
Brasil : Ressaca em Tempos de Globalização

Marcelo Kfoury Muinhos – Economista-Chefe

Fevereiro 2009



Brasil em 2009 – Mecanismos de Transmissão da Crise

Demanda Doméstica

- Investimentos já estão sendo afetados pela expectativa dos empresários, terão queda acentuada no 4º tri 08 e 1º tri 09.
- Consumo privado também cairá com crédito mais caro e piora no mercado de trabalho.

Conta Corrente

- Comércio mundial e preço de *commodities* estão afetando seriamente as exportações.
- Aversão ao risco piorando as rolagens das dívidas privadas e a entrada de capital.
- Taxa de câmbio depende da aversão a risco e do preço de *commodities*.

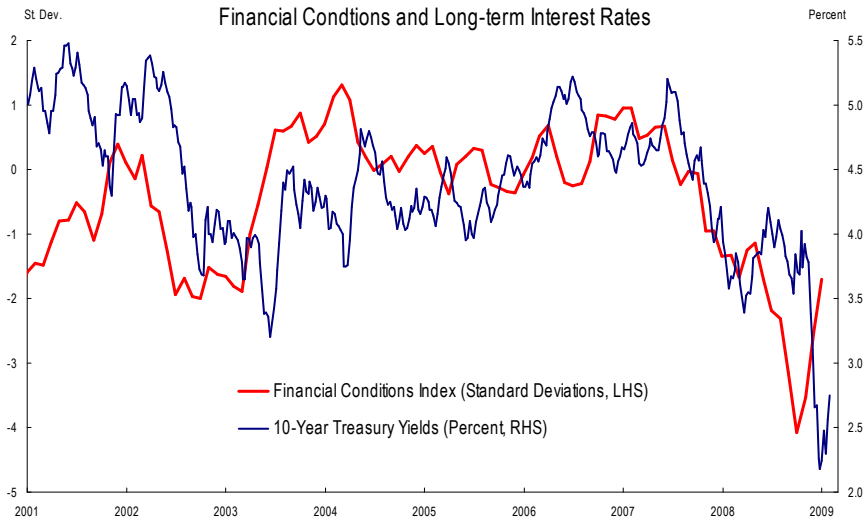
Políticas Contracíclicas pela primeira vez numa crise

- Banco Central reagindo mais à atividade. Selic pode chegar a 10% no final do ano, com menor preocupação com inflação. Gastos públicos podem não desacelerar para sustentar a demanda.

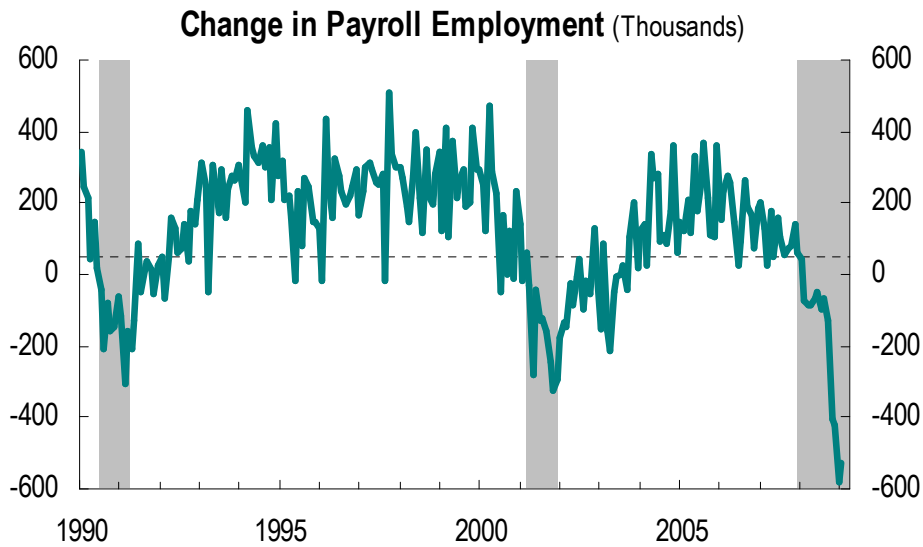
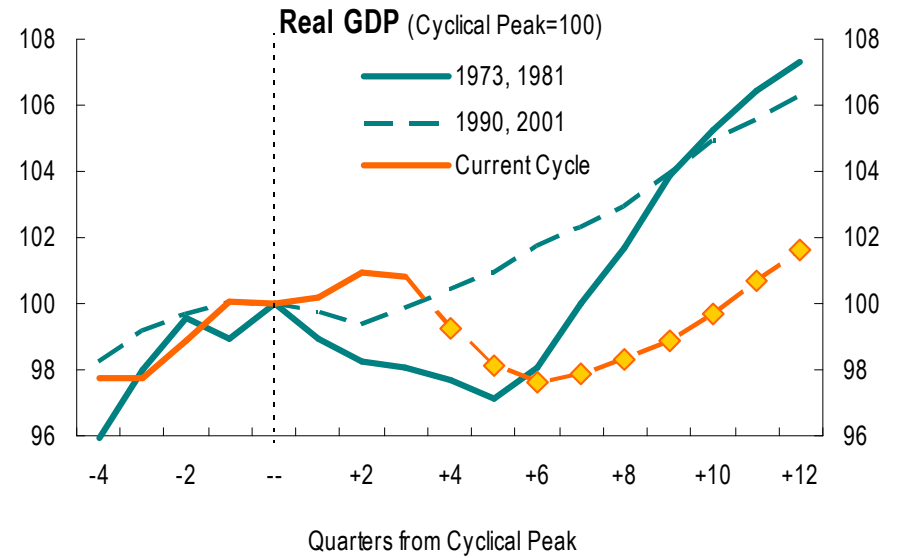
Projeções

- Nossa estimativa para o PIB em 2009 está em 1% com recuperação forte no final do ano.
- Inflação deve voltar para perto do centro da meta de inflação (4,5%)
- Esperamos alguma apreciação do câmbio, com maior fluxo de capital no segundo semestre, real voltando para USD/BRL 2,20.

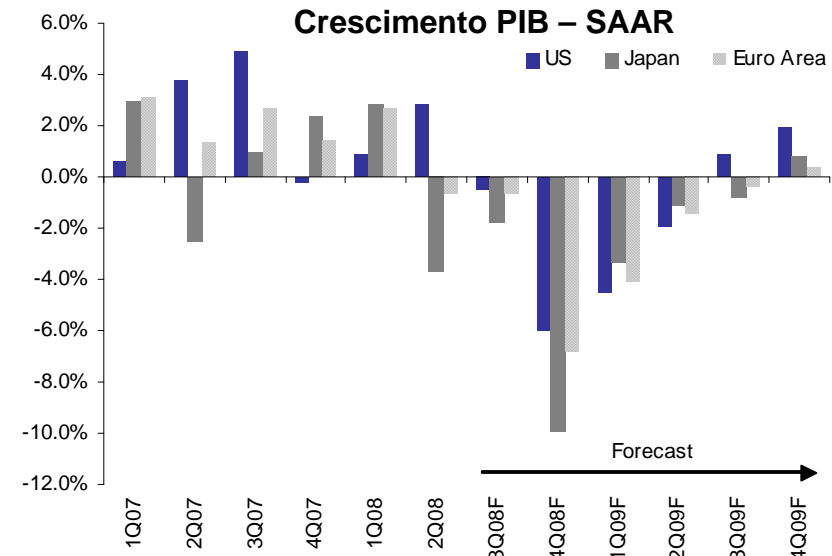
Principais Indicadores dos Estados Unidos



Source: Federal Reserve and Citi

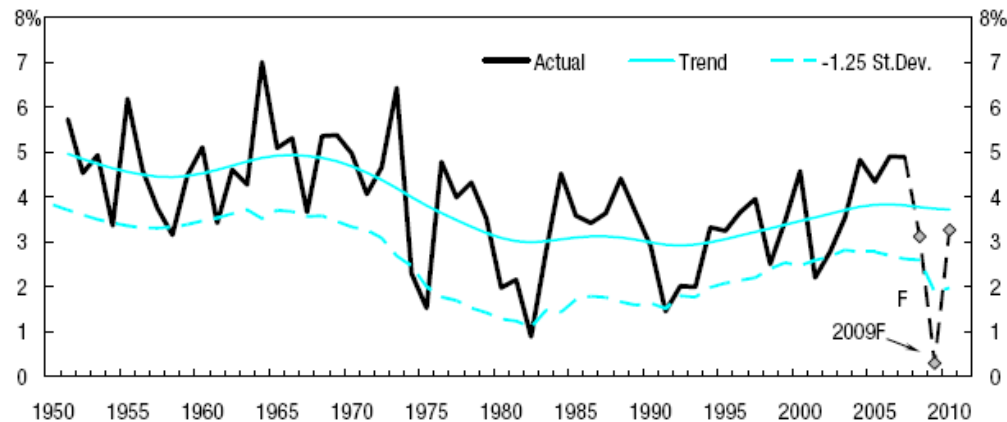


Source: BLS



Principais Indicadores Internacionais

Figure 4. Global GDP Growth, Level, and Trend (Percent) 1950-2010F

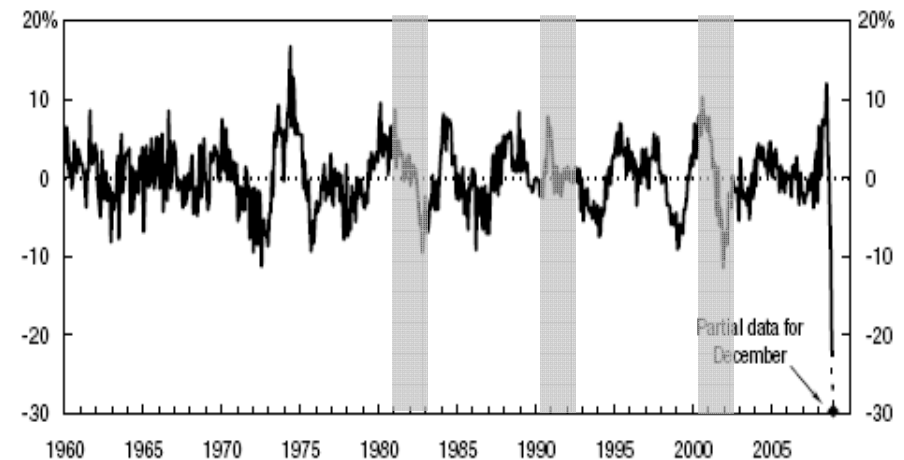


Note: Aggregation based on PPP GDP. Sources: IMF and Citi

- A diminuição da atividade global está se transmitindo de maneira dramática para o comércio mundial.
- A queda no comércio mundial não tem paralelo nos últimos 60 anos.

