

# Instante



**pezco**  
pesquisa &  
consultoria



Foco: *Capital Budgeting*

A semana: desempenho do mercado e calendário econômico

Fundamentos da economia: atividade, preços, fiscal e externo

Cenário econômico até 2012 e indicadores selecionados de infraestrutura

Imprensa: Pezco na mídia

Agende-se: Fórum de financiamento de projetos para os setores de energia e infraestrutura.



Foto: Fernanda Lima. Itaipu, Brasil 2010. Proibida reprodução não autorizada.

São Paulo

Frederico Araujo Tuolla [fredtuolla@pezco.com.br](mailto:fredtuolla@pezco.com.br)  
Maria Fernanda Freire de Lima [mfflima@pezco.com.br](mailto:mfflima@pezco.com.br)  
Thelma Harumi Ohira [thohira@pezco.com.br](mailto:thohira@pezco.com.br)  
Erika Roberta Monteiro [erika@pezco.com.br](mailto:erika@pezco.com.br)  
Marcio Gabrielli [marciogabrielli@pezco.com.br](mailto:marciogabrielli@pezco.com.br)  
Matias Chambouleyron [matias@pezco.com.br](mailto:matias@pezco.com.br)

Porto Alegre

Jorge Luiz Dietrich [dietrich@pezco.com.br](mailto:dietrich@pezco.com.br)

Administrativo e Editorial

Ana Cássia Pereira Silva [anacassia@pezco.com.br](mailto:anacassia@pezco.com.br)  
Tel/fax: +55 11 3582 5509

Treinamentos

Daniel Sales [daniel.sales@pezco.com.br](mailto:daniel.sales@pezco.com.br)  
Tel: +55 11 8635 5193

# Foco

## Capital Budgeting



Marcos de Arruda

st939g4q@drexel.edu

*Capital budgeting* é uma área de decisão do gerenciamento financeiro que estabelece critérios para investimento de recursos em projetos (ativos) de longo termo (permanentes). Como por exemplo, o investimento em terrenos para expansão de fábricas, construção de prédios ou galpões, manutenção ou aquisição de equipamentos, aquisição de uma frota de carros e/ou caminhões, construção de pontes, estradas, ou até mesmo de torres de transmissão de energia. Essas decisões, que incluem aquisição, manutenção, ou abandono de ativos permanentes são vitais para a grande maioria da empresas pelas seguintes razões:

1–Estes tipos de ativos, normalmente, requerem uma grande quantia de dinheiro (fundos).

2–Estes fundos ficarão investidos por um longo período. É muito importante salientar que decisões de *capital budgeting* são muito difíceis de serem revertidas, a não ser por um alto custo financeiro.

3–Decisões de investimento de capital geralmente têm um impacto significativo na lucratividade da companhia e a ajudam a atingir seus principais objetivos financeiros, como aumentar o seu patrimônio.

4–A decisão de repor ativos permanentes ou de abandonar projetos de investimentos que foram aceitos anteriormente determina o futuro curso de desenvolvimento da companhia.

5–A variação no capital circulante líquido está fortemente relacionada ao tamanho e utilização dos ativos imobilizados.

Contudo, decisões de *capital budgeting* não deveriam ser consideradas apenas com o objetivo de investir em terras, fábricas ou equipamentos. A decisão de “aceitar” ou “rejeitar” vem da análise de projetos e as técnicas utilizadas são amplamente utilizadas em cometimentos de longo prazo: contratos de *leasing*, fusões e aquisições, despesas de pesquisa e desenvolvimento, gerenciamento da estrutura financeira da empresa, avaliação de contratos de publicidade e de portfólio de investimentos. A metodologia do *capital budgeting* se aplica igualmente às questões de encerramento de projeto, à alienação de divisões que estão atuando abaixo do nível desejado, ou à liquidação total da empresa.

*“Contudo, decisões de capital budgeting não deveriam ser consideradas apenas com o objetivo de investir em terras, fábricas ou equipamentos”.*

Apesar de, historicamente a literatura sobre *capital budgeting* estar diretamente voltada à tomada de decisões por parte de empresas com fins lucrativos, pode-se utilizar a mesma metodologia (devido à sua praticabilidade na análise de projetos governamentais, e também de empresas sem fins lucrativos, como por exemplo, hospitais, escolas, etc. No caso de empresas com fins lucrativos, o *capital budgeting* está voltado a estudos de eficácia de custos, e no caso de empresas governamentais, técnicas de *capital budgeting* podem ser modificadas para acomodar práticas existentes que afetam a entrada e saída de dinheiro.

Apesar de um grande número de projetos de investimento de capitais se enquadrar na análise do *capital budgeting*, o processo toma muito tempo e dinheiro, especialmente quando falamos de técnicas sofisticadas de *ranking* e análise de risco. O custo desses estudos deve ser justificado pelo benefício que será adquirido. Nesse momento, a teoria deve ser adaptada à prática e, em geral, técnicas muito onerosas não devem ser utilizadas pela firma. Dessa forma, quando se monta um programa de *capital budgeting*, gerentes financeiros devem estipular um ponto de corte por tamanho do investimento. Ou seja, projetos que requerem fundos acima de um valor específico devem estar sujeitos a uma análise minuciosa de *capital budgeting*; e para projetos com investimentos abaixo do ponto de corte, o valor do ativo será considerado como despesa.

