



Perspectivas: Cenário macro e curva de juros

Fernando Barbosa

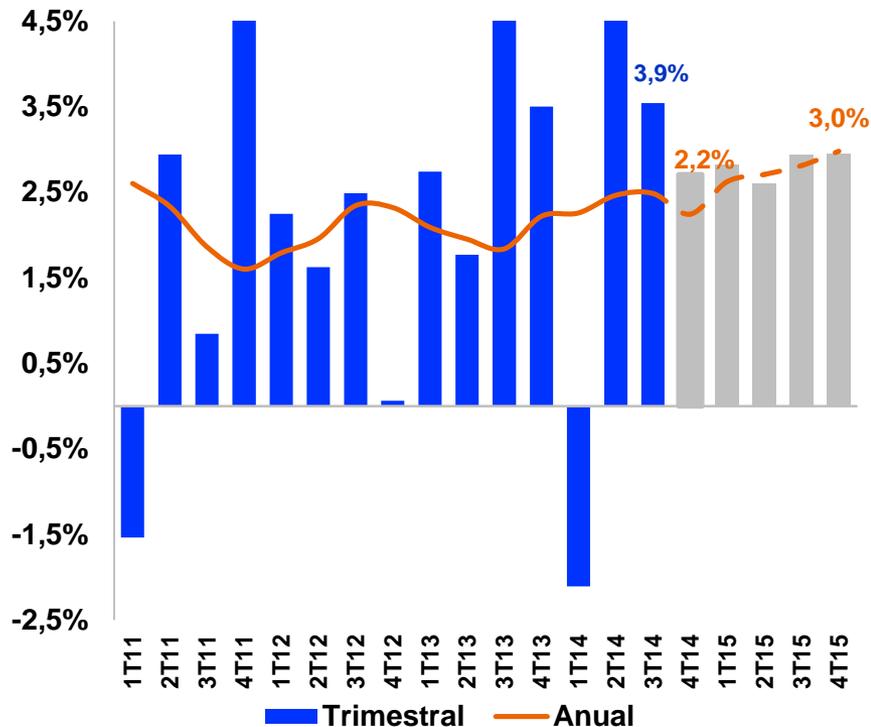
Pesquisa Macroeconômica – Itaú Unibanco



EUA: atividade deve continuar crescendo em torno de 3%

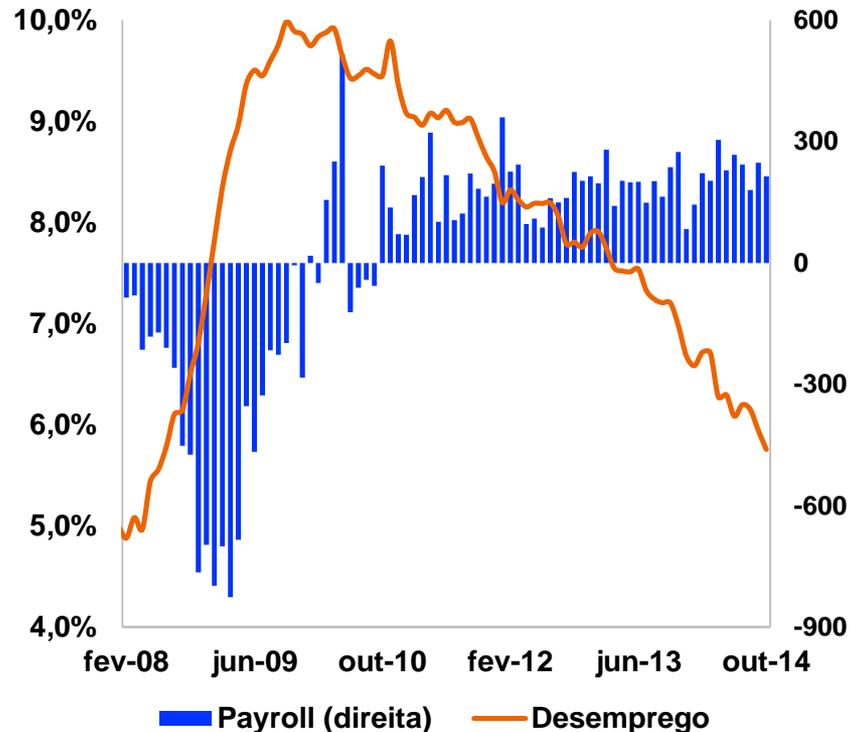
Crescimento real do PIB

