e 6,9% no 2S16.
- O modelo sugere que, mesmo com uma intensa recessão, há pouco espaço para uma forte redução da taxa Selic sem que a inflação seja pressionada.

## Crescimento potencial e taxa de juros estrutural no Brasil<sup>1</sup> (% , ao ano)



## Estimativa para a trajetória da taxa de juros estrutural para países selecionados<sup>1</sup> (%)



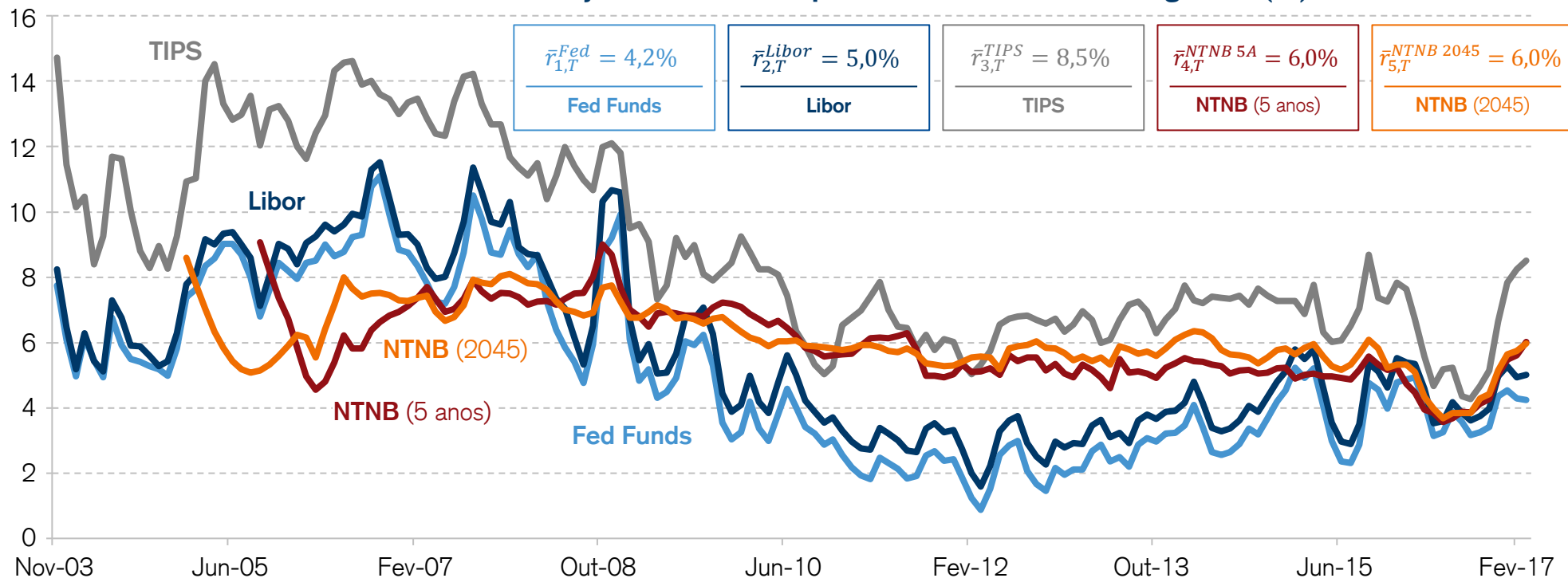
<sup>1</sup> Holston, K., Laubach, M. e Williams (2016) "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants", WP 2016-11, Agosto, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Fonte: K. Holston, Laubach, M. e Williams (2016), Credit Suisse.

# Oito das onze estimativas de juros estruturais superiores a 6,0%

- Empregamos outro filtro estatístico a fim de analisar a robustez das estimativas anteriores e reduzir a dependência das estimativas ao método empregado.<sup>1</sup> As estimativas permanecem elevadas: valores variaram entre 4,2% e 8,5%, com mediana de 6,0%.
- Apesar da alta dispersão das estimativas, os valores encontrados são bastantes superiores aos valores comumente utilizados no mercado: das 11 estimativas apresentadas, oito e dez eram superiores a 6,0% e 5,0%, respectivamente. Concluimos que a taxa estrutural da economia é superior 6,0%.

**Estimativa da taxa de juros estrutural pelo filtro Christiano-Fitzgerald (%)**



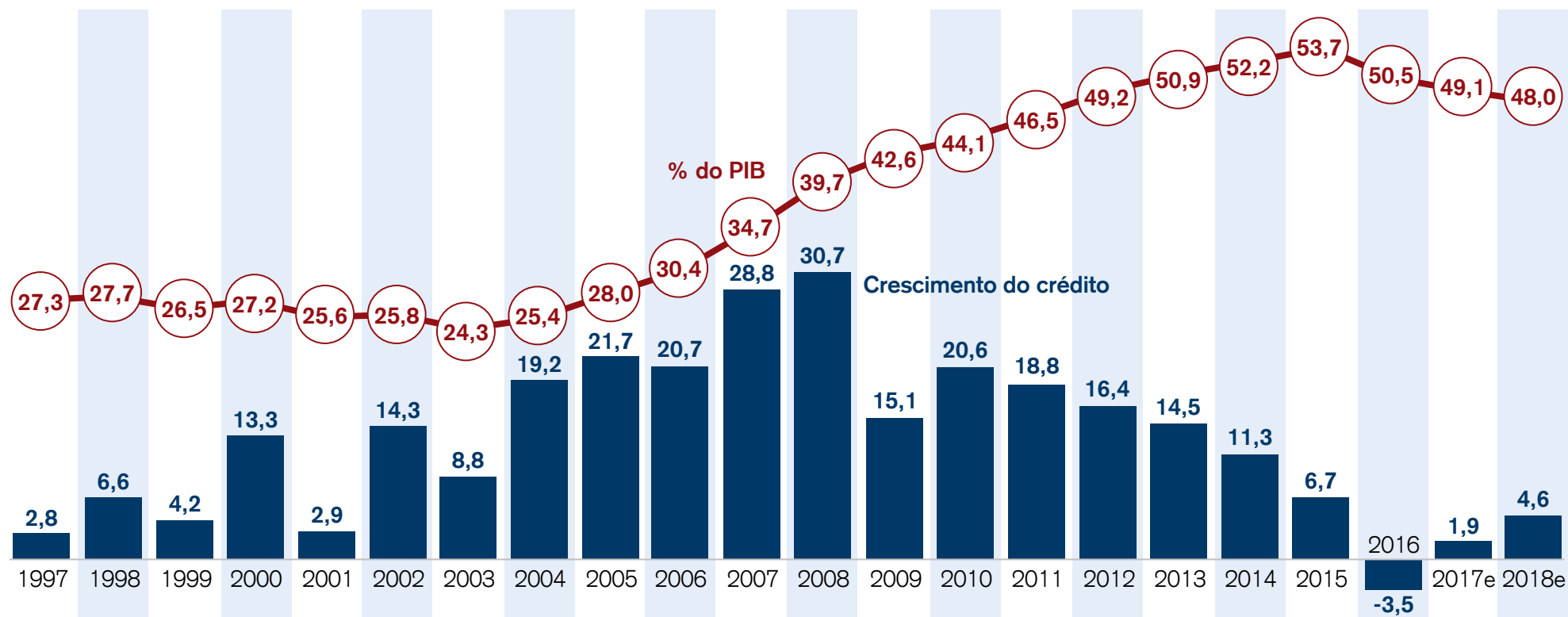
<sup>1</sup> Christiano, Lawrence e Terry Fitzgerald, 2003: "The Band Pass Filter", International Economic Review, Vol 44, n. 2, 435-465.