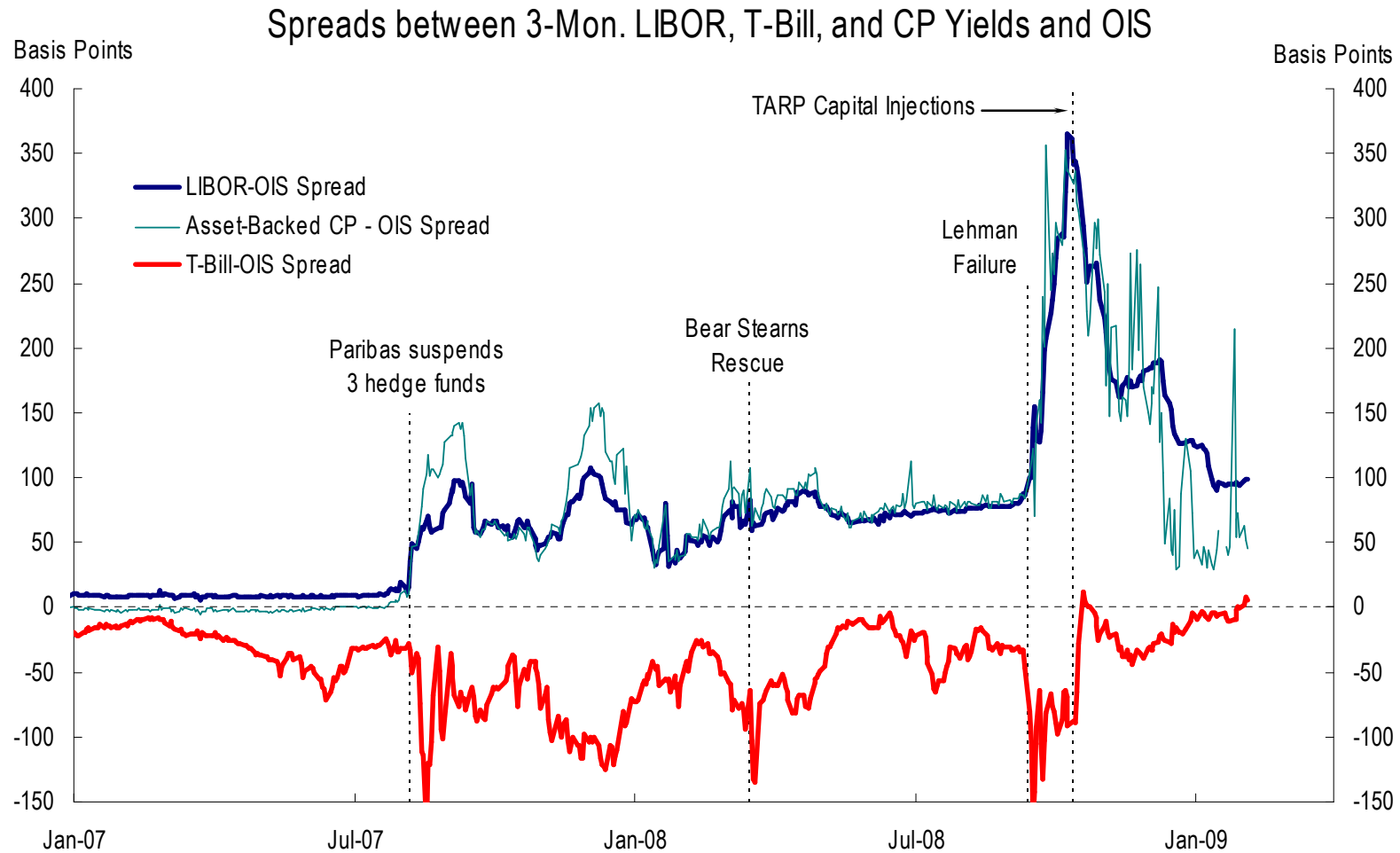
- O crescimento do PIB mundial em 2009 está bastante abaixo da tendência histórica.
- É o pior ano de crescimento nos últimos 60 anos.

Figure 5. Median of Deviations of Exports from Trend for 23 Large Economies (Percent) 1960-Nov 2008



Note: Percent deviations of exports, expressed in U.S. dollars, are calculated for 23 countries: United States, France, Germany, Italy, Japan, United Kingdom, Canada, Australia, China, India, Indonesia, Korea, Singapore Hong Kong, Taiwan, Poland, Russia, South Africa, Turkey, Argentina, Brazil, and Mexico. Source: IMF, Haver, and Citi.

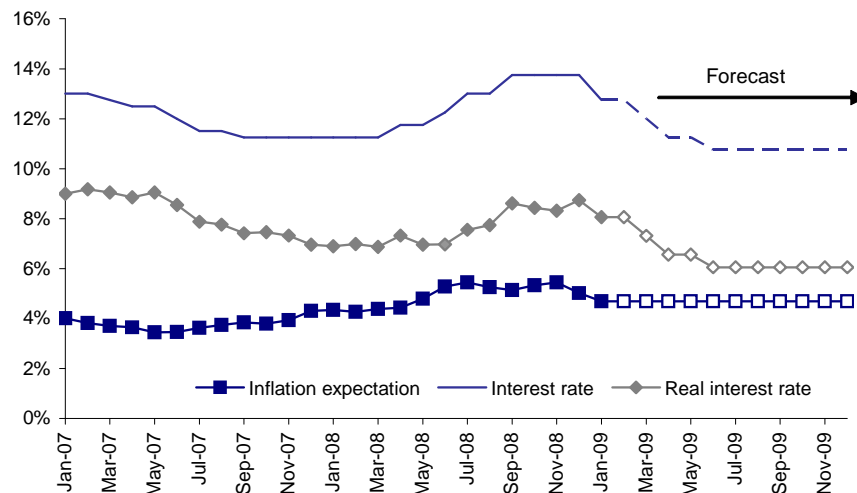
Principais Indicadores Internacionais



- Mal funcionamento do mercado continua, apesar da melhora recente da taxa Libor, ainda permanece em valores muito elevados. *Comercial Paper* tem comportamento similar a Libor e no mometo de maior risco, títulos do Tesouro tinham spread negativo.

Principais Indicadores Domésticos

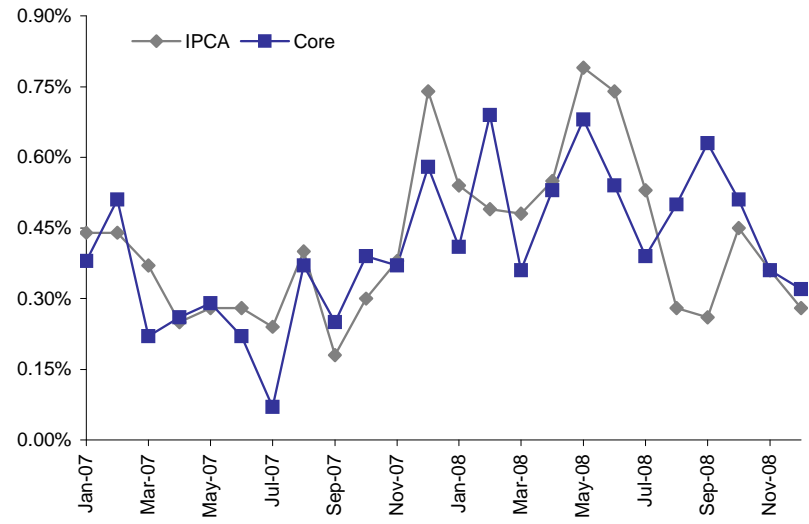
Política Monetária (%)



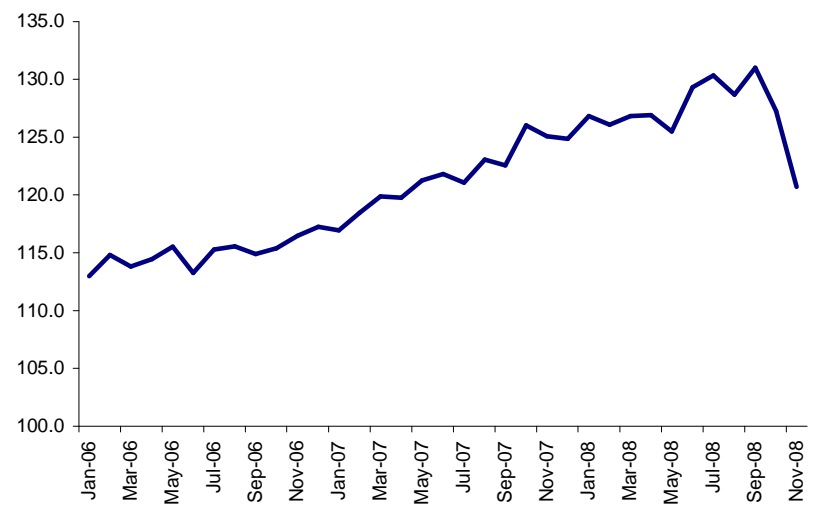
Selic prj:
 2008 2009
 10,3% 9,0%

IPCA prj:
 2008 2009
 4,7% 4,5%

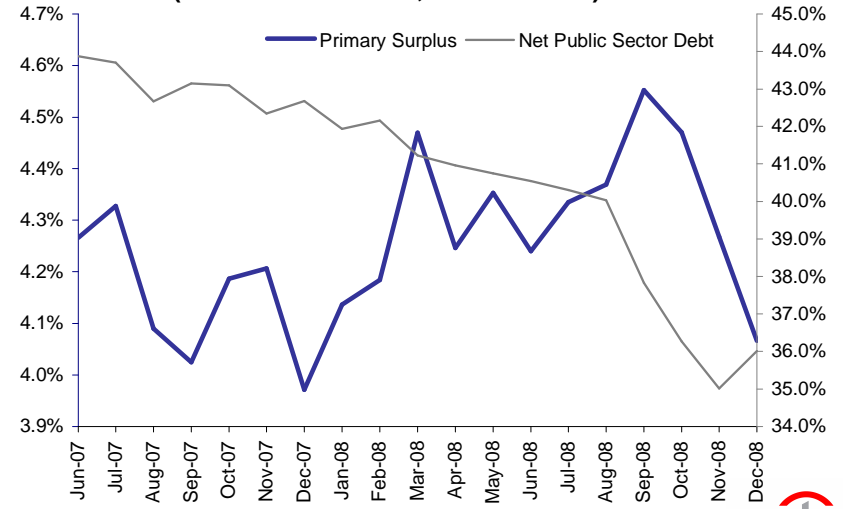
IPCA – Inflação e Núcleo (m/m)