Ajustado sazonalmente, taxa anualizada, %



Desemprego e criação líquida de empregos

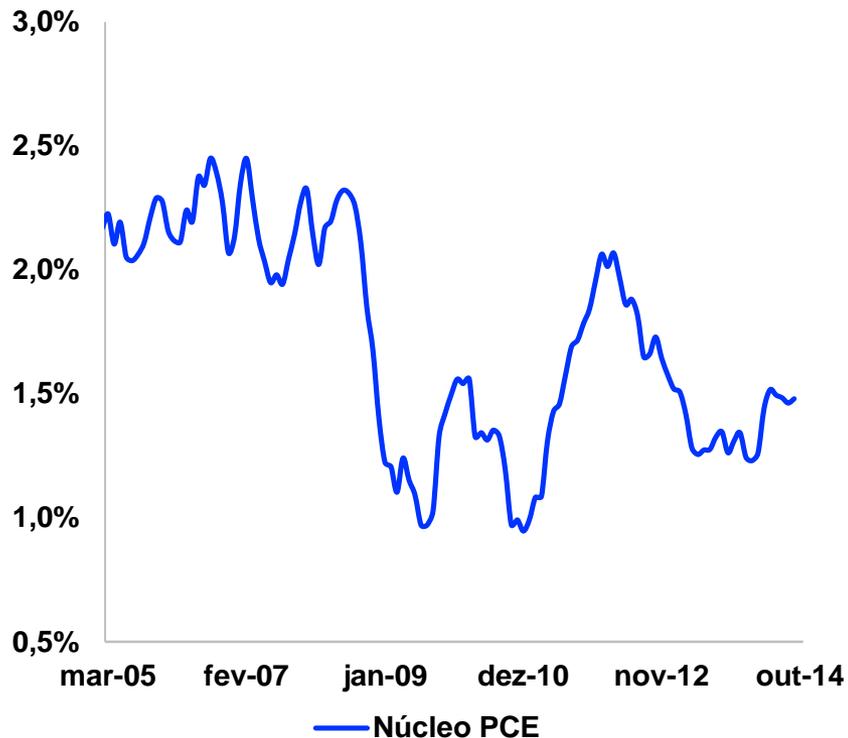
%, milhares



Fed deve começar a elevar os juros em junho de 2015

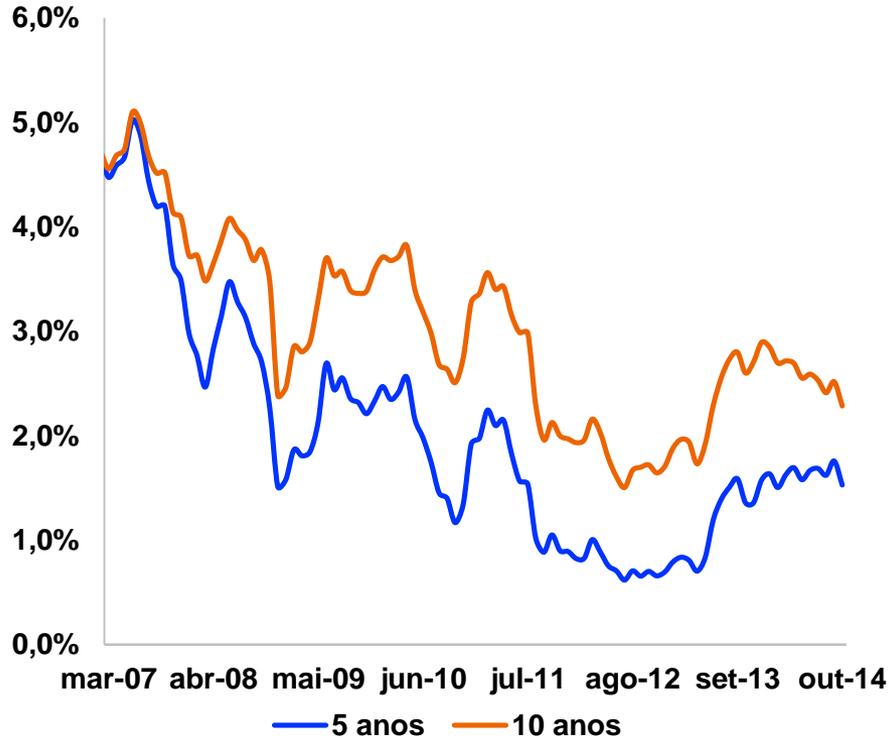
Núcleo da inflação (PCE)