Fonte: Banco Central, FRED, Credit Suisse.

# Crédito como proporção do PIB recuará mais em 2017

- O crédito bancário diminuiu -3,5% em 2016 e aumentará 1,9% em 2017 e 4,6% em 2018. Esse crescimento reduzido do crédito bancário nos próximos anos será função do alto nível de comprometimento de renda do setor privado não financeiro e das condições monetárias ainda restritivas.
- Após forte elevação de 24,3% em 2003 para 53,7% em 2015, o crédito bancário como proporção do PIB recuou para 50,5% em 2016 e recuará para 49,1% em 2017 e 48,0% em 2018.

## Crescimento do crédito bancário e estoque de crédito como proporção do PIB (% , a.a.)



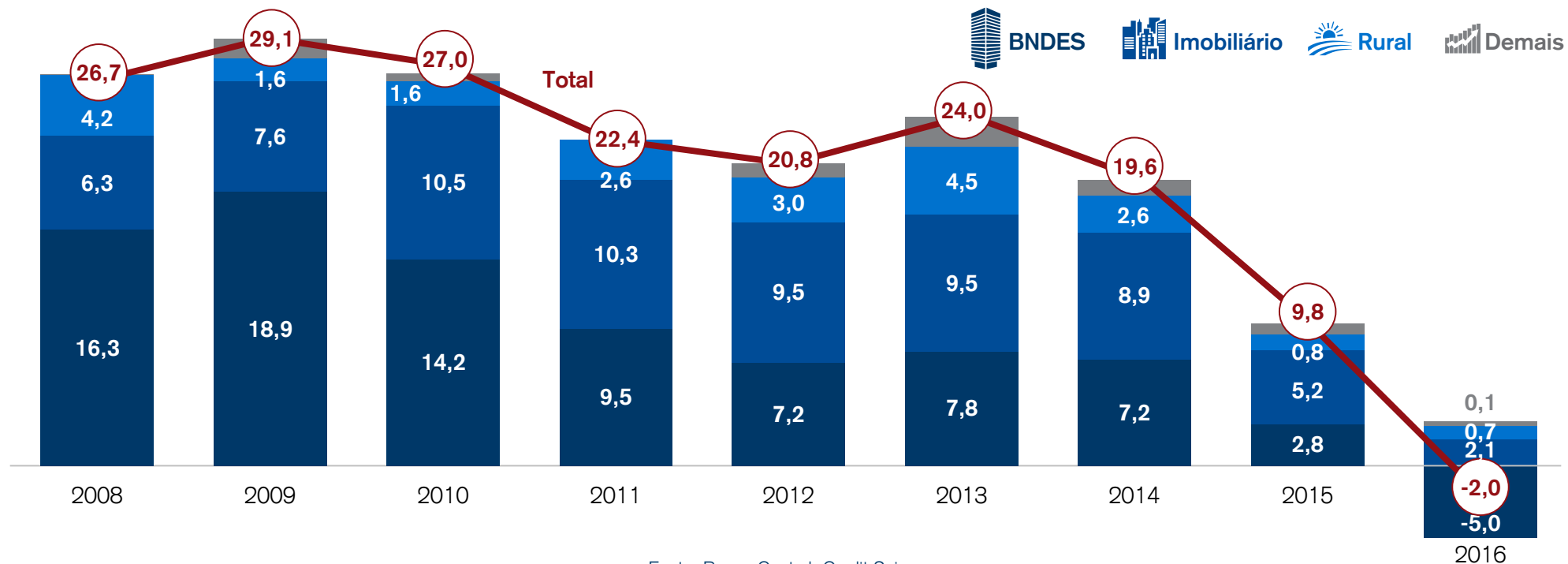
Fonte: Banco Central, Credit Suisse

# Desaceleração disseminada do crédito direcionado

- O crescimento do crédito direcionado, ante o mesmo período do ano anterior, diminuiu de 19,6% em dezembro de 2014 para 9,8% em dezembro de 2015 e para -2,0% em dezembro de 2016. Esse comportamento foi disseminado em todas as linhas de crédito.
- O crescimento do estoque de crédito do BNDES, que contribuiu com 18,9 pontos percentuais (pp) para a expansão do crédito direcionado em dezembro de 2009, contribuiu com -5,0pp em dezembro de 2016. Outras linhas importantes do crédito direcionado, como o imobiliário, também desaceleraram muito nos últimos anos.

## Contribuição para o crescimento do estoque de crédito direcionado em outubro

(%, pp, ante o mesmo mês do ano anterior)