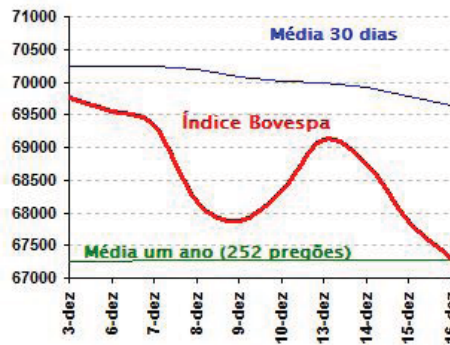
Para concluir, *capital budgeting* é simplesmente um conjunto de ferramentas que acessam os retornos e os riscos associados ao cometimento de fundos em projetos de longo prazo. Trata-se de uma especialização no campo do gerenciamento financeiro e o leitor irá notar que essa última expressão tem dois componentes: gerenciamento e finanças. Teorias financeiras não podem perseguir somente o abstrato – um conhecimento divorciado das experiências da vida real. Estas existem para formular critérios que ajudam os gerentes financeiros em suas decisões relacionadas com o financiamento das operações. Igualmente importantes são as outras contribuições para o desempenho da empresa: compras, produção, distribuição, e pessoal. Estas também devem ser incluídas no processo de decisão. Assim, o(a) gerente financeiro(a) deve apreciar as implicações de sua análise para as outras facetas dos negócios e respectivos objetivos gerenciais. Deve quantificar os efeitos financeiros dessas diversas atividades para assegurar o máximo de benefício oriundo dos esforços da empresa.

# A semana

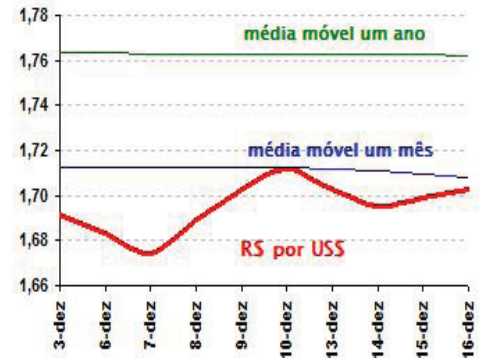
Renda fixa  
As taxas de juros



Renda variável  
A bolsa



Câmbio  
R\$/US\$



## programe sua semana

DIA INDICADORES ECONÔMICOS EVENTOS/ FERIADOS

20 SEG IGP-M 2º Dec , FGV ,Dezembro  
4-Week Bill Announcement, U.S. Department of the Treasury  
3-Month Bill Auction, U.S. Department of the Treasury  
6-Month Bill Auction, U.S. Department of the Treasury

21 TER IPCA-E, IBGE ,Outubro/Novembro/Dezembro  
IPCA -15 , IBGE , Dezembro (Pezco:0,76% dado anterior:0,86%)  
ICSC-Goldman Store Sales, ICSC  
Redbook, Redbook Research, Inc.  
4-Week Bill Auction, U.S. Department of the Treasury

22 QUA Sondagem do Consumidor, FGV , Dezembro  
MBA Purchase Applications, Mortgage Bankers Association.  
GDP, Q3f BEA  
Corporate Profits, Q3:10, BEA  
Existing Home Sales, National Association of Realtors, Nov  
EIA Petroleum Status Report, EIA.