Varição anual (%), dessazonalizado



Juros longos americanos

%, média mensal

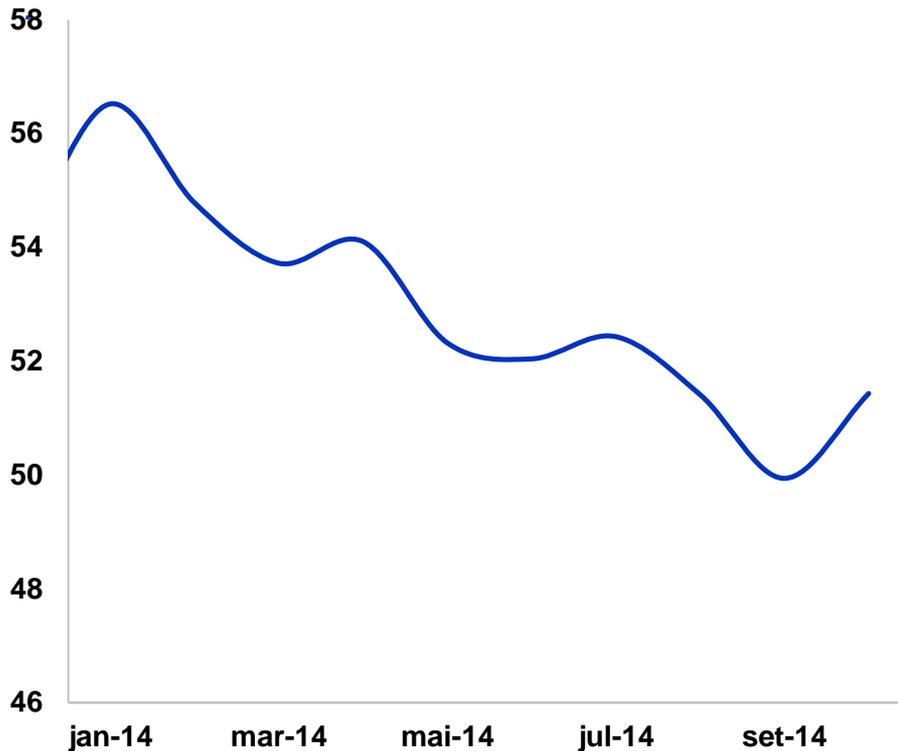


Europa: atividade segue fraca, mas não deve haver recessão

- Sinais mistos na Alemanha, fraqueza persistente na França e Itália

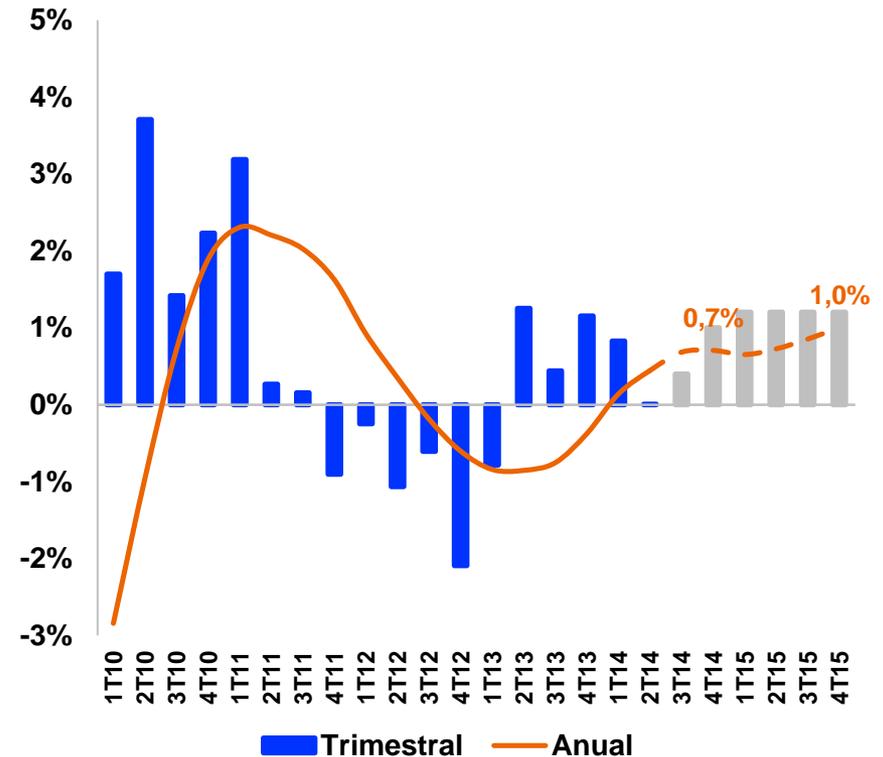
PMI da Alemanha

Maior que 50 indica expansão (PMI)