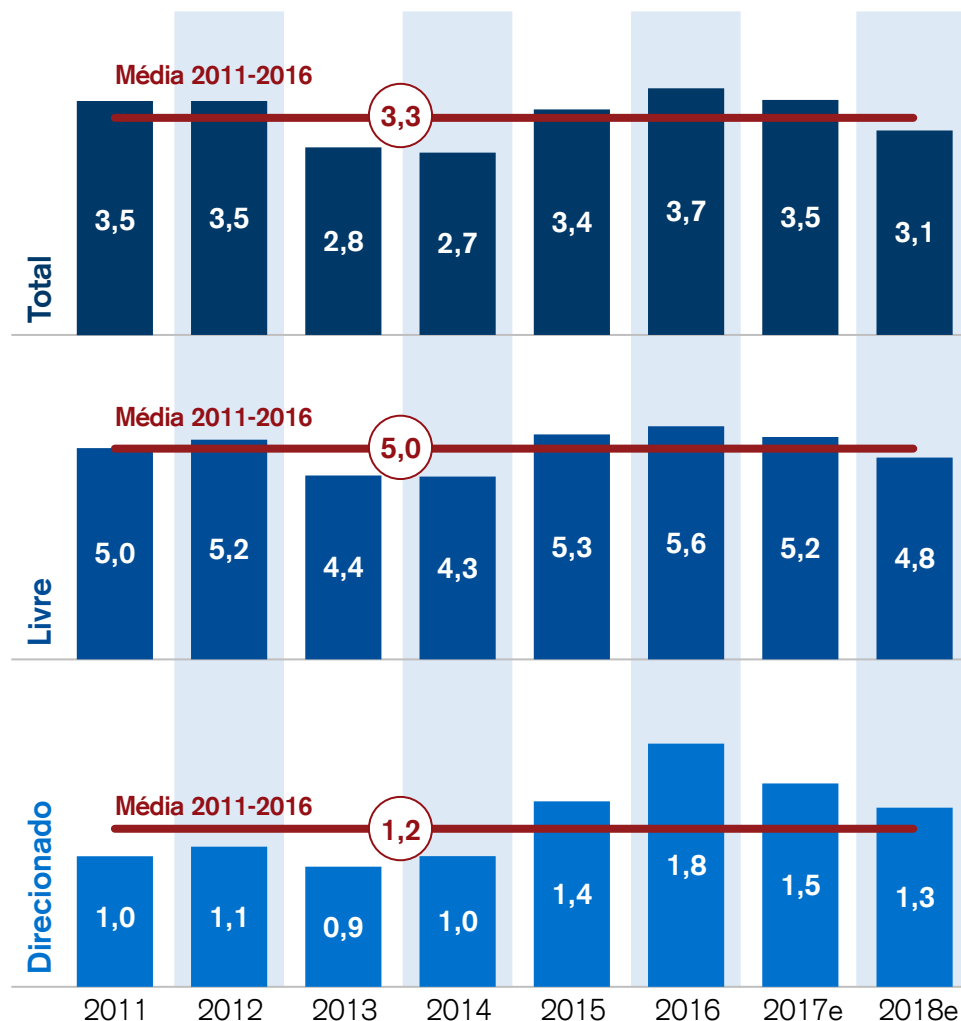
Fonte: Banco Central, Credit Suisse



# Esperamos recuo da taxa de inadimplência em 2017

- A taxa de inadimplência aumentou de 2,7% em 2014 para 3,7% em 2016 em um cenário de recessão, condições monetárias restritivas e elevação da taxa de desemprego.
- O aumento não foi maior devido à aceleração das operações de reestruturação, que impediram uma alta mais significativa da taxa de inadimplência do crédito livre.
- O afrouxamento das condições monetárias e um cenário menos negativo para a economia doméstica contribuirão para o recuo da taxa de inadimplência do crédito livre de 5,6% em 2016 para 5,2% em 2017.
- A dinâmica da inadimplência do crédito direcionado também tem sido desfavorável. A taxa de inadimplência aumentou de 1,4% em 2015 para 1,8% em 2016, em virtude do aumento da inadimplência nos empréstimos do BNDES.

## Taxa de inadimplência do crédito bancário (%, ao ano)



Fonte: Banco Central, Credit Suisse

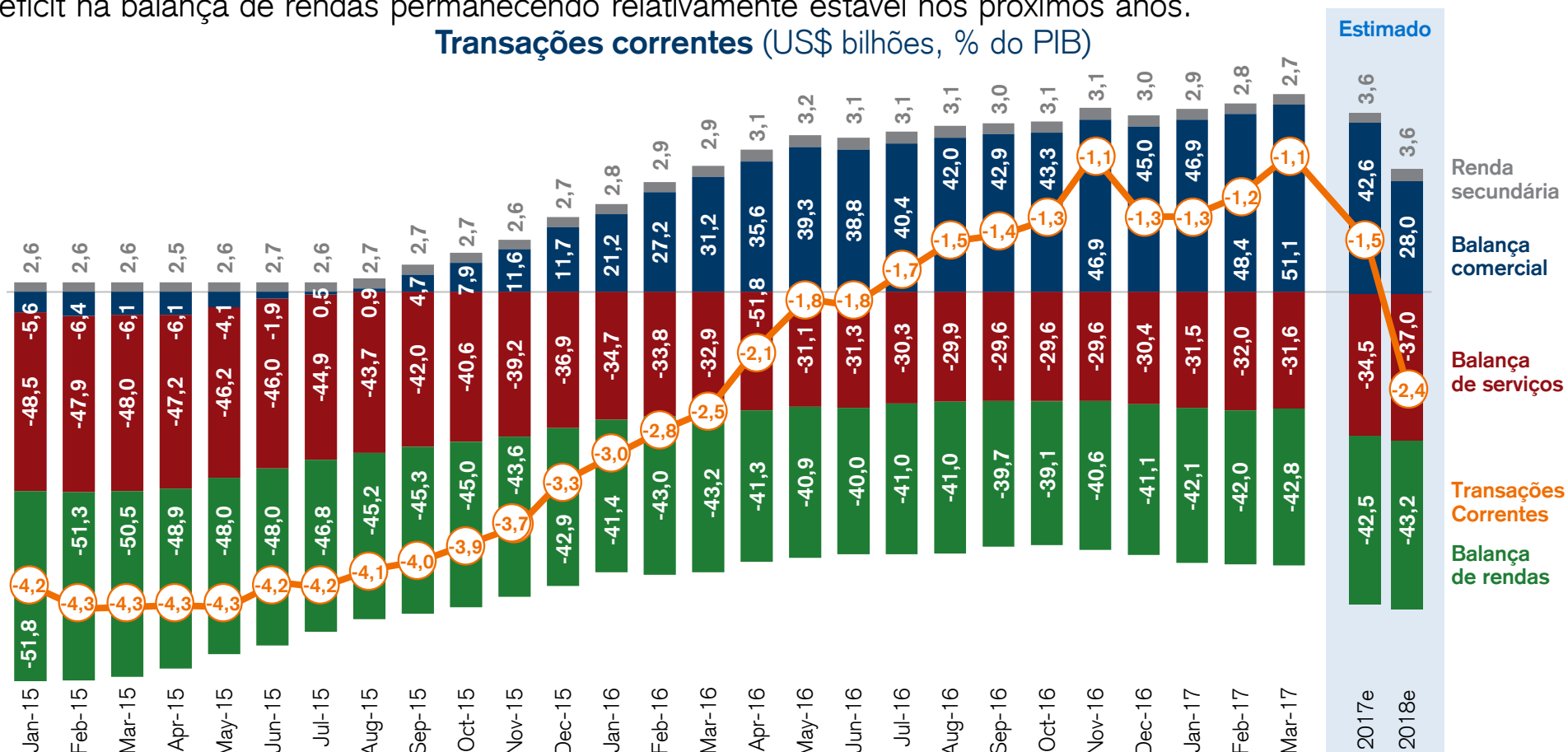


# Setor Externo

# Déficit em transações correntes de 1,5% do PIB em 2017

- No início de 2017, a continuidade da expansão das exportações, devido à alta dos preços das commodities, tem dado seguimento ao ajuste em transações correntes iniciado em 2015. Contudo, esse ajuste será revertido em 2017, como consequência da dinâmica menos desfavorável da atividade e o efeito defasado da apreciação cambial. O menor superávit comercial e o maior gasto com serviços elevarão o déficit em transações correntes de 1,3% do PIB em 2016 para 1,5% do PIB em 2017 e 2,4% do PIB em 2018, com o déficit na balança de rendas permanecendo relativamente estável nos próximos anos.

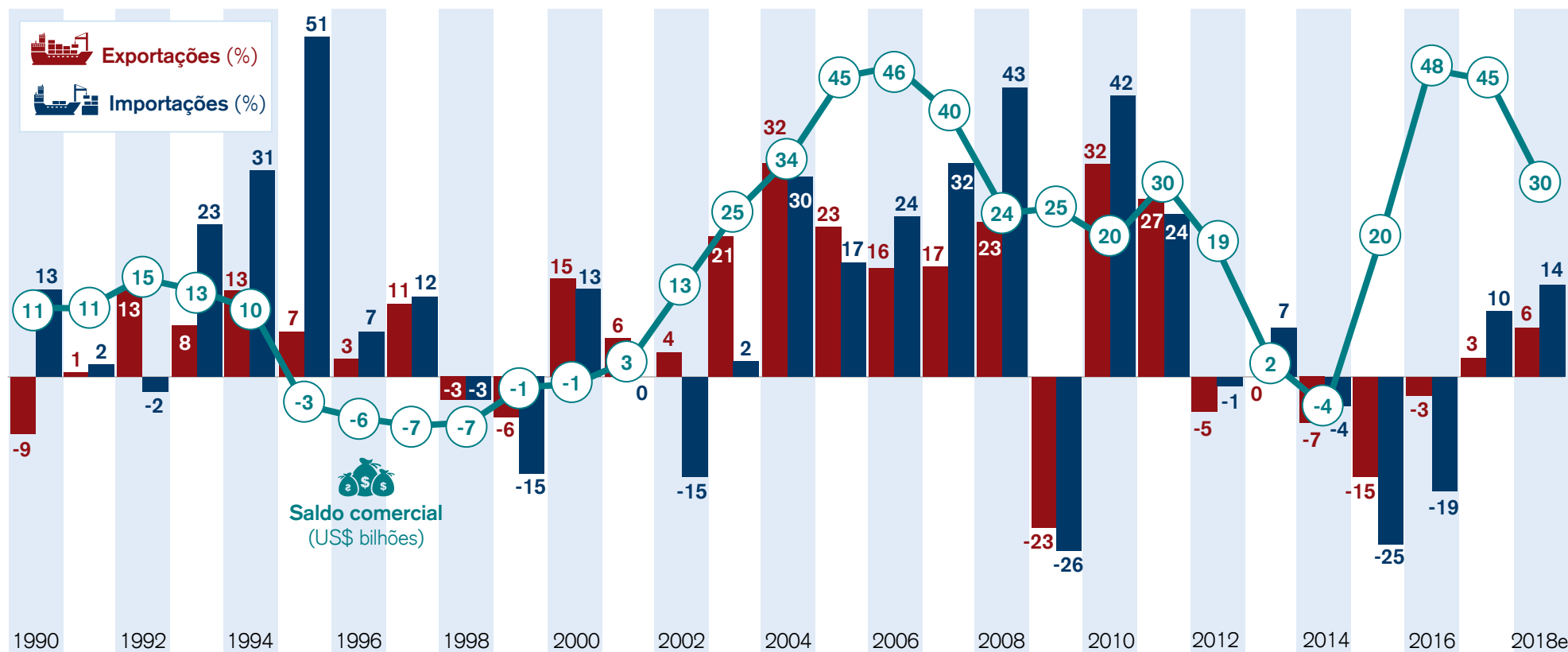
Transações correntes (US\$ bilhões, % do PIB)