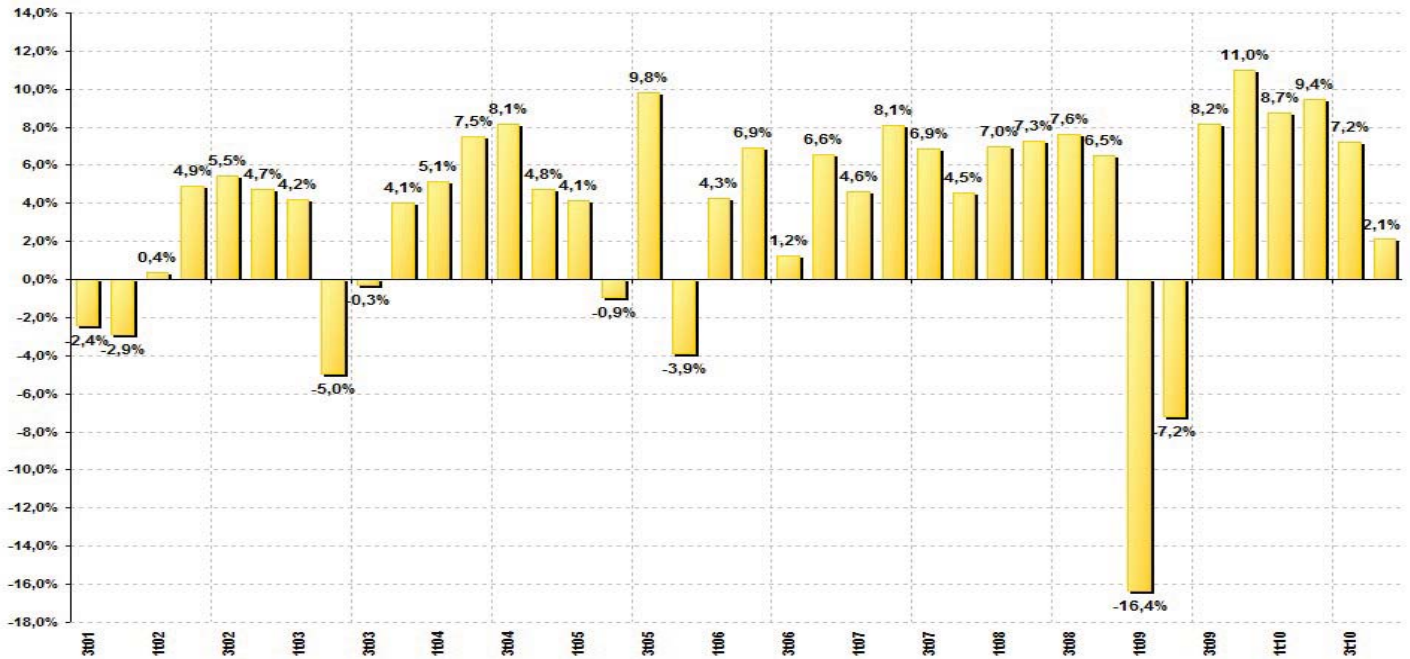
23 QUI IPC-S Q3, FGV, Dezembro  
IPC-S Capitais Q3, FGV ,Dezembro  
Durable Goods Orders, U.S. Department of Commerce, Nov  
Personal Income and Outlays, Bureau of Economic Analysis, Nov  
Jobless Claims, U.S. Department of Labor.  
Consumer Sentiment, ISR, Dec  
New Home Sales, U.S. Bureau of the Census, Nov  
EIA Natural Gas Report, EIA  
3-Month Bill Announcement, U.S. Department of the Treasury  
6-Month Bill Announcement, U.S. Department of the Treasury  
2-Yr Note Announcement, U.S. Department of the Treasury  
5-Yr Note Announcement, U.S. Department of the Treasury  
7-Yr Note Announcement, U.S. Department of the Treasury  
Fed Balance Sheet, Federal Reserve Board of Governors.  
Money Supply, Federal Reserve Board of Governors

24 SEX

Véspera de Natal

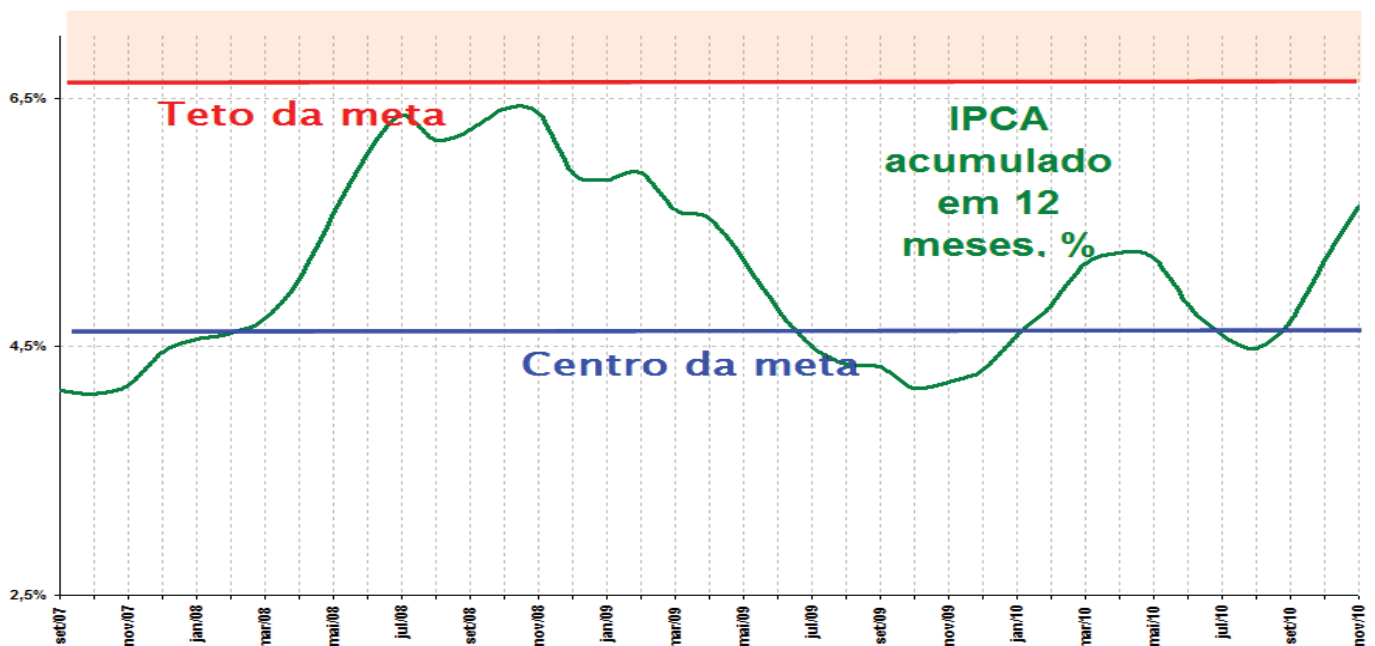
# Atividade e Preços

**ATIVIDADE:** Voltando à velocidade de cruzeiro: Brasil cresceu 2,1% no 3º trimestre/2010, em termos anualizados, ficando 6,7% acima do nível do 3º tri/2009.