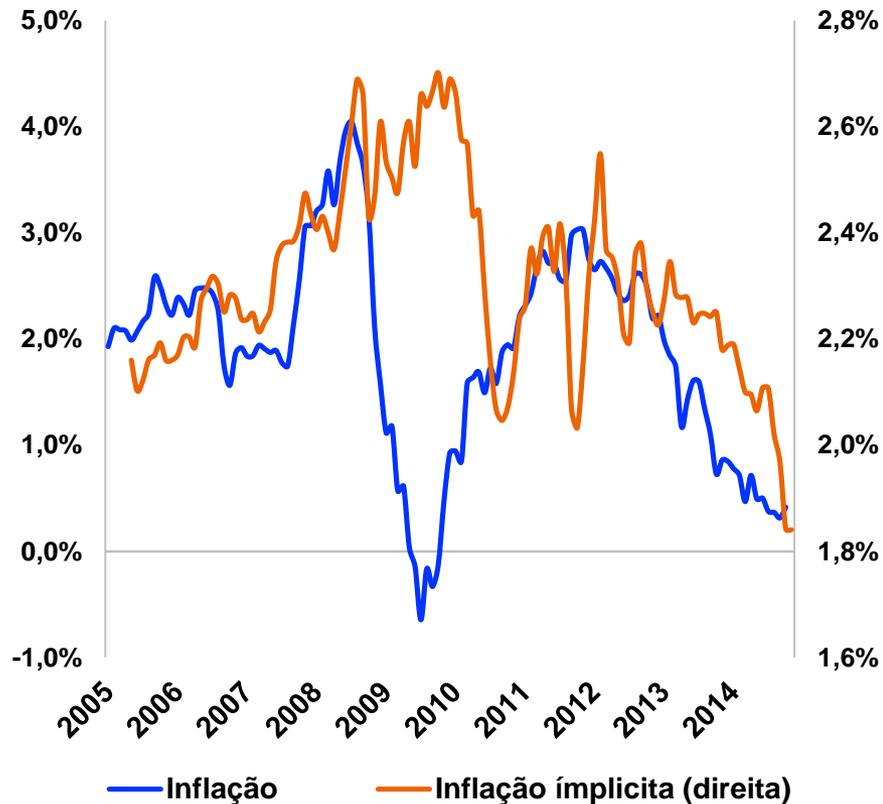
PIB da zona do euro

Crescimento anualizado

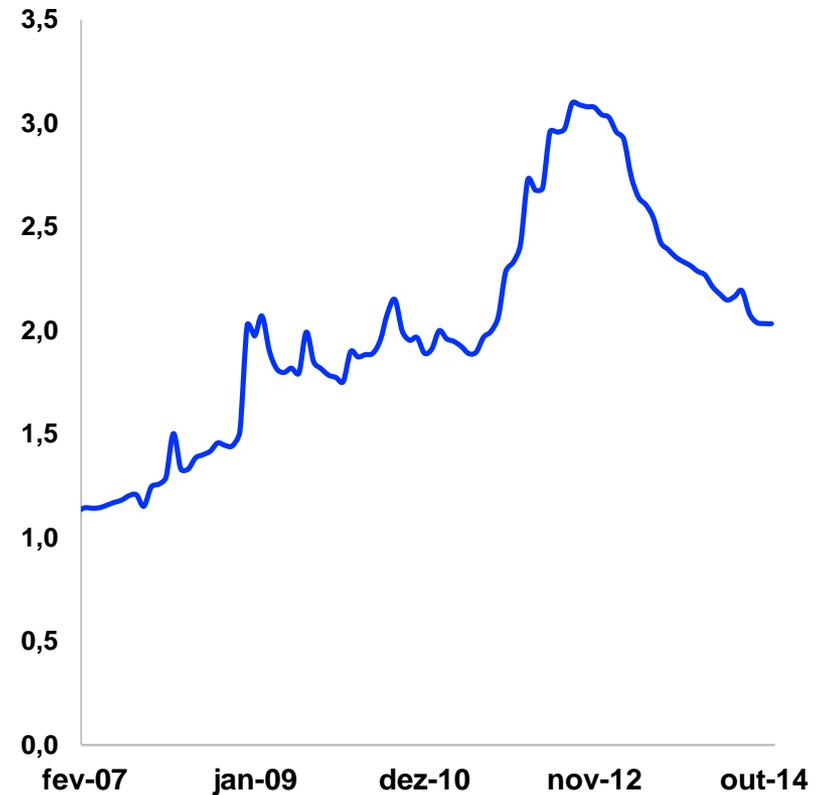


BCE provavelmente estenderá o afrouxamento monetário

Inflação anual e inflação implícita
%, título de 5 anos

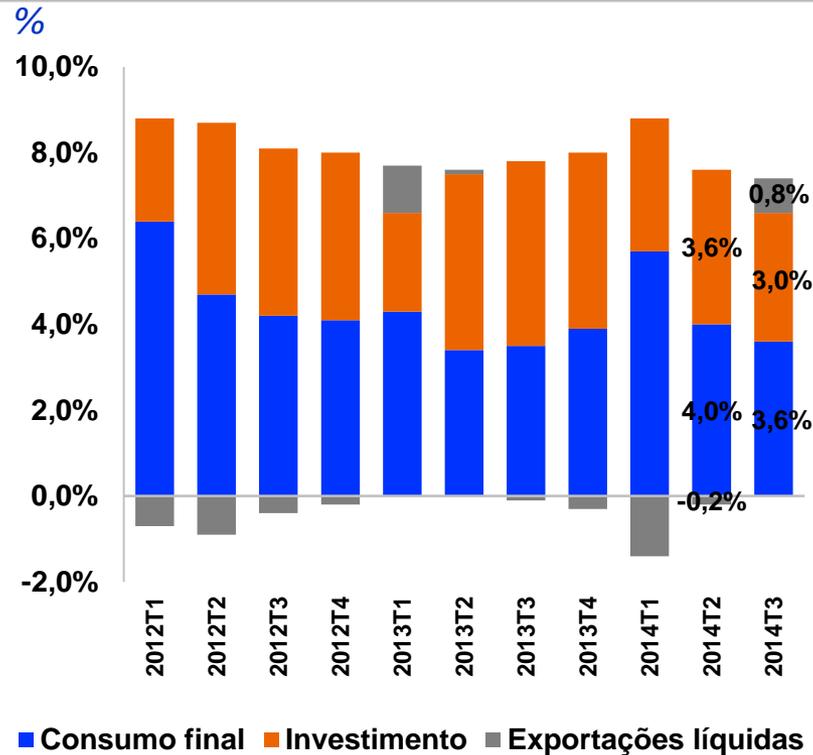


Ativo total BCE
Trilhões de euros



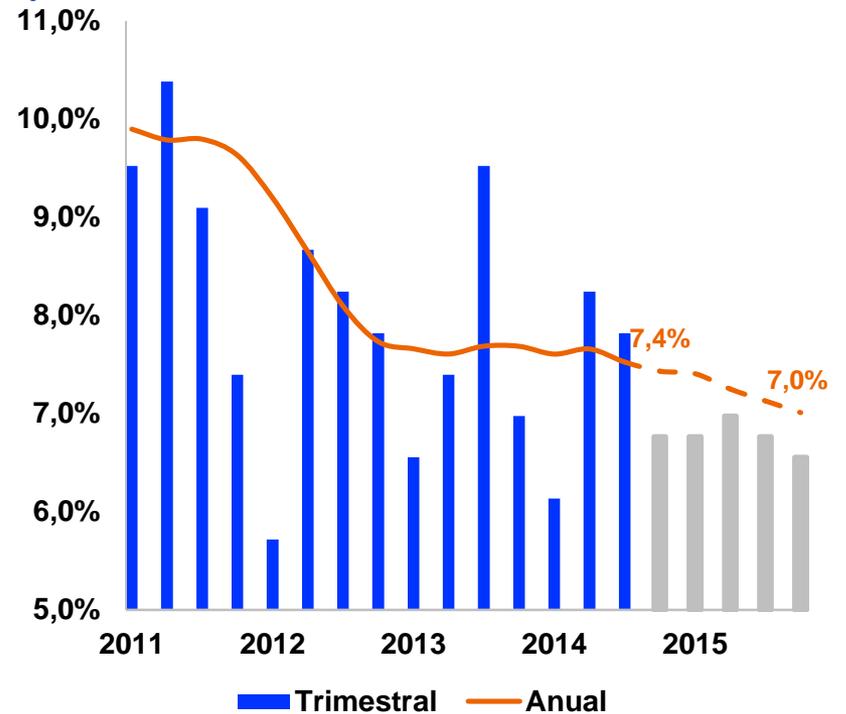