# Saldo comercial diminuirá para US\$ 45 bilhões em 2017

- O saldo comercial diminuirá de US\$ 47,7 bilhões em 2016, seu maior valor histórico, para US\$ 44,7 bilhões em 2017 e US\$ 30,1 bilhões em 2018<sup>1</sup>. A redução do superávit comercial será função da reversão da recessão, que promoverá um aumento das importações superior à elevação das exportações.

## Saldo comercial e crescimento anual das importações e exportações (US\$ bilhões, % variação anual)

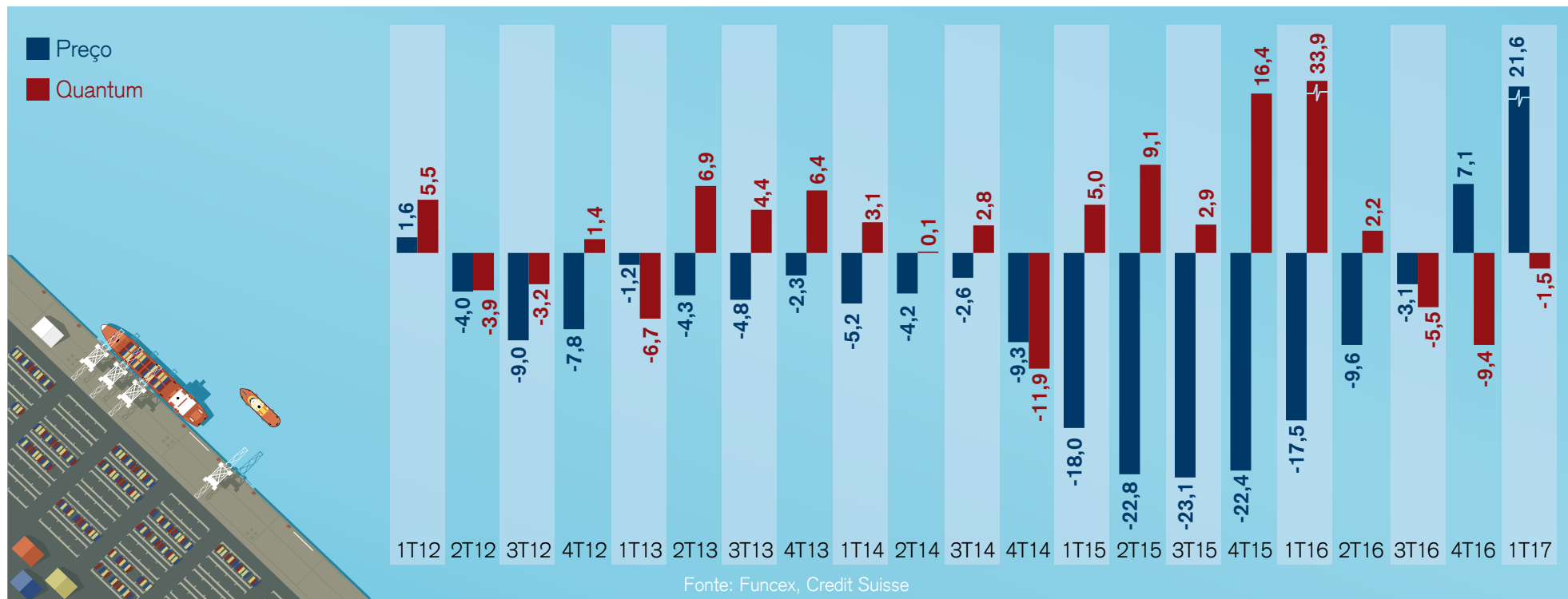


<sup>1</sup> Existe uma diferença metodológica entre a balança comercial do MDIC e a do Banco Central. Por exemplo, o MDIC não considera transações fictas. A projeção considerada nesta seção refere-se a balança comercial apurada segundo a metodologia do MDIC.

# Alta de preços impulsionou exportação no início de 2017

- As exportações recuaram de US\$ 219,1 bilhões em 2014 para US\$ 186,0 bilhões em 2016 devido à contribuição negativa dos preços, compensando o efeito do aumento do volume exportado. O movimento negativo dos preços é explicado pelo menor preço das commodities no mercado internacional e depreciação cambial. A taxa de crescimento trimestral média do preço entre o 1T14 e o 4T16 foi de -10,8%, enquanto a taxa média de crescimento do quantum foi de 4,1%. Os dois últimos trimestres, no entanto, já exibem dinâmica distinta, em que o volume exportado diminuiu e o preço obteve crescimento positivo. Esse último é explicado pelo forte aumento do preços das commodities agrícolas e minerais.

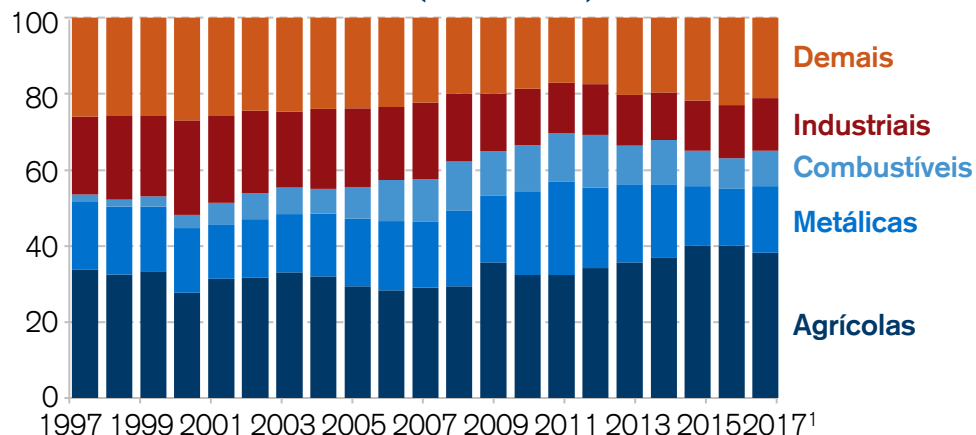
## Crescimento do quantum e preço nas exportações (% , ante mesmo trimestre do ano anterior)