Fonte: IBGE

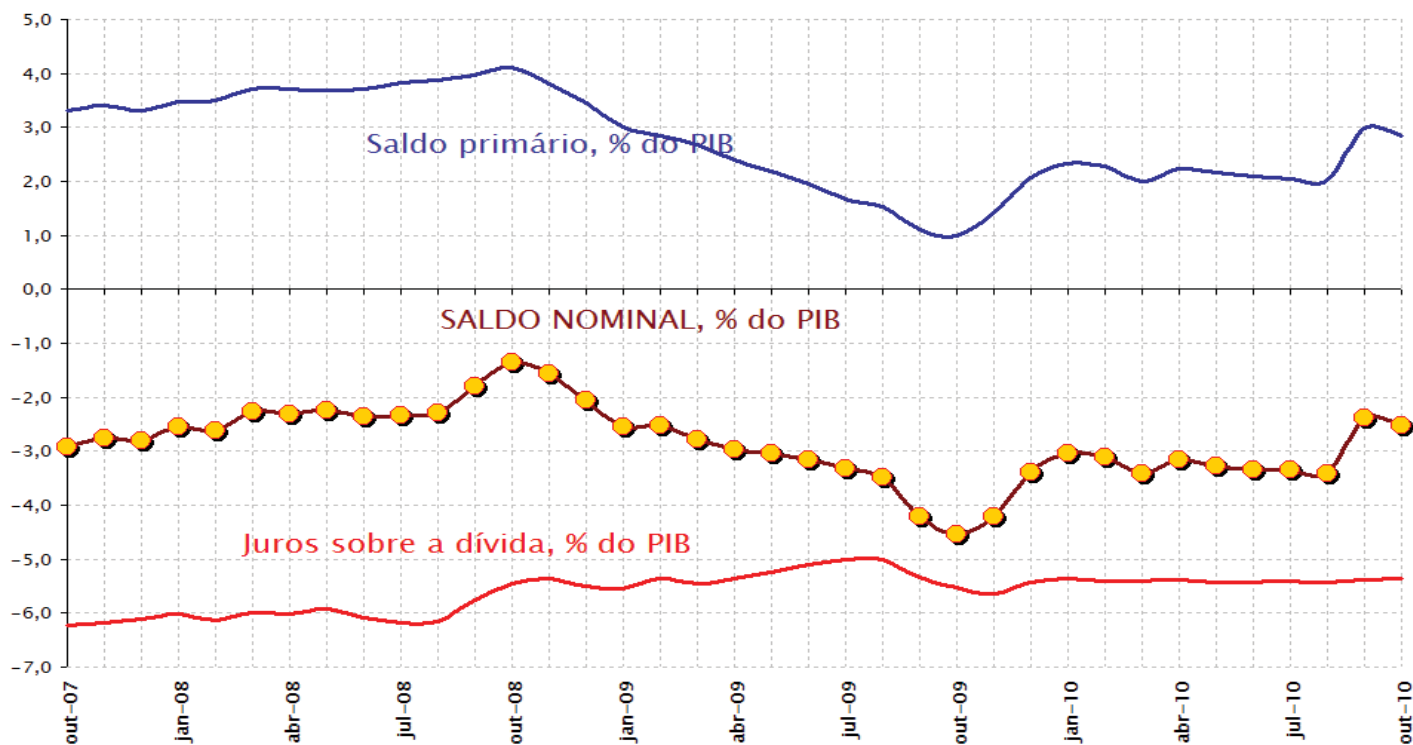
**INFLAÇÃO:** A convergência para a meta já ocorreu. A atenção agora se volta para o ritmo da retomada da economia, que pode introduzir novas pressões.