China: PIB segue forte, mas demanda doméstica desacelera

Decomposição do crescimento anual



Crescimento do PIB

Ajustado sazonalmente, taxa anualizada, %



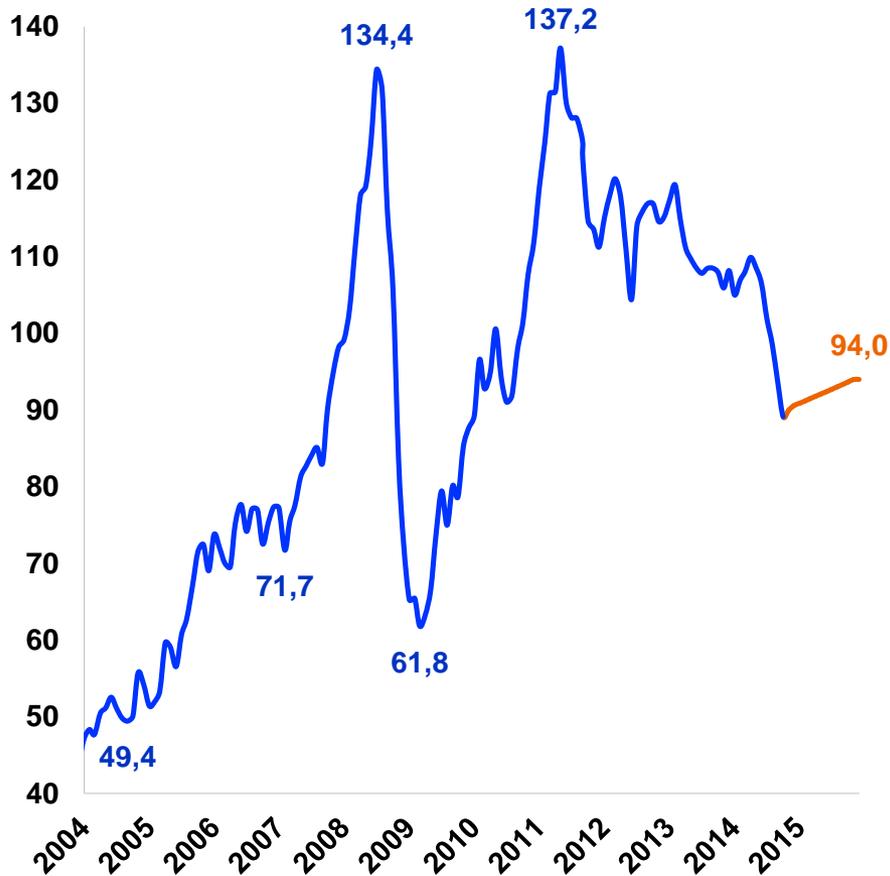
Commodities: uma nova realidade para o petróleo

- Crescimento da demanda inferior ao da oferta (tanto dos países ex-OPEP quanto dos membros da OPEP politicamente instáveis)

Preço do petróleo (Brent, US\$/barril)