# Commodities agrícolas representam 38,2% das exportações

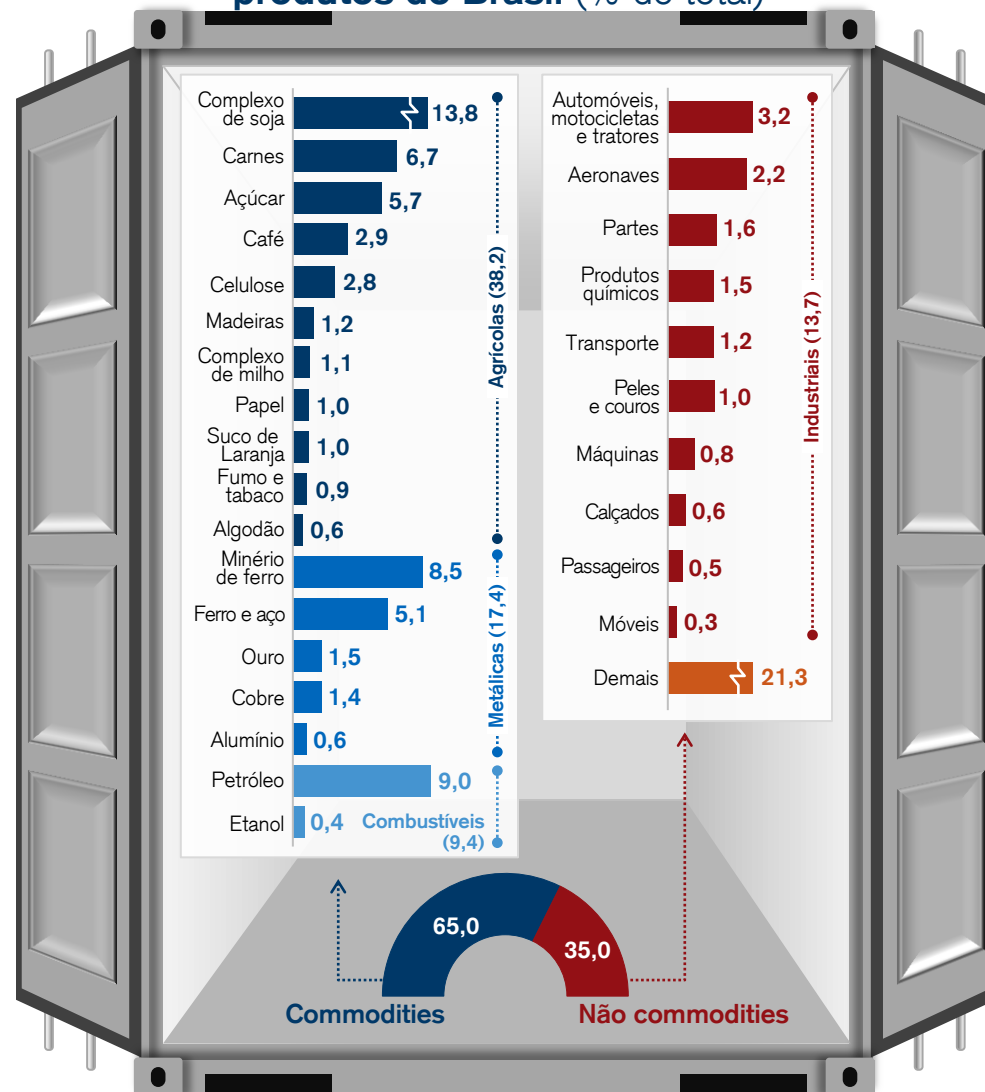
- A pauta de exportações do Brasil é concentrada em commodities, em particular agrícolas (38,2% das exportações) e produtos metálicos (17,4%).
- Dentre as principais commodities exportadas, destacam-se o complexo de soja (13,8%), petróleo e derivados (9,0%) e minério de ferro (8,5%).
- A expansão dos produtos agrícolas frente aos demais bens exportados é explicada, sobretudo, pelos ganhos de produtividade do setor nos últimos anos e pelo crescimento do poder de compra de parceiros comerciais (e.g., China e Índia).

**Exportações por grandes fatores agregados**  
(% do total)



<sup>1</sup> Acumulado em 12 meses até Março.

## Composição das exportações dos principais produtos do Brasil (% do total)<sup>1</sup>



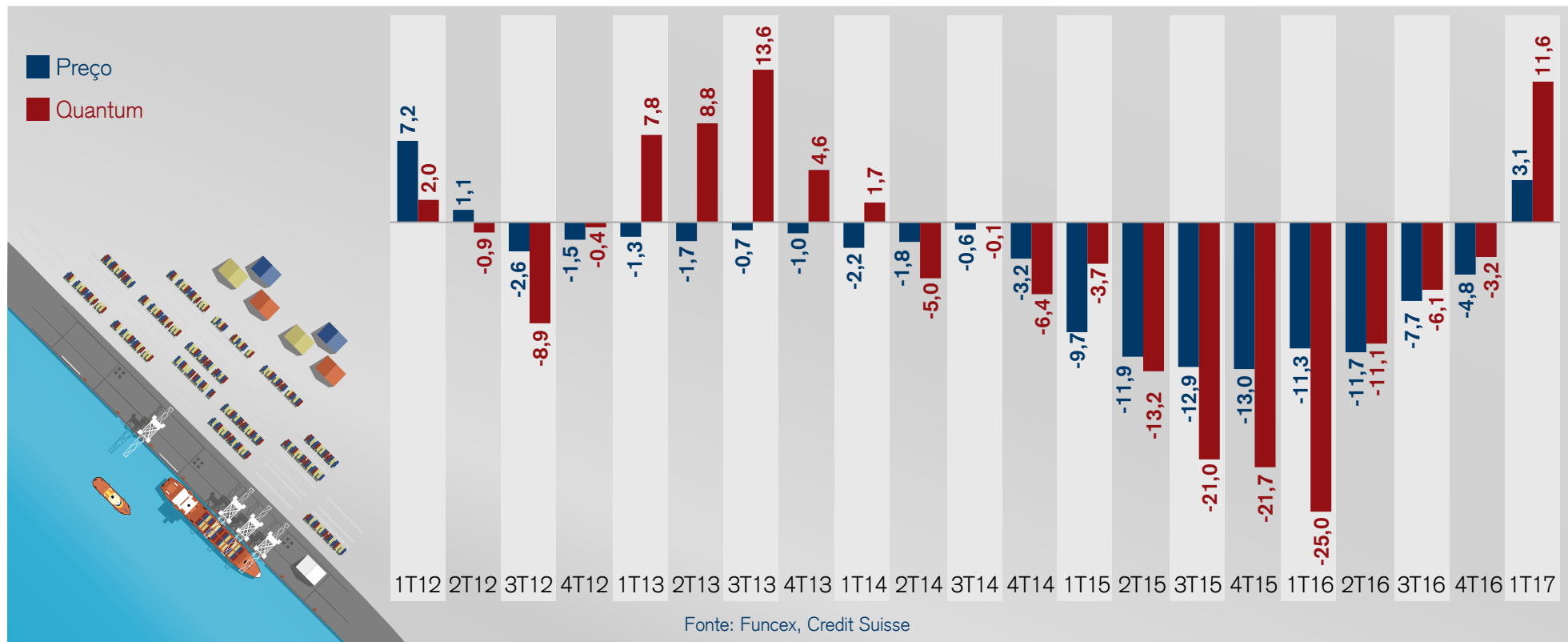
Fonte: MDIC, Credit Suisse



# Forte expansão do quantum importado no 1T17

- A quantidade importada seguiu um padrão cíclico durante os últimos anos. Com o início da recessão, no 2T14, a quantidade importada diminuiu de forma intensa até o 1T16, atingindo uma contração máxima de -25,0% frente ao mesmo período do ano anterior. A partir do 2T16, o volume de importação apresentou uma reversão na taxa de crescimento, com forte expansão de 11,6% no 1T17. Esperamos que a recuperação da atividade econômica ao longo do ano mantenha a manutenção da expansão do volume importado.