Fonte: Banco Central do Brasil

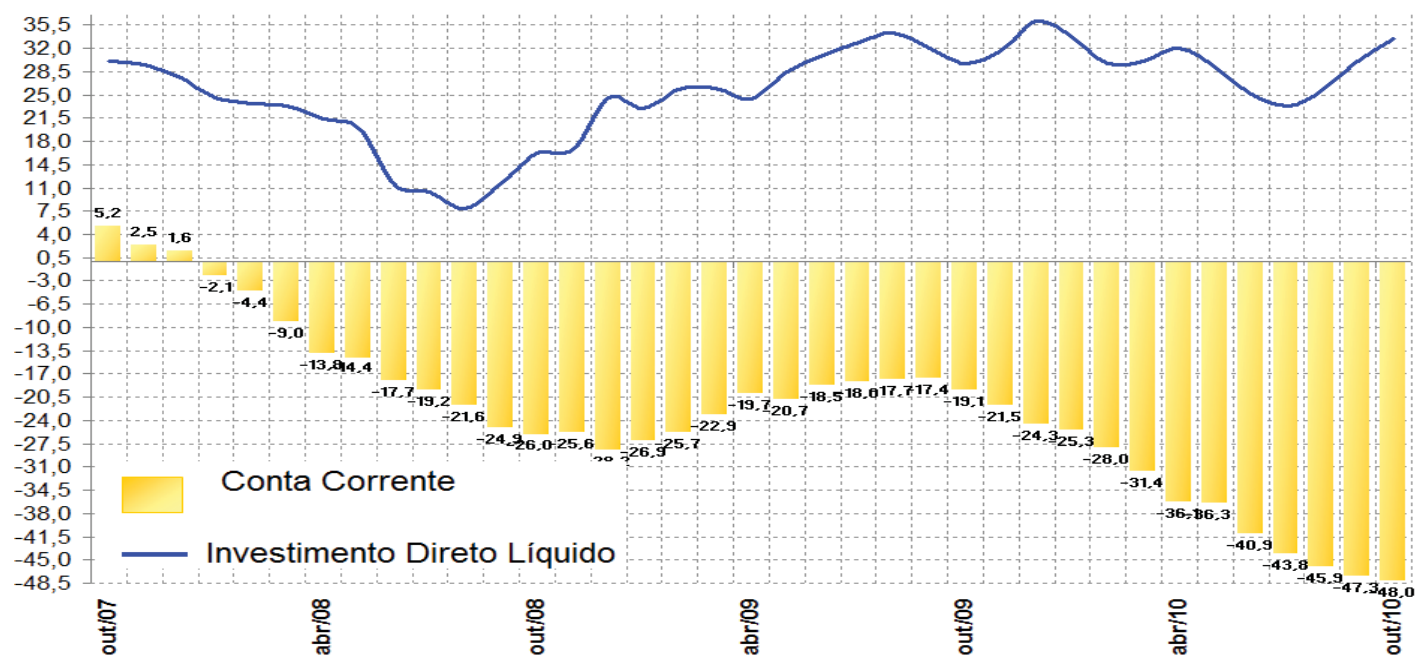
# Como andam os fundamentos?

CONTAS PÚBLICAS: toda atenção neste item será pouca! É fundamental monitorar a evolução do superávit primário: uma mudança de política não é bem vinda.



Fonte: Banco Central do Brasil

SETOR EXTERNO: embora as atenções se voltem para a piora da conta corrente, o financiamento externo é sólido, principalmente através do investimento direto estrangeiro



Fonte: Banco Central do Brasil

# Brasil – cenário econômico

## O principal risco vem das contas públicas

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011P	2012P
<b>Setor Real</b>								
PIB (R\$ bi)	2147,2	2369,5	2661,3	3004,9	3143,0	3393,9	3520,6	3641,3
PIB (US\$ bi)	882,4	1088,8	1366,5	1636,0	1577,3	1933,1	1943,5	1950,4
<b>Varição do PIB real (%)</b>								
Consumo das famílias	4,5	5,3	6,3	5,7	4,1			
Consumo do Governo	2,3	2,6	5,1	3,2	3,7			
Investimento	3,6	9,8	13,9	13,6	-9,9			
Exportação	9,3	5,0	6,2	0,5	-10,3			
Importação	8,5	18,4	19,9	15,4	-11,4			
<b>PIB – Ótica da Oferta</b>								
Agropecuária	0,3	4,8	4,8	6,1	-5,2			
Indústria	2,1	2,2	5,3	4,1	-5,5			
Extrativa Mineral	9,3	4,4	3,7	4,9	-0,2			
Transformação	1,2	1,0	5,6	3,2	-7,0			
Prod. E dist. De eletricidade, gás e água	3,0	3,5	5,4	4,5	-2,4			
Serviços	3,7	4,2	6,1	4,9	2,6			
Construção Civil	1,8	4,7	4,9	7,9	-6,3			
Comércio	3,5	6,0	8,4	6,1	-1,2			
Transporte, Armazenagem e Correios	3,5	2,1	5,0	7,0	-2,3			
Serviços de Informação	4,0	1,6	7,4	8,9	4,9			
Interm. Financeira, Prev. Complementar	5,3	8,4	15,1	12,6	6,5			
Outros Serviços	5,2	4,0	4,8	4,2	5,1			
Atividades imobiliárias e aluguel	4,7	3,0	4,9	1,8	1,4			
Admin., saúde e educação pública	1,1	3,3	2,3	1,5	3,2			
<b>Preços</b>								
IPCA (% a.a.)	5,69	3,14	4,46	5,90	4,31	5,40	4,80	4,50
Comercializáveis	2,7	1,3	4,7	7,0	2,6	4,3		
Não Comercializáveis	6,4	4,0	6,7	7,1	5,5	6,0		
Livres	4,3	2,6	5,7	7,1	4,2	5,2		
Administrados	9,0	4,3	1,7	3,3	4,7	2,5		
IGP-M (% a.a.)	1,20	3,85	7,75	9,81	-1,71	10,30	5,00	5,00
<b>Setor Público</b>								
Dívida líquida (% PIB)	48,2	46,96	45,12	38,4	42,8	42,6	44,4	45,8
Déficit Nominal (% PIB)	3,38	3,54	2,69	1,90	3,33	2,97	3,33	2,85
Participação Prefixado dívida mobiliária (%) (Posição de Custódia)	28,7	33,8	39,5	31,3	32			
Saldo primário (% PIB)	3,93	3,24	3,37	3,54	2,05	2,10	2,00	2,00
<b>Setor Externo</b>								
Transações correntes/PIB (%)	1,6	1,3	0,1	-1,7	-1,5	-2,3	-2,9	-3,1
Transações correntes (US\$ bi)	14,0	13,6	1,6	-28,2	-24,3	-44,4	-55,5	-60,0
Balança comercial (US\$ bi)	44,7	46,5	40,0	24,8	25,3	17,0	8,5	8,7
Exportações (fob) (US\$ bi)	118,3	137,8	160,6	197,9	153,0	198,0	220,0	236,5
Importações (fob) (US\$ bi)	-73,6	-91,4	-120,6	-173,1	-127,7	181,0	211,5	227,8
Balança de serviços (US\$)	-8,3	-9,6	-13,2	-16,7	-19,2	-25,0	-30,0	-32,9
Rendas (US\$)	-26,0	-27,5	-29,3	-40,6	-33,7	-40,0	-38,0	-40,0
Transferências Unilaterais (US\$ bi)	3,6	4,3	4,0	4,2	3,3	3,6	4,0	4,3
Investimento Direto Total Líquido (US\$ bi)	12,5	-9,4	27,5	24,6	36,0	22,0	13,0	10,7
Investimento Estrangeiro Direto (US\$ bi) (líquido)	15,1	18,8	34,6	45,1	25,9	34,0	28,0	25,0
Investimento Brasileiro Direto (US\$ bi) (líquido)	-2,5	-28,2	-7,1	-20,5	10,1	-12,0	-15,0	-14,3
Reservas (US\$ bi)	53,8	85,8	180,3	193,8	238,5	295,0	290,0	285,0
<b>Mercado de Trabalho</b>								
Taxa de Desemprego Aberto (média anual)	9,83	9,98	9,29	7,89	8,08	7,09		
<b>Mercado Financeiro</b>								
Taxa de Juros (fim do período)	18,00	13,25	11,25	13,75	8,75	10,75	11,25	9,50
Taxa de Câmbio (fim do período)	2,34	2,14	1,77	2,34	1,74	1,72	1,84	1,88
<b>Rating soberano moeda estrangeira (entre parênteses: nota equivalente na escala 0 a 10) (amarelo=grau especulativo; azul=grau de investimento)</b>								
Fitch	BB-(5,7)	BB(6,0)	BB+(6,3)	BBB-(7,0)	BBB-(7,0)	BBB(7,3)	BBB(7,3)	BBB(7,3)
Moody's	Ba3(5,7)	Ba2(6,0)	Ba1(6,3)	Ba1(6,3)	Baa3(7,0)	Baa2(7,3)	Baa2(7,3)	Baa2(7,3)
Standard & Poors'	BB-(5,7)	BB(6,0)	BB+(6,3)	BBB-(7,0)	BBB-(7,0)	BBB(7,3)	BBB(7,3)	BBB(7,3)