Produção Industrial (dessazonalizada)

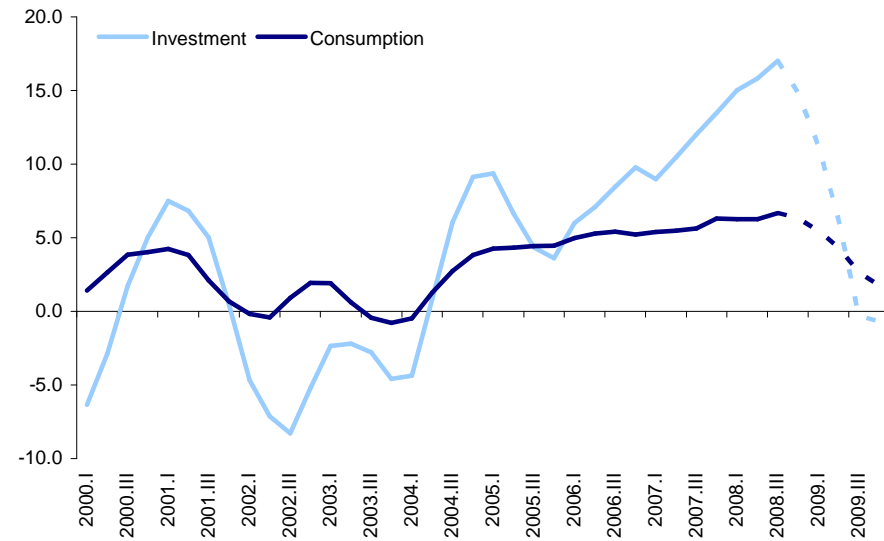
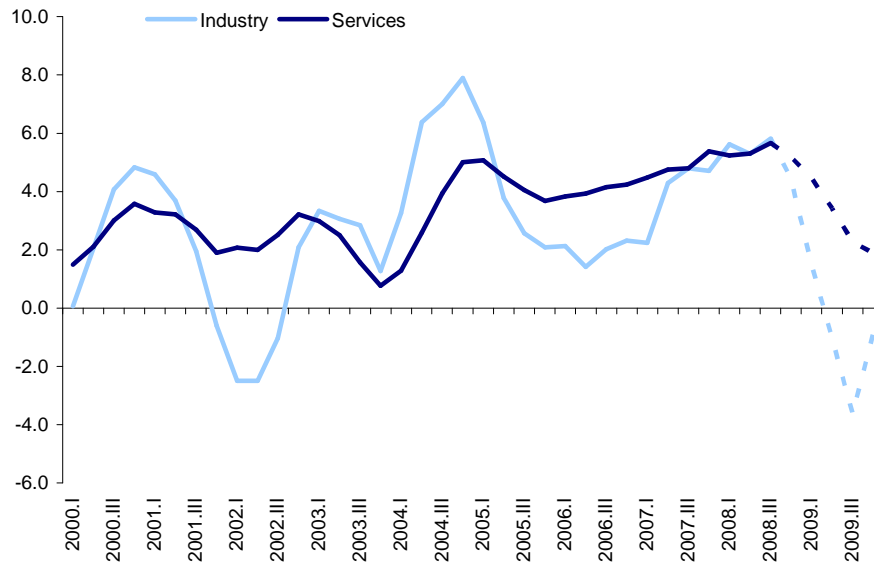


Dívida Líquida do Setor Público (Fluxo de 12 meses, em % do PIB)



Atividade Econômica – Desaceleração à Vista

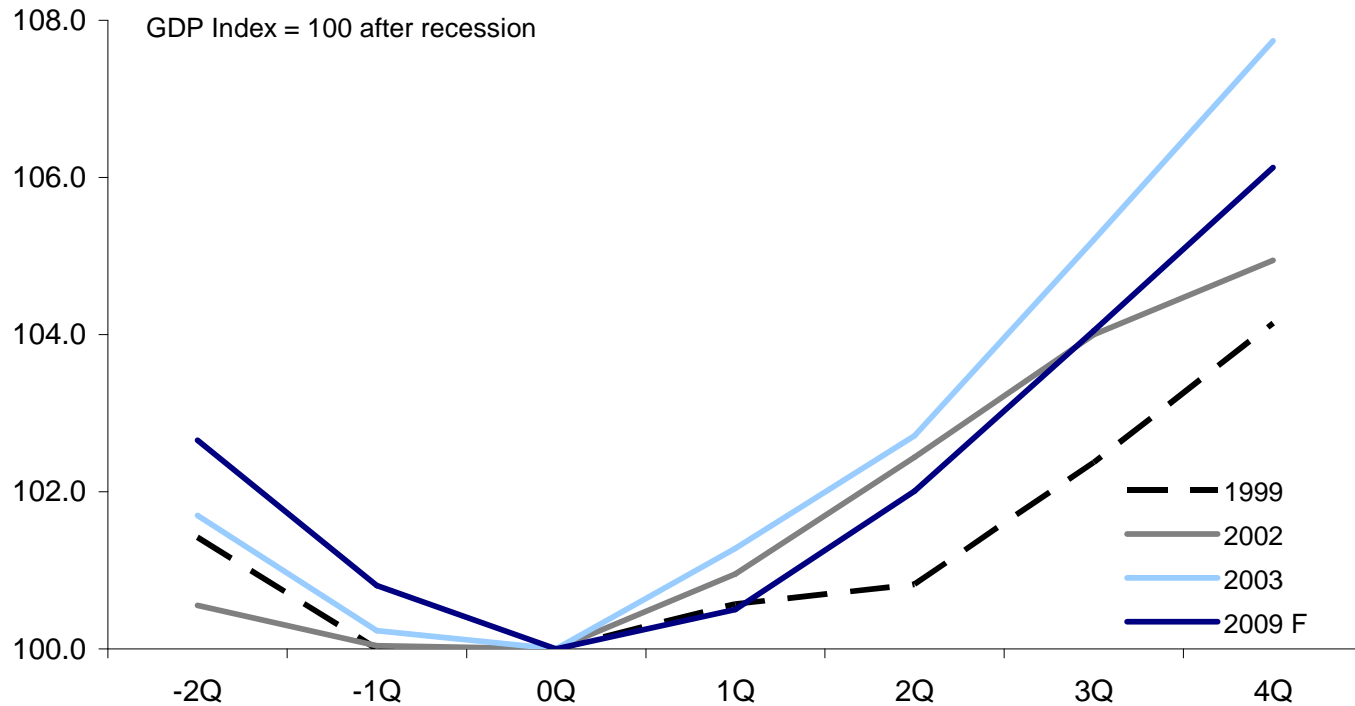
Fontes: IBGE e Citi



- Indústria aponta para -7.4% no 4º tri 2008 e -2,0% no 1º tri de 2009. Ma média do ano esperamos -1,0%.
- Investimento sofrerá o ajuste no lado da demanda (de 14,9% em 2008 para -0,7% em 2009).
- Queda mais gradual do consumo, reduzindo de 6,3% em 2008 para 1,7% em 2009.