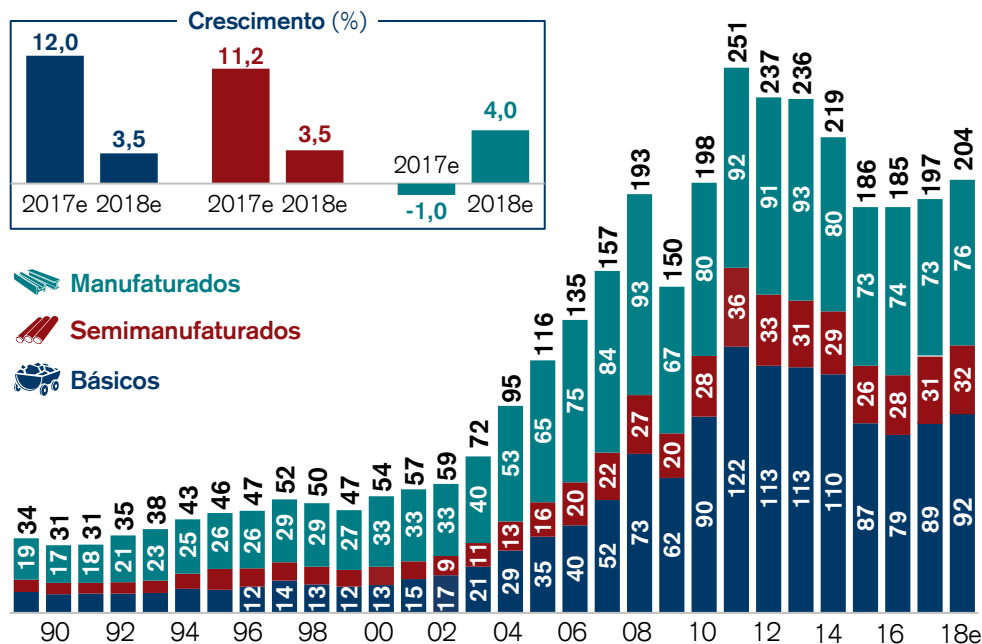
Crescimento do quantum e preço das importações (% , ante o mesmo trimestre do ano anterior)



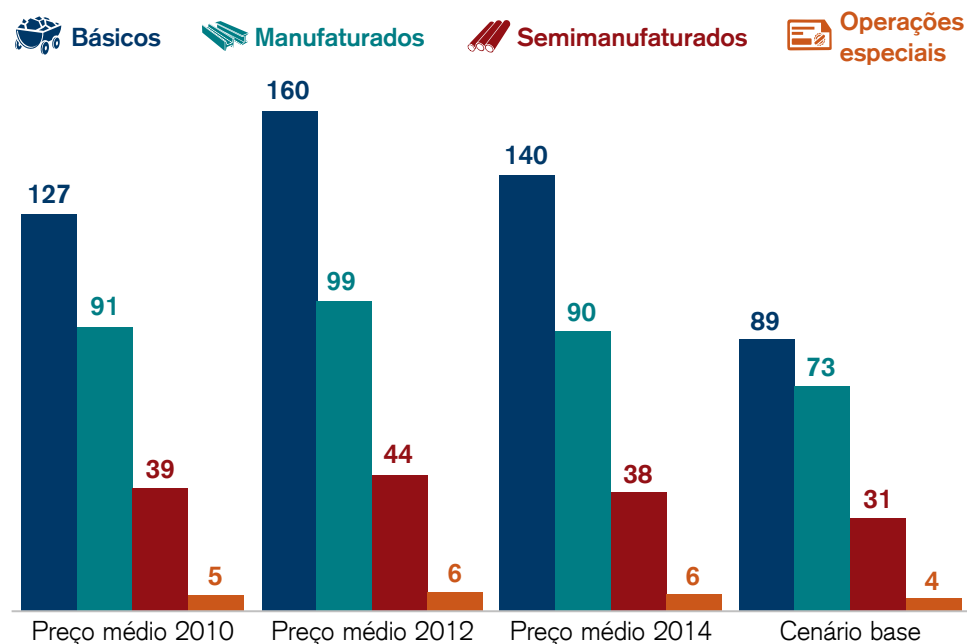
# Exportações aumentarão para US\$ 197 bilhões em 2017

- As exportações aumentarão de US\$ 185 bilhões em 2016 para US\$ 197 bilhões em 2017 e US\$ 204 bilhões em 2018, devido à elevação do preço internacional de produtos básicos e semimanufaturados (e.g., minério de ferro, açúcar). As exportações de manufaturados permanecerão estáveis em 2017, devido, sobretudo, ao menor crescimento dos países importadores desses produtos (e.g., México e Área do Euro) e à menor competitividade dos produtos locais.