# Indicadores selecionados de infraestrutura

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010P
<b>Transporte Aéreo</b>									
Passageiros Domésticos (milhões)	-	61,27	71,49	83,48	90,01	97,95	99,01		
Passageiros Internacionais (milhões)	-	9,95	11,22	12,60	12,18	12,62	13,17		
Carga Doméstica (milhões kg)	-	657,39	717,69	752,30	641,46	620,89	627,93		
Carga Internacional (milhões kg)	-	557,22	640,83	607,84	588,22	697,73	625,07		
Pousos e Decolagens (milhares)	-	1765,60	1790	1841	1919	2042	2127,88		
Domésticos	-	1649,31	1655,76	1698,64	1781,79	1884,14	1964,23		
Internacionais	-	116,28	134,55	142,58	136,75	157,89	163,65		
<b>Ferrovias</b>									
Evolução da produção de transporte (bilhões de TKU)	170,18	182,64	205,71	221,63	238,05	257,12	-		
Evolução do índice de acidentes (acidentes por milhão de Km)	43,6	35,7	32,0	31,8	23,0	14,0	-		
<b>Transporte Rodoviário</b>									
Passageiros Transportados (milhões) <sup>1</sup>	131,68	128,37	133,69	137,17	132,61	127,63	-		
Volumes de veículos-rod concedidas (milhões)	557,27	553,08	603,07	643,44	657,19	706,69	-		
Venda de veículos bicombustível (% sobre o total)	-	6,8	25,2	52,2	78,1	85,6	88,0		
<b>Saneamento Básico</b>									
Cobertura de domicílios por rede de água (% ligação a rede geral)	81,96	82,52	82,23	82,32	83,21	83,32	-		
Cobertura de domicílios por rede de esgoto (% ligação a rede geral)	46,46	47,97	48,03	48,24	48,47	51,33	-		
Coleta de lixo (% de domicílios com coleta direta)	76,50	78,16	77,18	78,77	79,61	79,93	-		
<b>Telecomunicações</b>									
Telefones em serviço por 100 habitantes (teledensidade)	42,90	48,30	58,70	68,10	73,90	84,30	99,4		
Teledensidade fixa em serviço (por 100 hab)	22,60	22,20	22,10	21,50	20,70	20,70	21,3		
Teledensidade celular (acessos por 100 hab)	20,30	26,20	36,60	46,60	53,20	63,60	78,1		
TV por Assinatura (100 dom)	7,70	7,60	7,90	8,30	8,90	10,20	11,7		
Conexões Banda Larga (milhares)	692	1236	2299	3856	5656	7718	10010		
Evolução do acesso à internet banda larga (milhares)									
ADSL	-	983	1883	3092	3359	4573	6340		
TV por assinatura	-	203	367	629	789	1347	2170		
Outros	-	13	30	75	80	120	415		
<b>Energia Elétrica</b>									
Capacidade instalada geração (GW)/ previsão ANEEL	82,46	86,51	90,73	93,16	96,63	100,45	-		
Energia hidráulica	65,31	67,79	69,00	70,86	73,43	76,87	-		
Energia nuclear	2,01	2,01	2,01	2,01	2,01	2,01	-		
<b>Consumo energia elétrica na rede (GWh)</b>									
Residencial	-	-	-	-	85.784	89.885	94.660		
Industrial	-	-	-	-	164.725	175.701	179.977		
Comercial	-	-	-	-	55.224	58.647	62.156		
Outros	-	-	-	-	51.796	54.129	55.971		
Crescimento anual do parque gerador - pot. inst. (MW)	4.638,40	3.998,00	4.234,60	2.425,20	3.935,50	4.028,00	2.158,00		
Taxa de interrupção									
DIPC (horas/ano)*	2,26	1,53	1,53	1,03	0,81	0,58	0,54		
FIPC (vezes/ano)**	2,03	1,41	1,04	0,80	0,75	0,55	0,62		
Acréscimo anual de linhas de transmissão à rede básica (Km)	2.437,90	4.979,90	2.313,50	3.035,70	3.197,52	995,40	3.317,70		
<b>Petróleo</b>									
Reservas provadas de petróleo (bilhões barris)	9,80	10,60	11,24	11,77	12,18	12,62	12,80		
Produção de petróleo (média milhões barris/dia)	1,39	1,54	1,56	1,77	1,88	1,89	1,92		
<b>Preços componentes do IPCA</b>									
Taxa de água e esgoto (variação %)	9,48	21,00	10,41	13,42	5,03	4,82	7,11		
Energia Elétrica Residencial (variação %)	19,88	21,37	9,63	8,07	0,28	-6,16	1,11		
Comunicações	11,27	18,69	13,91	6,45	-0,24	0,67	1,78		
Ônibus intermunicipal	7,79	18,96	4,84	12,35	8,87	4,19	5,66		
Avião	54,65	7,20	6,03	28,10	-9,64	3,14	12,17		