Atividade Econômica – Recuperação Comparada

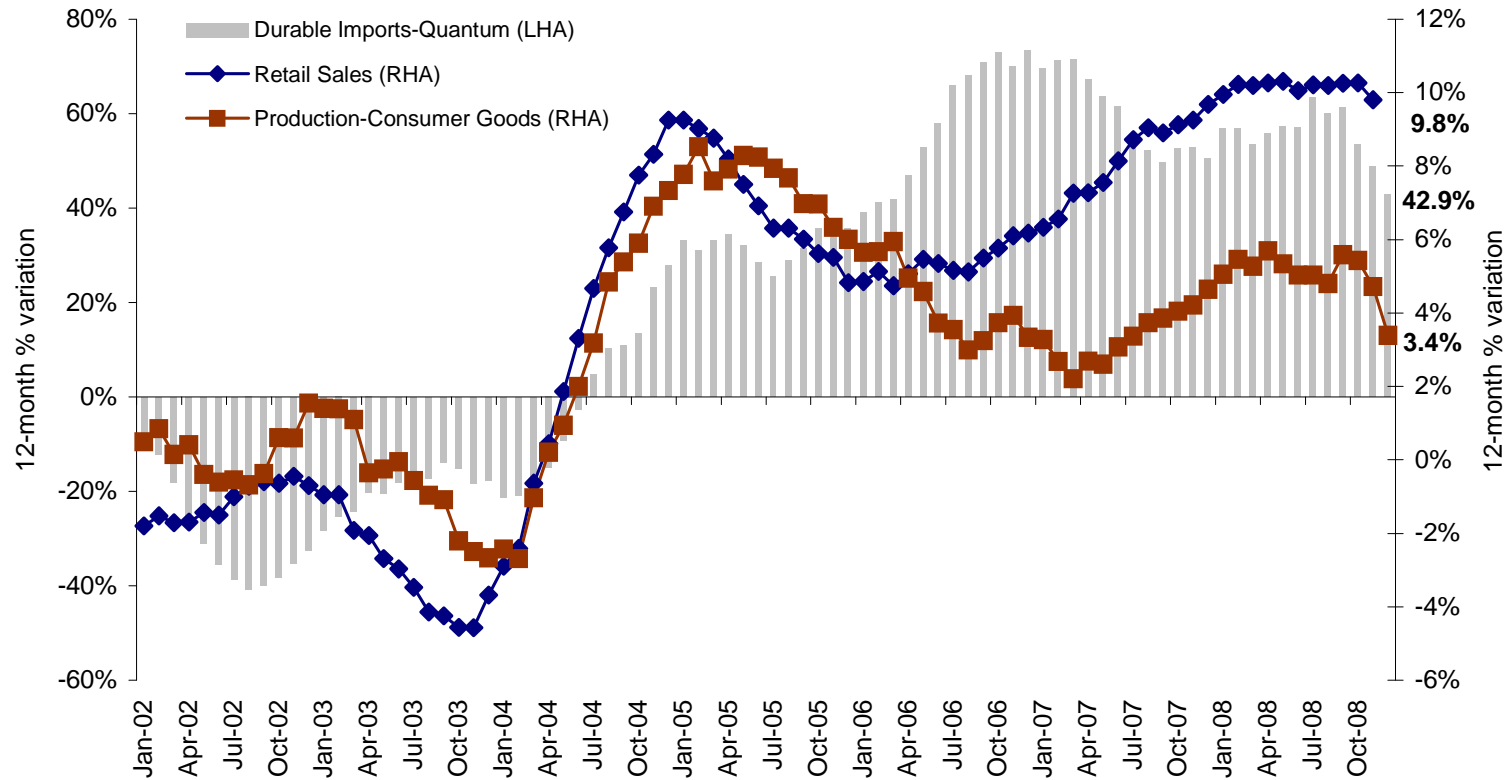
Fontes: IBGE e Citi



- Foi a queda mais acentuada de todas as recessões passadas.
- Recuperação em 2009 só foi melhor que 1999, mas agora políticas fiscais e monetárias são contracíclicas.
- Crescimento do consumo surpreendeu no último trimestre.

Atividade Econômica – Crescimento Sustentado

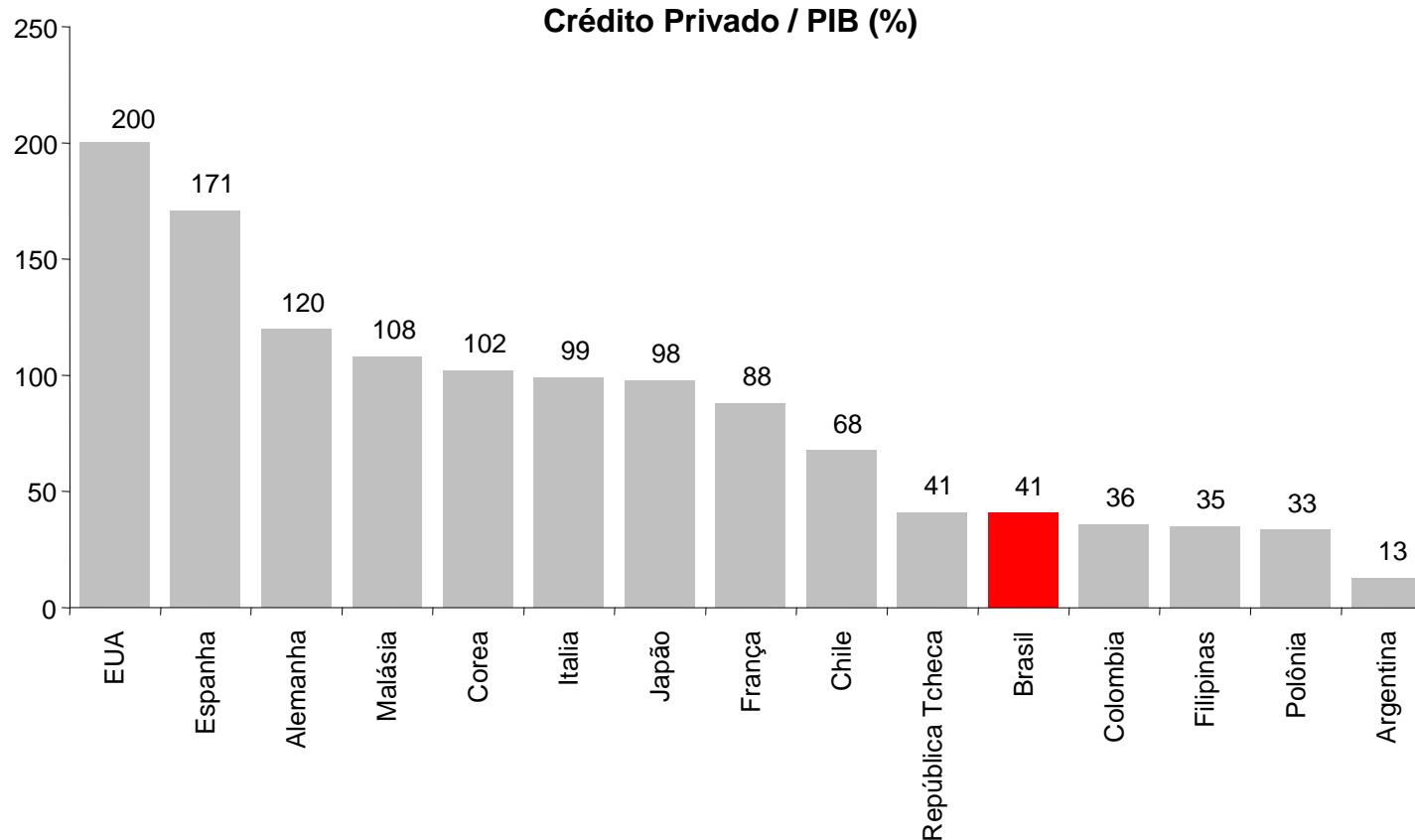
Fontes: IBGE e Citi



- Principal preocupação do Banco Central era a demanda maior que a oferta. Diferença entre vendas no varejo e produção industrial refletem isso.
- Queda da produção industrial em 12 meses já reflete o desempenho de dezembro.

Atividade Econômica – Crédito Ainda Modesto

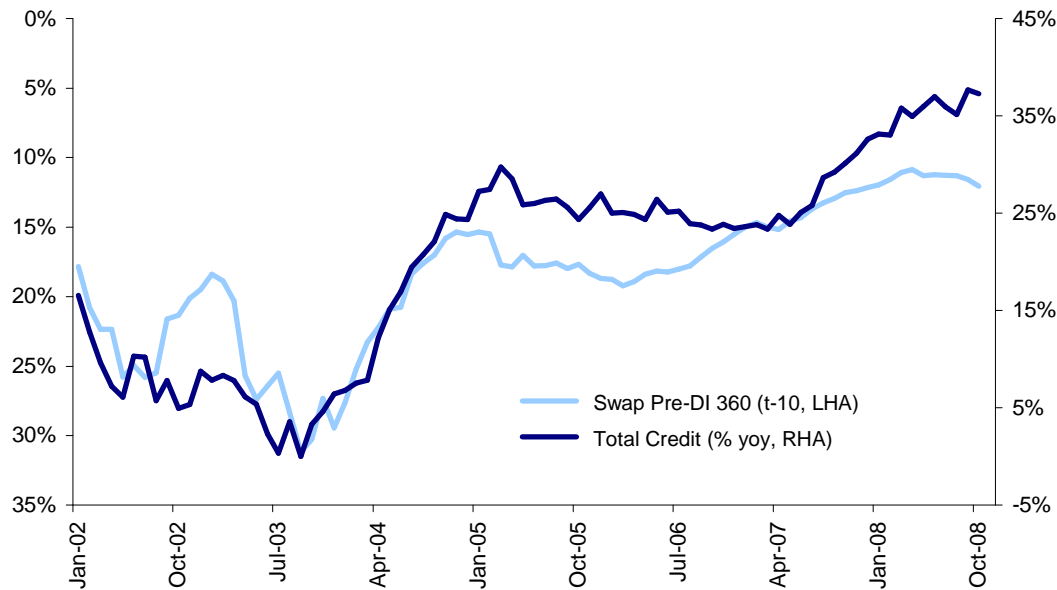
Fontes: IBGE, BC e FMI



- Comportamento recente do crédito tem sido vigoroso (crescimento de dois dígitos), mas ainda é tímido em comparações internacionais.
- Ainda há espaço para mais crescimento, principalmente do imobiliário.
- Importante para aumentar o canal de transmissão da política monetária.

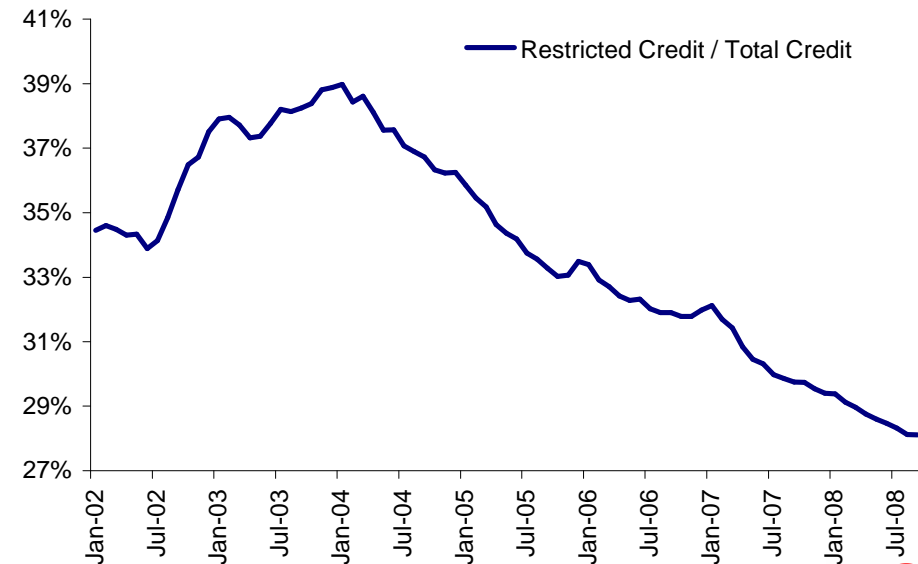
Atividade Econômica – Crédito e Setor Público

Fonte: Citi



- Crédito ainda está desacelerando.
- Nós esperamos crescimento do crédito de 12%–14% em 2009.
- Altas reservas compulsórias se revelaram um seguro contra problemas de liquidez do sistema bancário.