## Exportações do Brasil (US\$ bilhões) <sup>1</sup>



## Projeção para exportações em 2017 considerando diferentes níveis de preços (US\$ bilhões) <sup>1</sup>

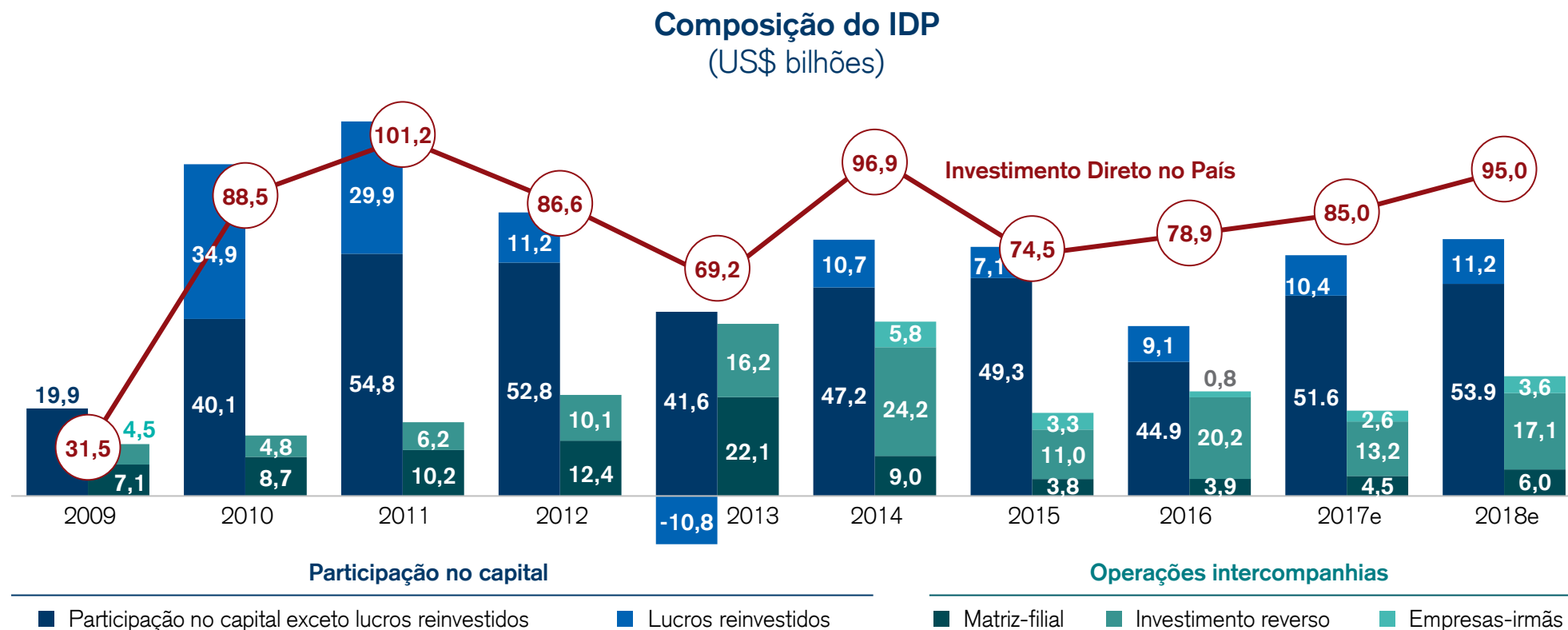


<sup>1</sup>Para a projeção de exportações, utilizamos as séries de quantidade exportada para os principais produtos e decompomos cada série em efeito sazonal, tendência e efeito idiossincrático, a partir de um filtro linear. Para determinados produtos básicos e semimanufaturados, consideramos as projeções de safra, plantação e produção (a partir do IBGE e USDA) e projetamos a série de tendência para cada um dos produtos. Para os demais produtos, consideramos: i) modelos de vetor de correção de erros (VEC) para as séries que possuem uma relação de longo prazo (i.e., são integradas e cointegradas); e ii) modelos de vetor autoregressivo com e sem informação distributiva para os coeficientes estruturais (modelos BVAR e VAR) para a primeira diferença das séries que não possuem uma relação de longo prazo, mas que possuem distribuição dependente do tempo (não estacionárias).

Fonte: MDIC, Banco Central, Credit Suisse

# Investimento Direto no País crescerá para US\$ 85 bilhões em 2017

- A resiliência do Investimento Direto no País (IDP) em 2016, apesar da recessão, foi função dos reinvestimentos de lucros e dos investimentos reversos (empréstimos de filial no exterior para matriz no Brasil). Esses investimentos podem estar associados à necessidade de financiamento das empresas, em um contexto de maior dificuldade de captação de recursos e de piora no balanço das mesmas. O IDP aumentará de US\$ 78,9 bilhões em 2016 para US\$ 85,0 bilhões em 2017 e US\$ 95,0 bilhões em 2018, decorrente, sobretudo, da recuperação da atividade em 2017.



Fonte: Banco Central, Credit Suisse

# Financiamento do déficit em transações correntes ainda favorável

## Balço de Pagamentos (US\$ bilhões)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Transações correntes</b>	<b>-76</b>	<b>-77</b>	<b>-74</b>	<b>-75</b>	<b>-104</b>	<b>-59</b>	<b>-24</b>	<b>-31</b>	<b>-49</b>
Balança Comercial	18	28	17	0	-7	18	45	43	28
Viagens	-11	-15	-16	-19	-19	-12	-8	-12	-14
Transportes	-6	-8	-8	-9	-9	-6	-4	-5	-6
Aluguel de equipamentos	-14	-17	-19	-19	-23	-22	-20	-20	-20
Lucros e dividendos	-56	-57	-38	-14	-31	-21	-19	-23	-25
Juros	-12	-14	-17	-19	-21	-22	-22	-20	-19
Outros	4	6	6	5	5	5	5	6	6
<b>Conta capital e financeira</b>	<b>76</b>	<b>79</b>	<b>74</b>	<b>72</b>	<b>100</b>	<b>56</b>	<b>16</b>	<b>36</b>	<b>49</b>
<b>Investimentos-passivos</b>	<b>197</b>	<b>173</b>	<b>129</b>	<b>130</b>	<b>193</b>	<b>116</b>	<b>69</b>	<b>101</b>	<b>125</b>
Investimento Direto no País	88	101	87	69	97	75	79	85	95
Ações totais	38	7	6	12	12	10	11	5	10
Títulos no Brasil	18	5	11	31	27	16	-27	-10	0
Empréstimos e títulos de MLP no exterior	30	48	19	3	22	-4	-21	-5	0
Ingressos	61	82	56	61	71	73	50	60	70
Amortizações	-31	-34	-38	-58	-50	-77	-71	-65	-70
Empréstimos e títulos de CP no exterior	27	-4	-4	0	25	-5	7	10	10
Demais passivos brasileiros	-4	16	11	16	10	23	20	16	10
<b>Investimentos-ativos</b>	<b>-72</b>	<b>-35</b>	<b>-36</b>	<b>-63</b>	<b>-80</b>	<b>-54</b>	<b>-44</b>	<b>-60</b>	<b>-65</b>
Investimento Direto no Exterior	-27	-16	-5	-15	-26	-13	-8	-15	-18
Demais ativos brasileiros	-45	-19	-31	-48	-53	-41	-37	-45	-47
<b>Derivativos</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Erros e omissões</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>
Ativos de reserva	-49	-59	-19	6	-11	-2	-9	-5	-11

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

# Banco Central continuará intervindo no mercado cambial

- O Banco Central reduziu o estoque de posição vendida em contratos de swap cambial de forma expressiva desde abril de 2016. Nos primeiros meses do ano, o BC optou por rolar parcialmente os contratos de swap que venceriam no meses seguintes, reduzindo o estoque de forma bastante lenta. Em abril, a autoridade monetária decidiu voltar a rolar a totalidade dos vencimentos do mês seguinte (US\$ 6,4 bilhões), contendo a maior volatilidade cambial do mês.

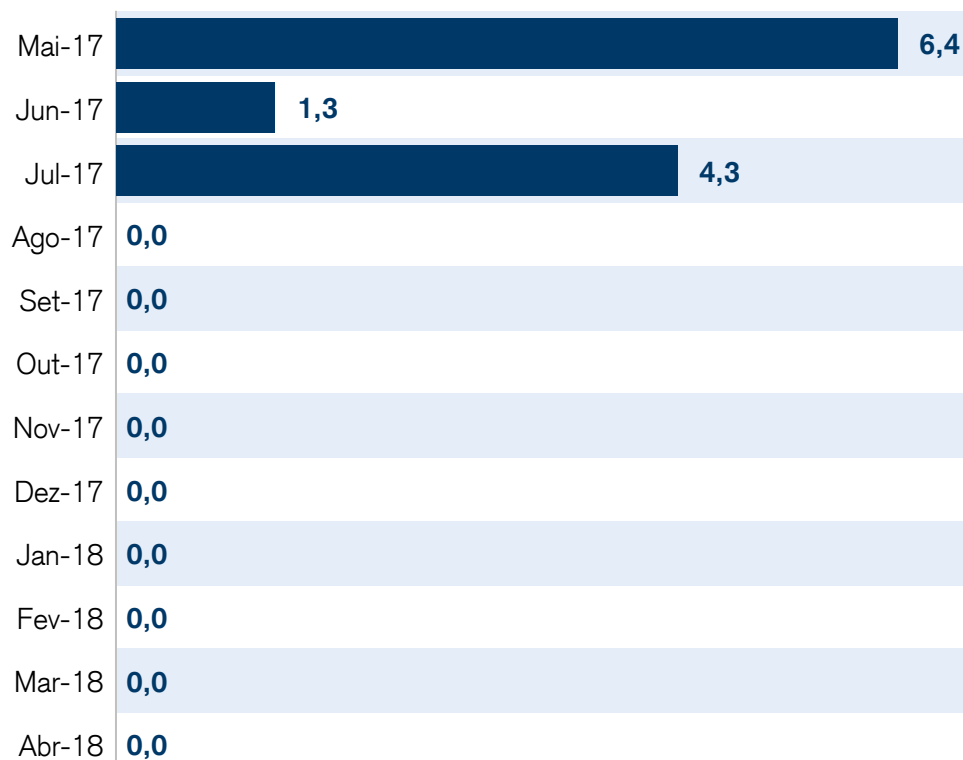
**Saldo em operações de swap cambial**  
(US\$ bilhões)



<sup>1</sup>Saldo estimado até o dia 30 de maio.