\* Duração da interrupção no ponto de controle

\*\* Frequência de interrupção no ponto de controle

<sup>1</sup> Evolução do transporte de passageiros por ligação, inter-regional e regional

# Imprensa

## PEZCO EM RECESSO

A Pezco entrará em recesso de final de ano entre os dias 22 e 31 de dezembro. Desejamos a todos um Feliz Natal e um 2011 pleno de realizações.

## PEZCO TEM NOVO SÓCIO

Matias Chambouleyron é o novo sócio da Pezco Pesquisa & Consultoria. Matias que já trabalhou em empresas como a Petrobras, Claro e Alcatel-Lucent, é economista pela Unicamp e Mestre em Economia pela UFRJ e trabalha em planejamento de gestão no setor de infraestrutura há 20 anos. Tem vasta experiência em planejamento estratégico, gerenciamento de negócios, planejamento financeiro, planejamento comercial, controle de projetos, sistemas de informação gerencial, gerenciamento de informação e inteligência e análise de mercado.

## ANUÁRIO EXAME DE INFRAESTRUTURA

Foi publicado o Anuário Exame de Infraestrutura de 2010-2011. Pezco participou novamente da Orientação Técnica da edição. O conselho de orientação contou também com a participação do Prof. Osvaldo Agripino de Castro, que ministra cursos de direito portuário organizados pela Pezco.

## DESAFIOS DA INFRAESTRUTURA

O artigo "Desafios da Infraestrutura sem Hífen", de Frederico Turolla, foi publicado na edição de dezembro da Revista Conjuntura da Infraestrutura, editada pela ABDIB em parceria com a FGV. Leia o trecho inicial do artigo: "O que mudou na infraestrutura brasileira desde 2009? A resposta é óbvia: o hífen na grafia. *Infrastructure*, em inglês e da mesma forma em francês, não têm hífen; em alemão, *infrastruktur*; em espanhol, *infraestructura*. Finalmente, o Brasil adotou a grafia sem hífen, em linha com o padrão internacional. Em uma perspectiva histórica, quem observar retrospectivamente as duas últimas décadas verá que a era da "infra-estrutura" trouxe algumas boas notícias, mas deixou muita coisa por fazer".

## REVISTA TECNOLOGIA DE CRÉDITO

A Revista Tecnologia de Crédito, da SERASA Experian, publicou o artigo "Crédito e Internacionalização: Um Processo em Crescimento", de Ronald Concer e Frederico Turolla. O artigo discute a internacionalização das empresas brasileiras e oferece comentários sobre os elementos do sistema de crédito e de mercado de capitais, assim como as políticas públicas, que dão suporte a esse processo.

## INVESTIMENTOS DIRETOS

Os artigos da *2nd Copenhagen Conference on: 'Emerging Multinationals': Outward Investment from Emerging and Developing Economies* estão disponíveis na página [www.cbs.dk/forskning/konferencer/ofdi/menu/papers](http://www.cbs.dk/forskning/konferencer/ofdi/menu/papers), incluindo o paper "*The Macroeconomic Determinants of Outward FDI: The Influence of the Exchange Rate in the Brazilian Case*", de Ronald de Oliveira Concer, Frederico Araujo Turolla e Mario Antonio Margarido.