- Várias medidas foram tomadas para que os bancos públicos tornem mais suave queda no crédito
- Crédito imobiliário ainda incipiente no Brasil, o que reduz os riscos dos bancos.



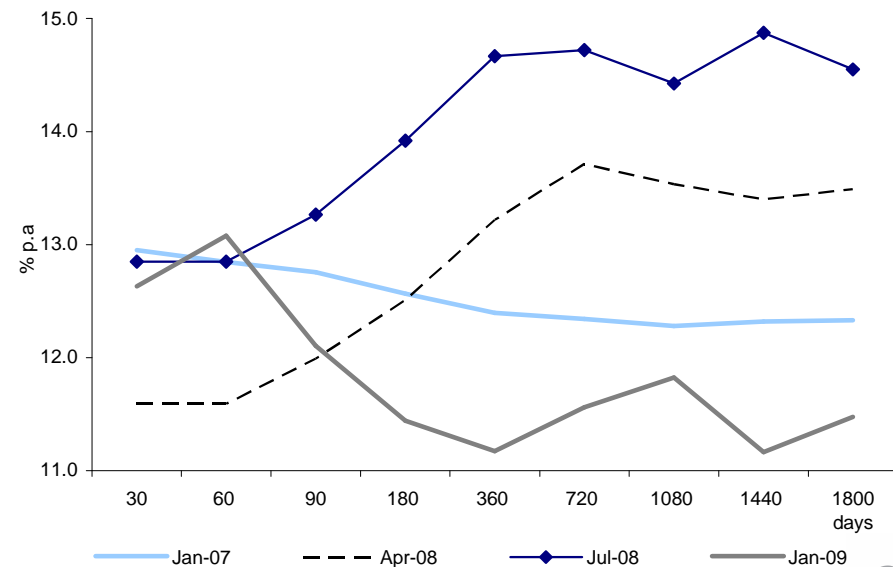
Política Monetária – Juros Real e Curva de Juros

Fonte: Citi



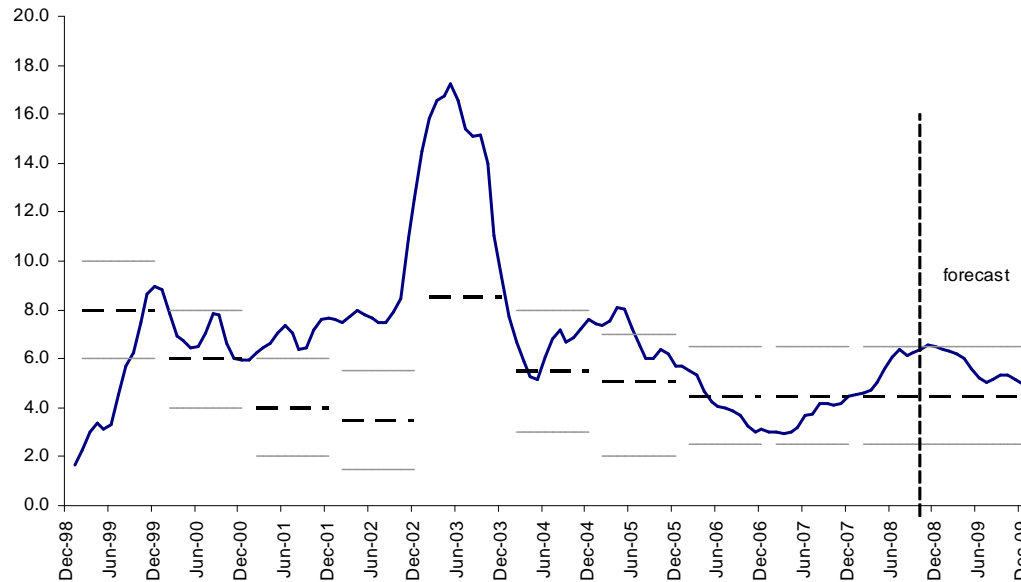
- Melhor medida da taxa de juros real é o Swap pré-DI 360, deflacionado pela expectativa de inflação de 12 meses à frente.
- Até recentemente estava no mais baixo valor histórico, mas retórica do Banco Central já começou a fazer o seu trabalho.
- Os juros estão no menor valor em termos reais desde 2002.

- Ambiente internacional foi o *driver* para os movimentos da curva longa.
- Já precifica mais de 300 pontos de corte esse ano.

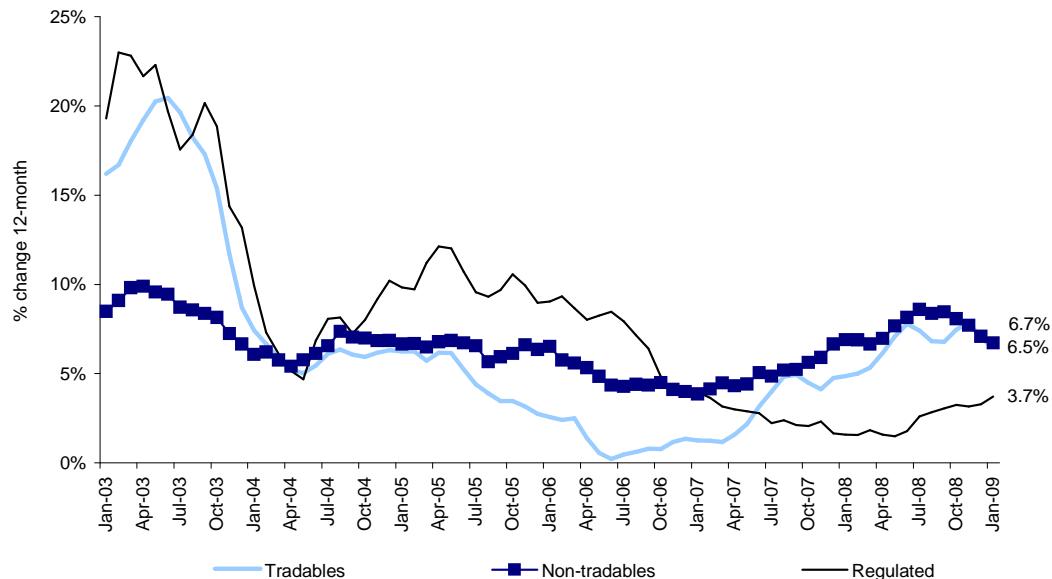


Inflation “Dragon” Turned Into a “Lizard”?

Fontes: BC e Citi



- Inflação vazou o topo da meta em outubro, mas já está voltando.
- Nossa projeção para 2009 é de 4,7%.
- Serviços e alimentos ainda pressionam mas o cenário é benigno.

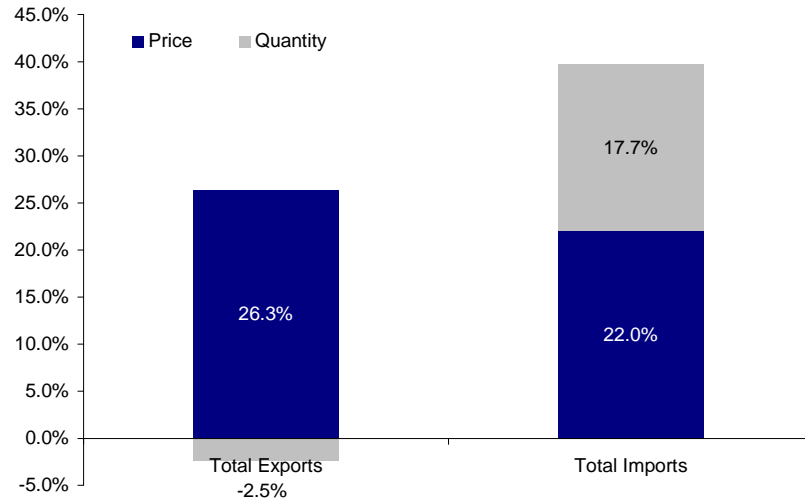


- Preços administrados deixaram de ser os vilões.
- *Non-tradable*, que são os mais rígidos, ainda não voltaram, mas com atividade fraca devem.
- *Tradeables* altos mais devido aos alimentos do que repasse do câmbio.

Principais Indicadores Externos

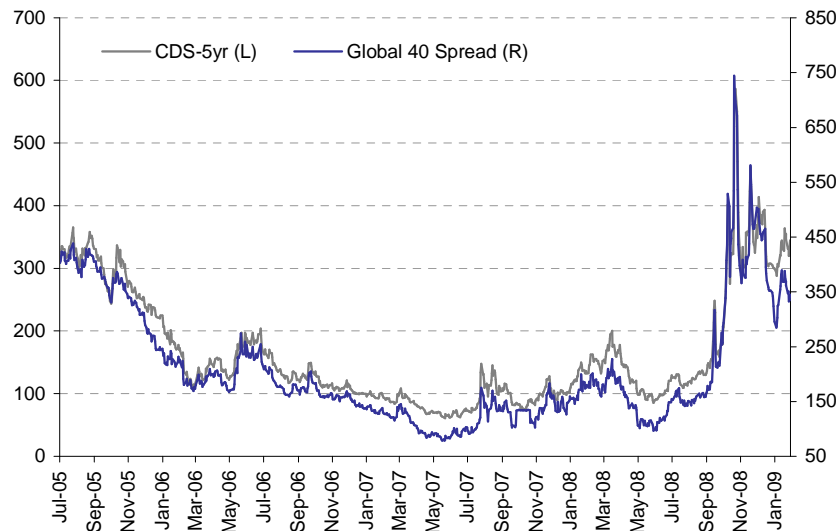
Fontes: MDIC, BC e Citi

Balança Comercial (Acum em 12 meses, Dez / 08)

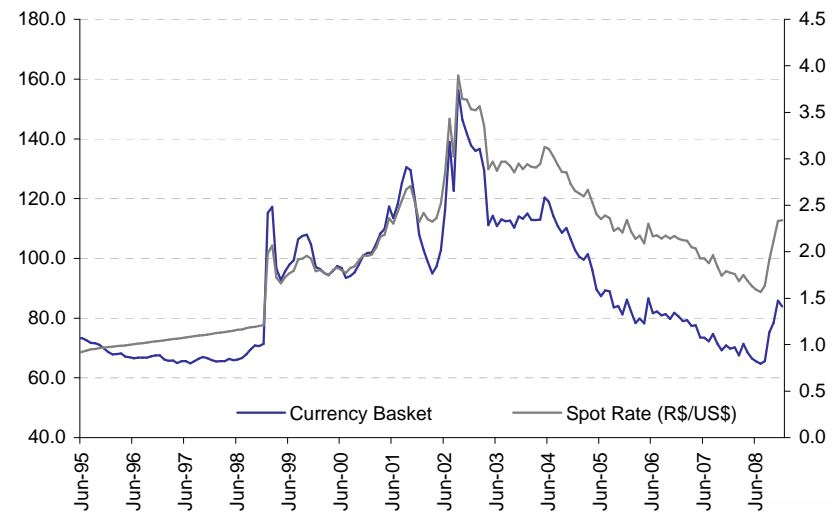


- Grande aumento do volume importado permite a demanda doméstica crescer mais do que a oferta.
- Risco Brasil subiu muito nos últimos dias mas muito distante do que era em 20/02/2003.
- Câmbio real tinha que apreciar devido a melhores dos termos de troca e pequena dívida externa pública.