Índice de Commodities Itaú

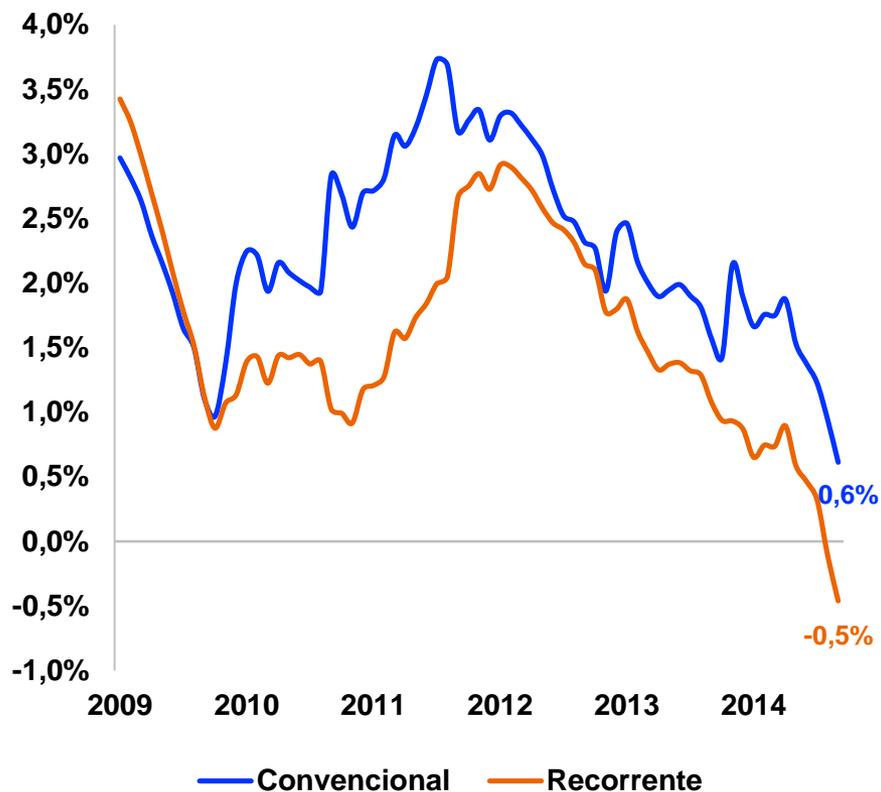


Brasil – o que temos pela frente?