# Agende-se



**BRAZIL  
INFRASTRUCTURE  
& ENERGY FINANCE**  
SUMMIT / 2011

**Fórum de Financiamento de Projetos  
Para os Setores de Energia e Infraestrutura**

16 e 17 de fevereiro de 2011 | February 16th & 17th, 2011  
Blue Tree Premium Faria Lemos - São Paulo - SP - Brazil

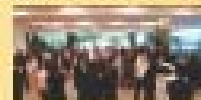
**Alternativas de financiamento**  
para viabilizar os grandes  
empreendimentos e o arcabouço  
regulatório dos setores de energia  
e infraestrutura no novo Governo.

Temas de destaque:

- Panorama regulatório dos setores de energia e infraestrutura
- Parcerias público-privada
- Financiabilidade de projetos
- Participação de fundos de investimento
- Garantias financeiras e opções de crédito
- Estruturação de seguros
- Fundos de pensão
- Alternativas de linhas de financiamento

Financing alternatives to make  
major undertakings viable and the  
regulatory framework of the energy  
and infrastructure sectors in the new  
Government.

**Pelos mesmos  
organizadores de World  
Cup Infrastructure  
Summit 2009 e 2010**



Apoio Institucional:



INSTITUTO  
BRASILEIRO DE  
INFRAESTRUTURA



BRASILEIRO DE  
INFRAESTRUTURA

pezzo

ARRAGEL  
SOLUÇÕES

PORTAL FCA

Informações e inscrições:

- [www.brief.com.br](http://www.brief.com.br)
- +55 11 3033 1633
- [ata@brief.com.br](mailto:ata@brief.com.br)

Desconto para membros e de  
entidades patrocinadoras



PEZCO é uma empresa de consultoria econômica brasileira. Somos economistas e estamos associados a advogados, administradores de empresas, engenheiros e outros profissionais. Reunimos a expertise necessária para a análise econômica multidisciplinar, imparcial e de excelência. A equipe e nossos associados/consultores se destacam pela formação acadêmica, experiência e responsabilidade com relação a aspectos como: prazos, confidencialidade e coerência de teses. Nossa visão é a de colaborar com decisões de negócios pró-competitividade e influenciar o desenho de ações econômicas, políticas e regulatórias efetivas, promotoras de bem-estar.

**TERMO DE EXONERAÇÃO DE RESPONSABILIDADE** Este documento tem como objetivo servir de base para a discussão de elementos do ambiente econômico e setorial, através da compilação de informações e exposição de análises e de pontos-de-vista. Tomamos os melhores cuidados com a confiabilidade das informações e de suas fontes, mas não podemos garantir a exatidão das mesmas ou das análises realizadas sobre elas. Todas as informações aqui contidas a título de “projeção” ou “previsão” se referem a análises com base em elementos e tendências atuais, cujos pressupostos podem mudar significativamente ao longo do tempo. A Pezco Pesquisa e Consultoria Ltda e a Pezco Editora e Desenvolvimento Ltda não se responsabilizam por decisões tomadas com base neste relatório. Tanto Pezco quanto seus eventuais colaboradores e consultores, bem como convidados que figuram neste relatório, podem manter posições em ativos mencionados neste documento, bem como podem estar participando ou ter participado de projetos de consultoria/assessoria relacionados a organizações e pessoas aqui mencionadas. Os profissionais que figuram neste documento não são, necessariamente, vinculados a Pezco em qualquer aspecto. Ainda, no caso deste conteúdo ser distribuído no âmbito de contrato entre Pezco e Internet Securities do Brasil Ltda (Grupo Euromoney), a Pezco garante ter os direitos de utilização econômica e/ou autorais relativos a este material, ou autorização, exceto aqueles dados que estiverem em domínio público. Se o documento foi recebido por engano, ou se não deseja mais recebê-lo, queira responder à mensagem eletrônica com ordem de interrupção do envio como “excluir”, ou enviar e-mail com esta solicitação para [pezco@pezco.com.br](mailto:pezco@pezco.com.br). Este documento não se destina a oferecer ou solicitar compra ou venda de quaisquer bens ou serviços.

Este relatório também está disponível em:



**i-press.biz**  
economia & mercado

BLOOMBERG PROFESSIONAL® service

Também distribuído por:



Instante é uma newsletter semanal de temas econômicos, incluindo conjuntura macroeconômica, questões setoriais, infra-estrutura, concorrência e regulação.

Produzida pela Pezco, é distribuída a um mailing selecionado e através de contrato firmado pela Pezco com Euromoney, plataforma Internet Securities.

Sua solicitação pode ser realizada por meio do endereço <http://www.pezco.com.br/?area=news>

Edições anteriores



PEZCO PESQUISA & CONSULTORIA LTDA  
R. Dr. Neto de Araújo, 320 cj 1307 – Vila Mariana  
04111-001 São Paulo-SP  
Telefone: +55 (11) 3582 5509  
Website: [www.pezco.com.br](http://www.pezco.com.br)  
E-mail: [pezco@pezco.com.br](mailto:pezco@pezco.com.br)