CDS e Spread do Global 40

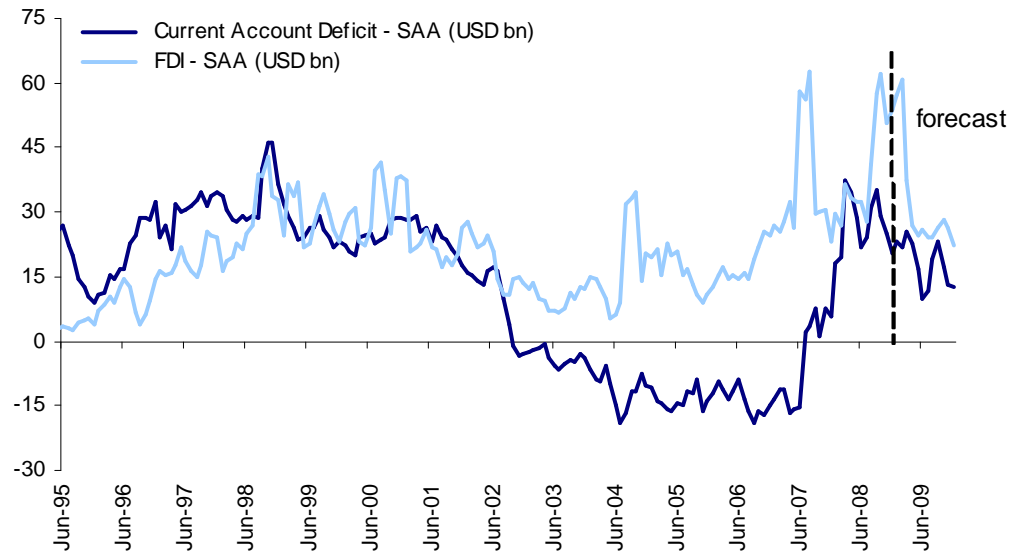


Câmbio – Nominal e Real Efetivo



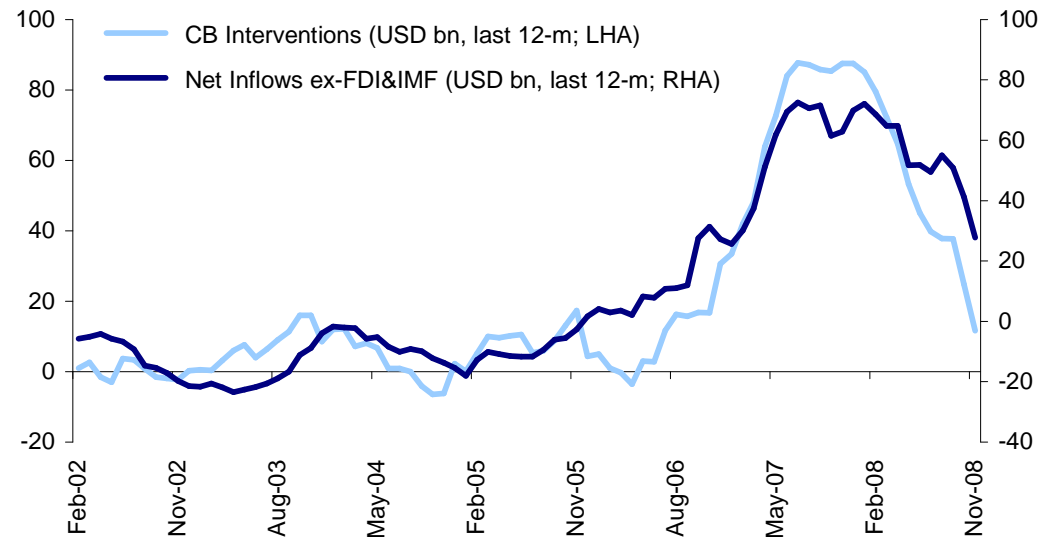
Setor Externo – Déficit Conta Corrente Aumenta

Fontes: MDIC e Citi



- Projetamos um déficit em conta corrente de US\$12 bilhões para 2009.
- Por enquanto, FDI financiando déficit em conta corrente.
- Pequeno vencimento de dívida em 2009, favorável a câmbio menos depreciado.

- A queda do PIB mundial tem afetado a entrada de capitais
- Banco Central tem comprado ou vendido o fluxo.



Simulações de Balança Comercial

Fontes: MDIC e Citi

US\$ bilhões

Hipóteses: Cenário Base

	2007	2008	2009
Exportações Mundiais	14%	15%	-16%
Preços <i>Commodities</i>	11%	28%	-20%
Taxa de Juros Real	-10%	-8%	17%
Produção Industrial	6%	3,1%	1,5%

Nota: médias

Hipóteses: Cenário Pessimista

	2007	2008	2009
Exportações Mundiais	14%	15%	-13%
Preços <i>Commodities</i>	11%	28%	-36%
Taxa de Juros Real	-10%	-8%	17%
Produção Industrial	6%	6%	4%

Nota: médias

Resultados: Cenário Base

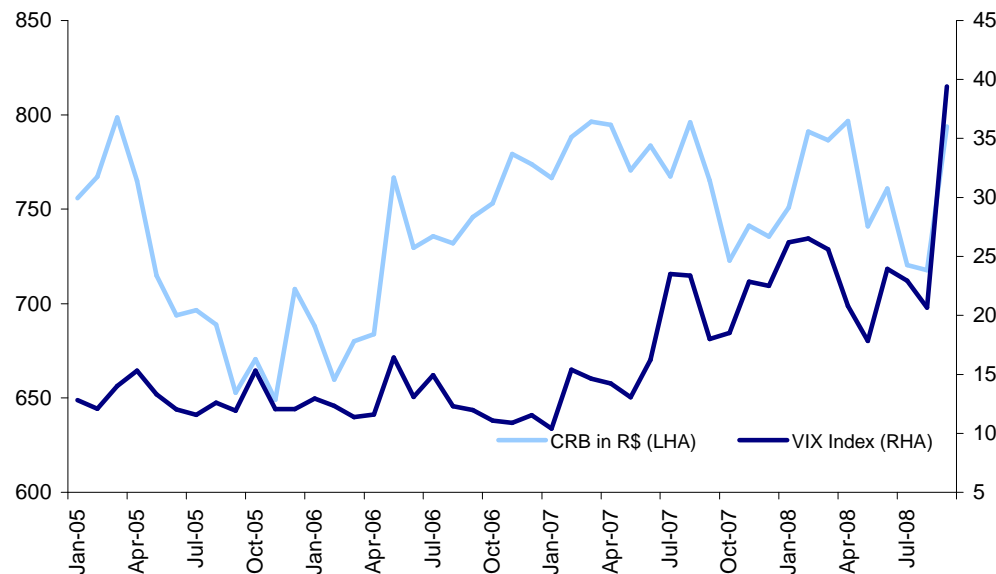
	2007	2008	2009
Exportações	160	198	158
Importações	120	173	138
Balança Comercial	40	25	20

Resultados: Cenário Pessimista

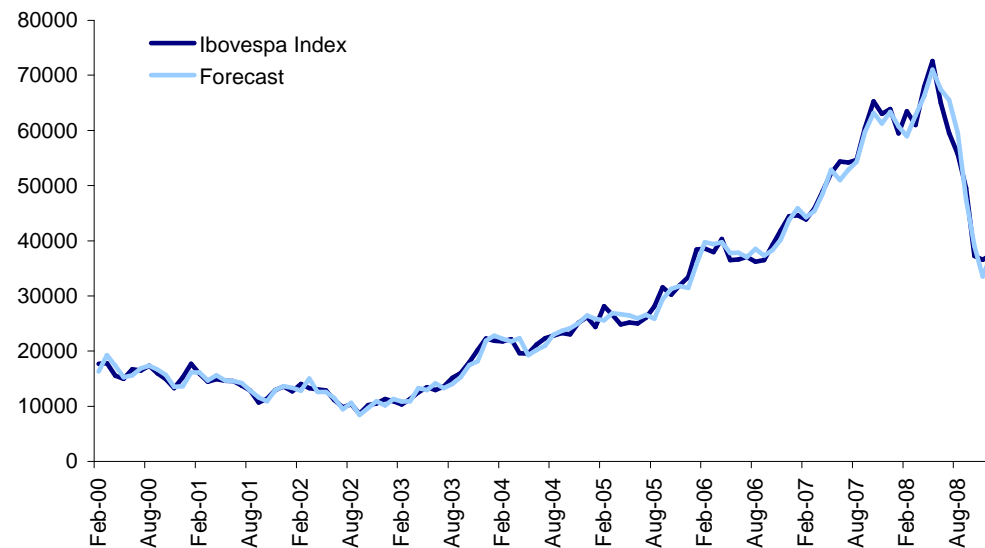
	2007	2008	2009
Exportações	160	198	147
Importações	120	173	151
Balança Comercial	40	25	-4