Política fiscal: superávit primário segue em queda

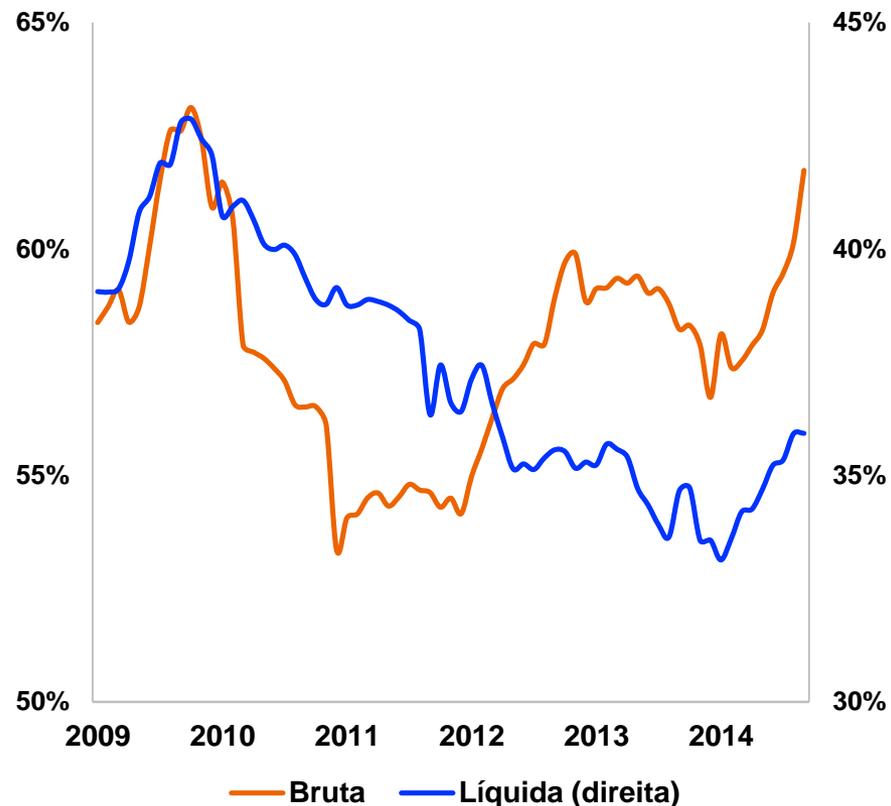
Superávit primário do setor público

% PIB

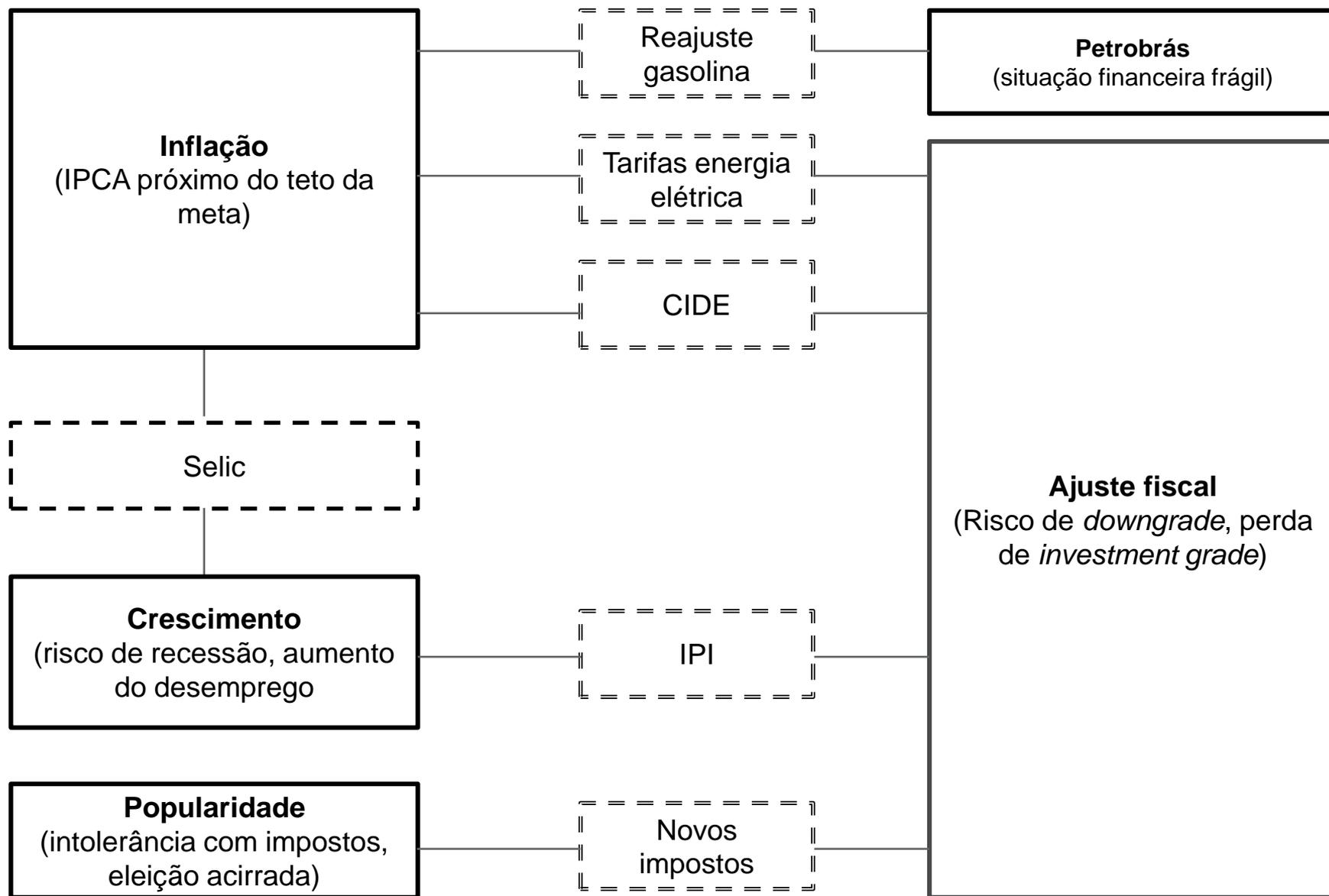


Dívidas do setor público

% do PIB

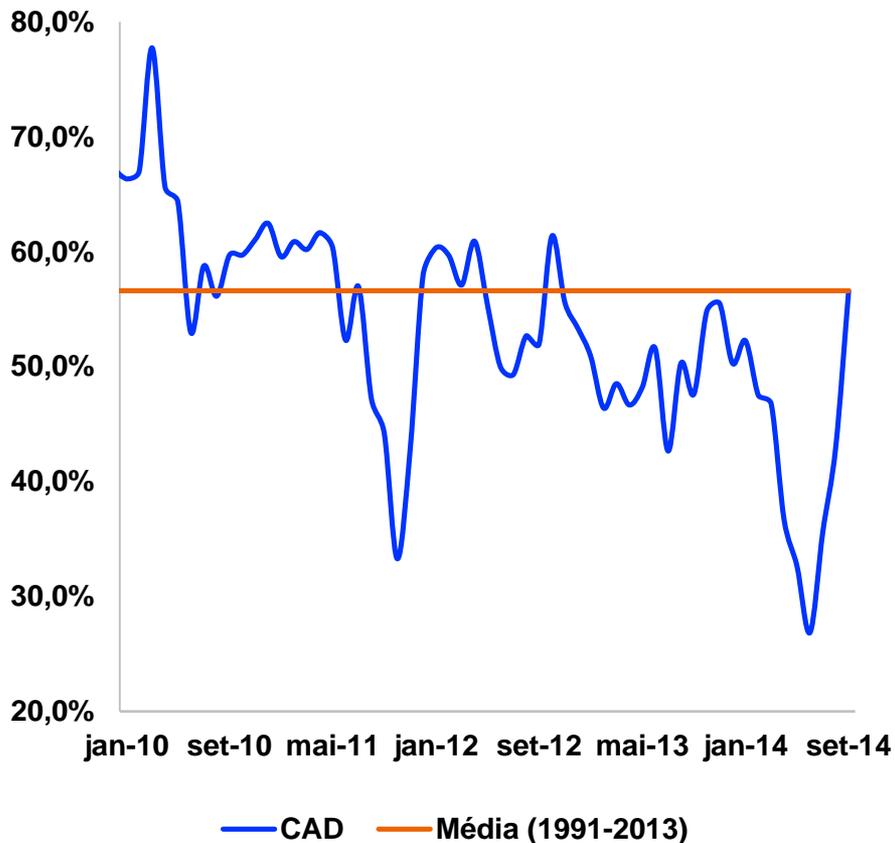


Política econômica: “cobertor é curto”