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

**Cronograma de vencimentos de contratos de swap cambial** (US\$ bilhões)



# Taxa de câmbio R\$3,40/US\$ e R\$3,60/US\$ no fim de 2017 e 2018

- Projetamos depreciação cambial em 2017 devido, sobretudo, ao processo de normalização da política monetária no Estados Unidos, redução da taxa básica de juros no Brasil e as contas públicas em território expansionista.

## Taxa de câmbio real ajustada pelo IPCA e CPI (R\$/US\$)



**Cenário mais desfavorável:**  
deterioração das contas fiscais, aumento da inflação, aceleração do ritmo de aumento de juros nos EUA. Neste cenário a taxa de câmbio para 2018 poderia alcançar R\$4,20/US\$.

**Cenário mais favorável :**  
aprovação de medidas fiscais (Reforma da Previdência), declínio maior da inflação e gradual normalização monetária nos EUA. Neste caso, a taxa de câmbio em 2018 poderia sofrer uma forte apreciação, atingindo R\$3,00/US\$

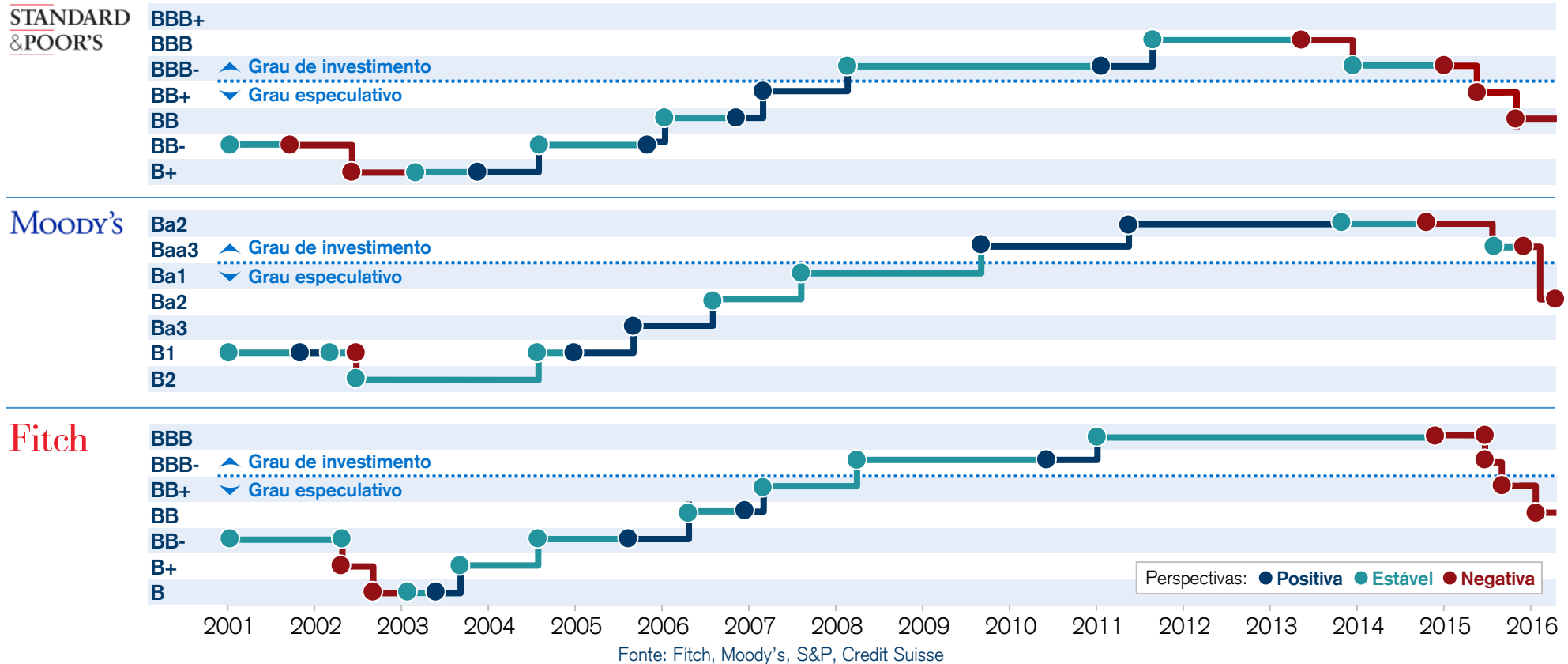
Fonte: Banco Central, Bureau Economic Analysis, Credit Suisse



# Classificação de risco do Brasil estável até o fim de 2017

- As três principais empresas de classificação de risco (S&P, Moody's e Fitch) atribuem nota de crédito do Brasil dois níveis abaixo do grau de investimento. As agências de rating manterão provavelmente suas atuais classificações, apesar da perspectiva negativa. A perspectiva para a classificação nessas três agências melhorará de negativa para estável, caso o Congresso aprove diversas medidas propostas pelo governo para garantir a solvência das contas públicas e a retomada consistente de crescimento.

## Classificação do risco de crédito da dívida soberana (%)



# Recuperação do grau de investimento é lenta

- Poucos países que perderam o grau de investimento conseguiram recuperar a nota de crédito, sendo que essa recuperação foi, em média, demorada. Considerando as notas de crédito da agência de rating S&P, apenas seis países recuperaram o grau de investimento de um total de 24 países que perderam a nota.
- O tempo médio para recuperação do grau de investimento é de 6 anos e 7 meses. O país que levou mais tempo para recuperar a nota de crédito foi a Índia: 15 anos e 7 meses. Por outro lado, a Coreia do Sul recuperou o grau de investimento em 1 ano e 1 mês.



Fonte: S&P, Credit Suisse



# Brasil

**Cenário menos incerto  
em 2017 e 2018**

28 de abril de 2017

**Nilson Teixeira**

[nilson.teixeira@credit-suisse.com](mailto:nilson.teixeira@credit-suisse.com)

**Paulo Coutinho**

[paulo.coutinho@credit-suisse.com](mailto:paulo.coutinho@credit-suisse.com)

**Iana Ferrão**

[iana.ferrao@credit-suisse.com](mailto:iana.ferrao@credit-suisse.com)

**Leonardo Fonseca**

[leonardo.fonseca@credit-suisse.com](mailto:leonardo.fonseca@credit-suisse.com)

**Lucas Vilela**

[lucas.vilela@credit-suisse.com](mailto:lucas.vilela@credit-suisse.com)