CRB, Índice VIX e IBOVESPA

Fontes: MDIC e Citi



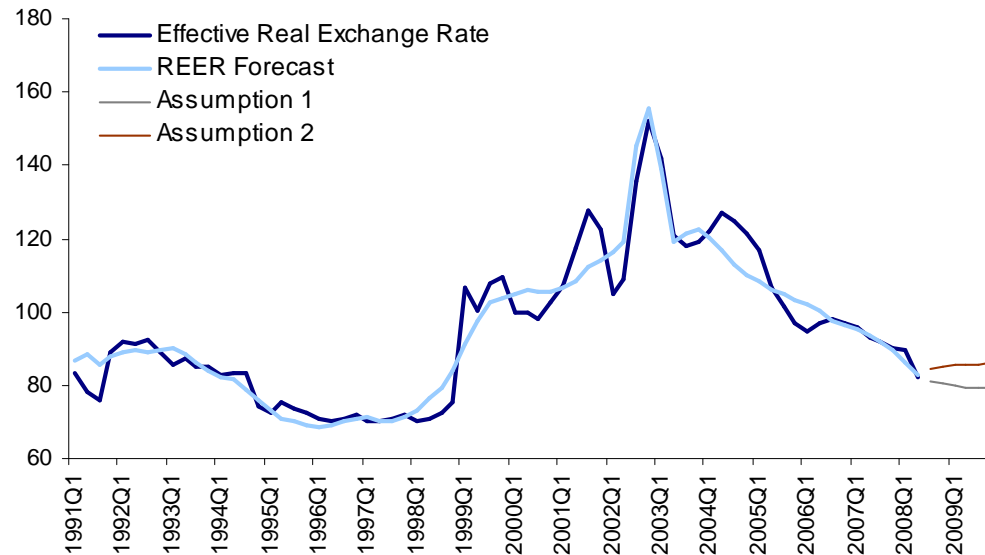
- Índice de aversão ao risco medido pela volatilidade do S&P.
- CRB em R\$ mostra aumento recente, em parte já revertido.
- Depreciação recente mais que compensou queda do preço das *commodities* e está associada ao aumento do risco.



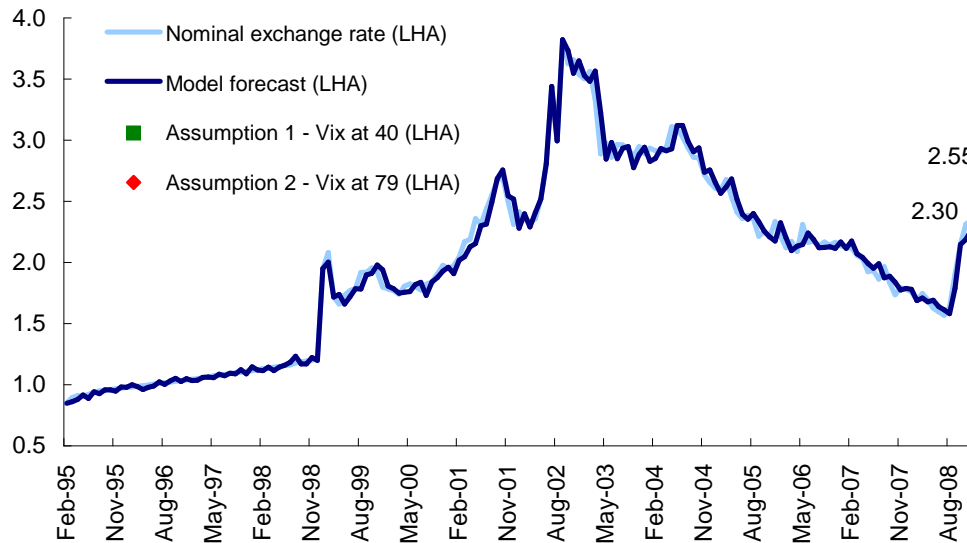
- Ibovespa explicada pelo S&P500, pela taxa de câmbio e aversão a risco (*High Yield*).
- No final de dezembro, modelo projetava 37600.
- R2 – 58%.

Setor Externo – Taxa de Câmbio Real e Nominal

Fontes: MDIC e Citi



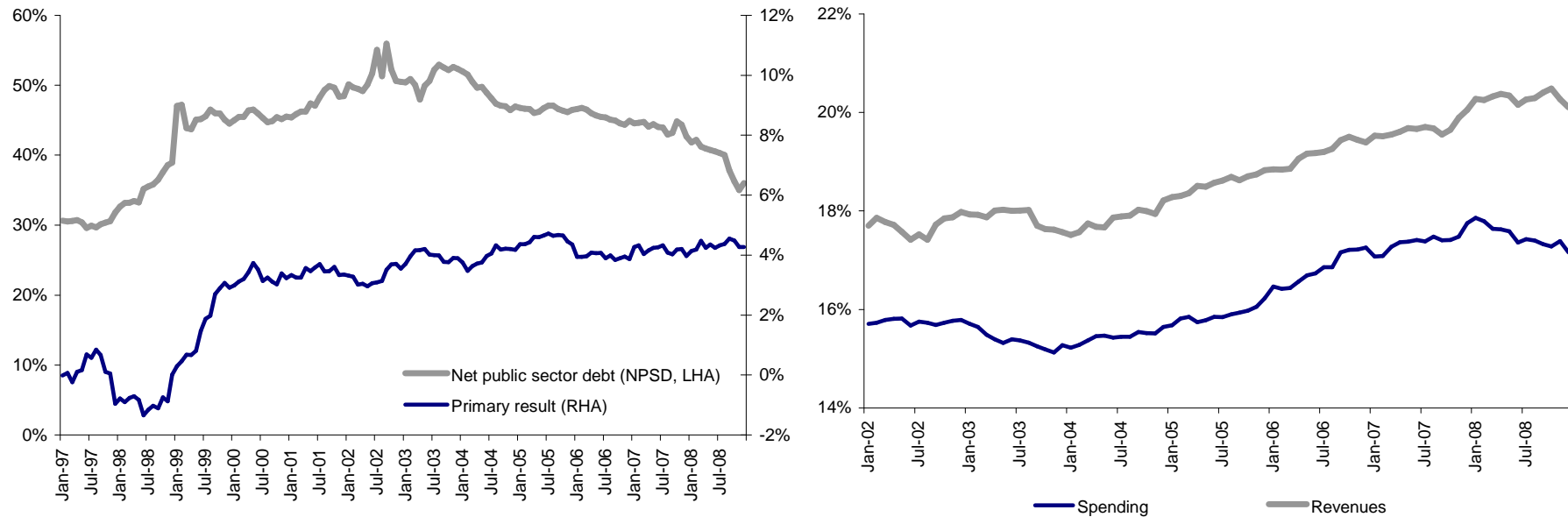
- Modelo de câmbio real de equilíbrio, dependendo de preço das *commodities* e dívida pública total (doméstica e externa).
- Hipótese 1 CRB a 470.
- Hipótese 2 CBR a 370 no 4º tri 2009 – Equilíbrio USD/BRL 1,90.



- Modelo de câmbio nominal dependendo de preço das *commodities* e aversão a risco.
- Hipótese Índice VIX a 40.
- Hipótese 2 Índice VIX a 79.

Setor Fiscal – Ainda Há Muito a Ser Feito

Fontes: BC e Citi

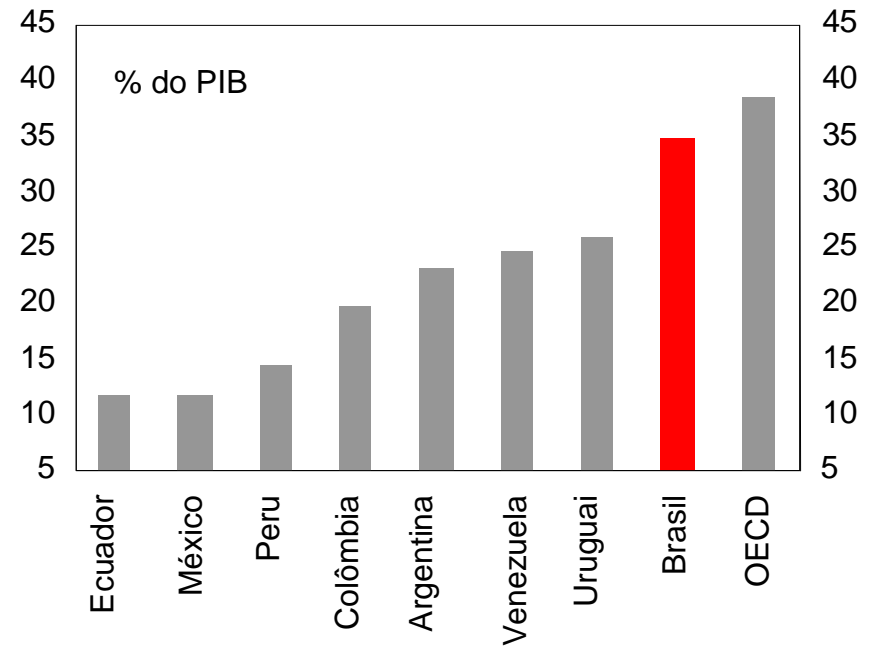
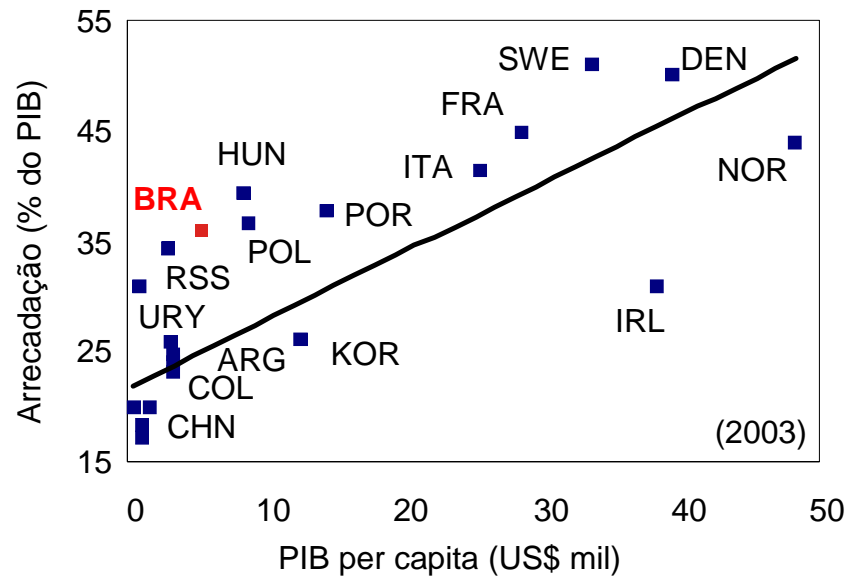


- Dívida/PIB caiu com a apreciação do câmbio.
- Despesas correntes pararam de crescer em 2008.
- Receitas infladas com o crescimento, inchando a carga tributária para 38% do PIB.

Setor Fiscal – Ainda Há Muito a Ser Feito

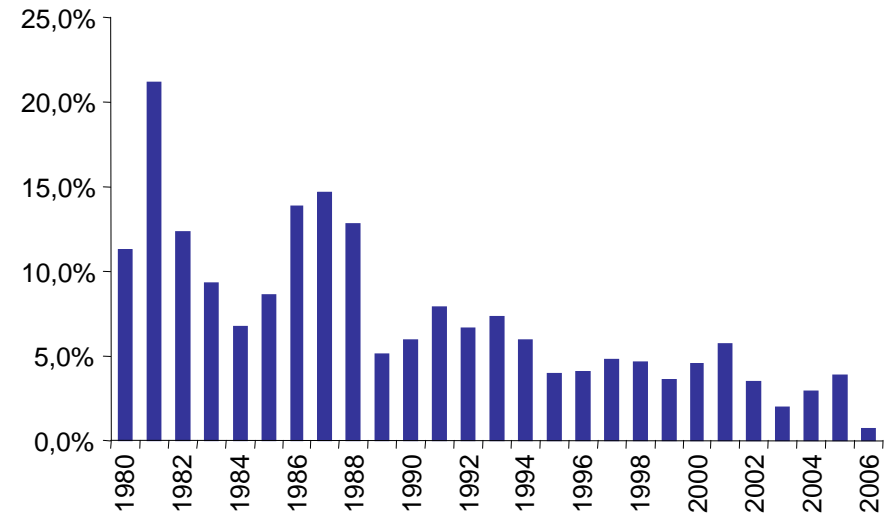
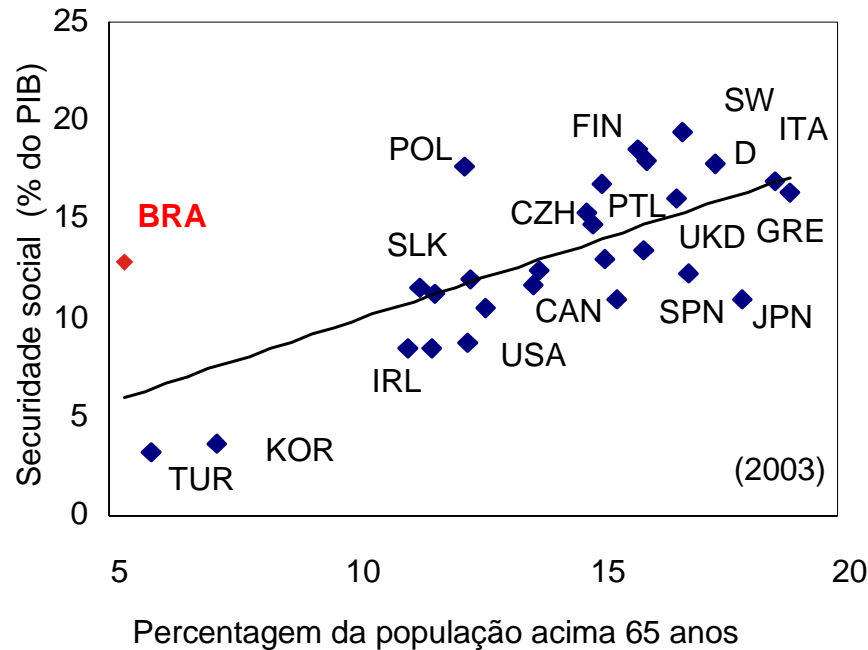
Fontes: BC e Citi

Arrecadação Tributária na América Latina e no Mundo



Seguridade Social e Investimento Público

Fontes: BC e Citi



- O déficit da seguridade social tem crescido sem reformas e é incompatível com a renda *per capita* e a estrutura etária do país.
- Governo Lula está passando ao largo desse problema como avestruz.

- Investimento público tem sido sacrificado pela rigidez do orçamento.
- Nem os 0,5% do PIB do PPI o governo tem tido competência para gastar.

Projeções Macroeconômicas

Fonte: Citi

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008p	2009p	2010p
PIB Brasil (US\$ bilhões)	504,4	553,6	663,8	882,7	1.067,3	1.432,7	1.591,4	1.344,5	1.555,4
Taxa Crescimento Real PIB (% - preços mercado)	2,7	1,1	5,7	3,2	3,8	5,4	5,6	1,0	4,0
Inflação (IPCA) – fim de período (%)	12,5	9,3	7,6	5,7	3,1	4,5	5,9	4,7	4,5
Taxa de Juros Nominal Selic (média, % aa)	19,1	23,2	16,2	19,2	15,1	12,0	12,5	10,9	9,6
Taxa de Juros Nominal Selic (fim de período, % aa)	25,0	16,5	17,8	18,0	13,3	11,3	13,8	10,3	9,0
Taxa Câmbio (fim de período R\$/US\$)	3,53	2,89	2,65	2,34	2,14	1,77	2,34	2,20	2,00
Setor Público – Resultado Pimário (% PIB)	3,5	3,9	4,2	4,4	3,9	4,0	4,1	2,7	2,7
Resultado Nominal (% PIB)	-4,2	-4,6	-2,4	-3,0	-3,0	-2,3	-1,8	-2,2	-1,1
Dívida Líquida Setor Público (% PIB)	50,5	52,4	47,0	46,5	44,9	42,9	36,0	37,2	37,1
Balança Comercial (US\$ bilhões)	13,1	24,8	33,6	44,8	46,1	40,0	24,8	20,3	26,4
- Exportações (US\$ bilhões)	60,4	73,1	96,5	118,3	137,5	160,6	197,9	157,4	179,5
- Importações (US\$ bilhões)	47,2	48,3	62,8	73,6	91,4	120,6	173,1	138,0	153,0
Conta Corrente (US\$ bilhões)	-7,6	4,2	11,7	14,0	13,5	3,6	-28,2	-29,4	-25,1
Conta Corrente (% PIB)	-1,5	0,8	1,8	1,6	1,3	0,3	-1,8	-2,2	-1,6
Reservas Internacionais (US\$ bilhões)	37,8	49,3	52,9	53,8	85,8	180,3	206,8	180,0	180,0
Dívida Externa Total (US\$ bilhões)	210,7	214,9	201,4	169,5	172,6	197,7	186,5	180,8	174,1

(p) projeção

Any terms set forth herein are intended for discussion purposes only and are subject to the final terms as set forth in separate definitive written agreements. This presentation is not a commitment to lend, syndicate a financing, underwrite or purchase securities, or commit capital nor does it obligate us to enter into such a commitment, nor are we acting as a fiduciary to you. By accepting this presentation, subject to applicable law or regulation, you agree to keep confidential the existence of and proposed terms for any transaction contemplated hereby (a "Transaction").

Prior to entering into any Transaction, you should determine, without reliance upon us or our affiliates, the economic risks and merits (and independently determine that you are able to assume these risks) as well as the legal, tax and accounting characterizations and consequences of any such Transaction. In this regard, by accepting this presentation, you acknowledge that (a) we are not in the business of providing (and you are not relying on us for) legal, tax or accounting advice, (b) there may be legal, tax or accounting risks associated with any Transaction, (c) you should receive (and rely on) separate and qualified legal, tax and accounting advice and (d) you should apprise senior management in your organization as to such legal, tax and accounting advice (and any risks associated with any Transaction) and our disclaimer as to these matters. By acceptance of these materials, you and we hereby agree that from the commencement of discussions with respect to any Transaction, and notwithstanding any other provision in this presentation, we hereby confirm that no participant in any Transaction shall be limited from disclosing the U.S. tax treatment or U.S. tax structure of such Transaction.

IRS Circular 230 Disclosure: Citigroup Inc. and its affiliates do not provide tax or legal advice. Any discussion of tax matters in these materials (i) is not intended or written to be used, and cannot be used or relied upon, by you for the purpose of avoiding any tax penalties and (ii) may have been written in connection with the "promotion or marketing" of the Transaction. Accordingly, you should seek advice based on your particular circumstances from an independent tax advisor.

We are required to obtain, verify and record certain information that identifies each entity that enters into a formal business relationship with us. We will ask for your complete name, street address, and taxpayer ID number. We may also request corporate formation documents, or other forms of identification, to verify information provided.

Any prices or levels contained herein are preliminary and indicative only and do not represent bids or offers. These indications are provided solely for your information and consideration, are subject to change at any time without notice and are not intended as a solicitation with respect to the purchase or sale of any instrument. The information contained in this presentation may include results of analyses from a quantitative model which represent potential future events that may or may not be realized, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. Any estimates included herein constitute our judgment as of the date hereof and are subject to change without any notice. We and/or our affiliates may make a market in these instruments for our customers and for our own account. Accordingly, we may have a position in any such instrument at any time.

Although this material may contain publicly available information about Citigroup corporate bond research or economic and market analysis, Citigroup policy (i) prohibits employees from offering, directly or indirectly, a favorable or negative research opinion or offering to change an opinion as consideration or inducement for the receipt of business or for compensation; and (ii) prohibits analysts from being compensated for specific recommendations or views contained in research reports. So as to reduce the potential for conflicts of interest, as well as to reduce any appearance of conflicts of interest, Citigroup has enacted policies and procedures designed to limit communications between its investment banking and research personnel to specifically prescribed circumstances.

© 2006 Citigroup Global Markets Inc, Member SIPC, All rights reserved, CITIGROUP and the Umbrella Device are trademarks and service marks of Citigroup or its affiliates and are used and registered throughout the world,

© 2006 Citigroup Global Markets Limited, Authorized and regulated by the Financial Services Authority, All rights reserved, CITIGROUP and the Umbrella Device are trademarks and service marks of Citigroup or its affiliates and are used and registered throughout the world,