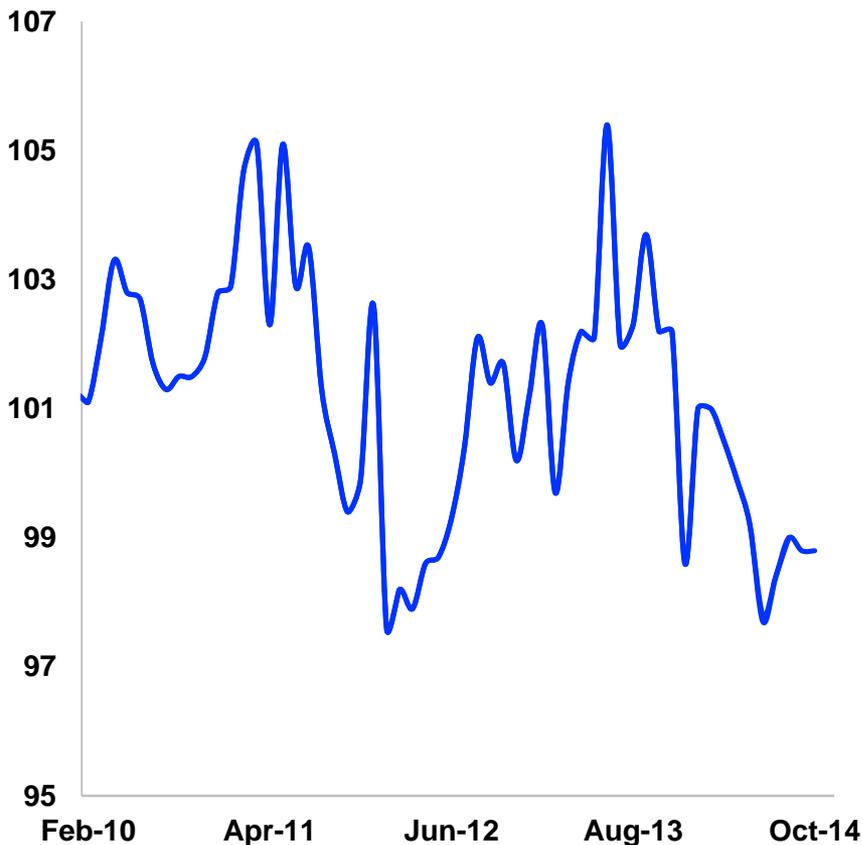


Atividade havia esboçado melhora no 3º trimestre...

Índice de difusão da atividade (CAD)*
Proporção de índices antecedentes que expandiram no mês, Média 3 meses



Produção industrial
2012=100, dessazonalizado

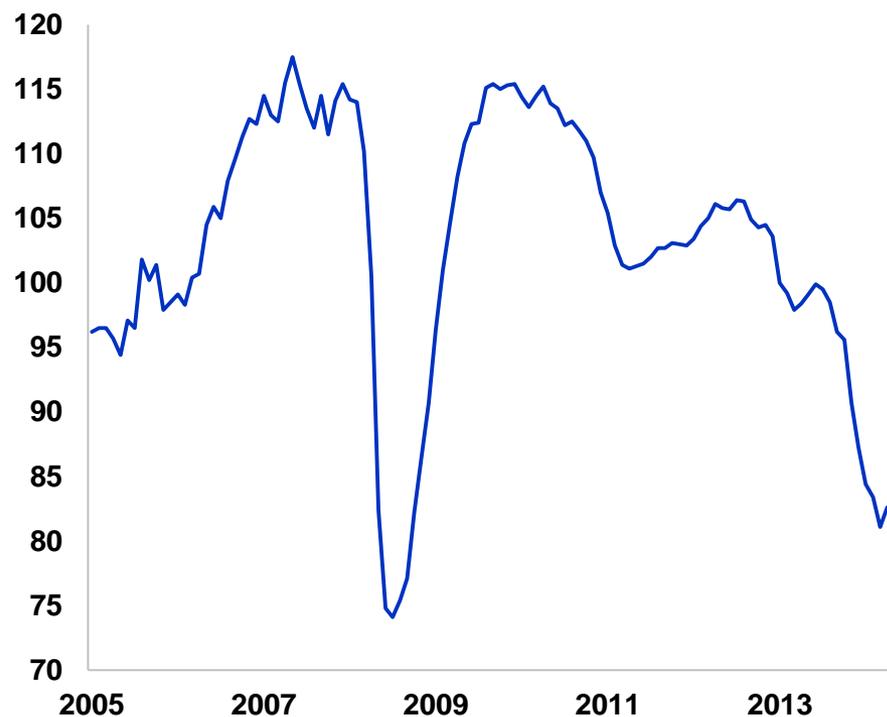


*Indicador em 47% é compatível com crescimento nulo do PIB
Agosto/2014: 47 indicadores divulgados de 48 utilizados
Setembro/2014: 19 indicadores divulgados de 48 utilizados

... mas há dúvidas sobre a robustez da recuperação

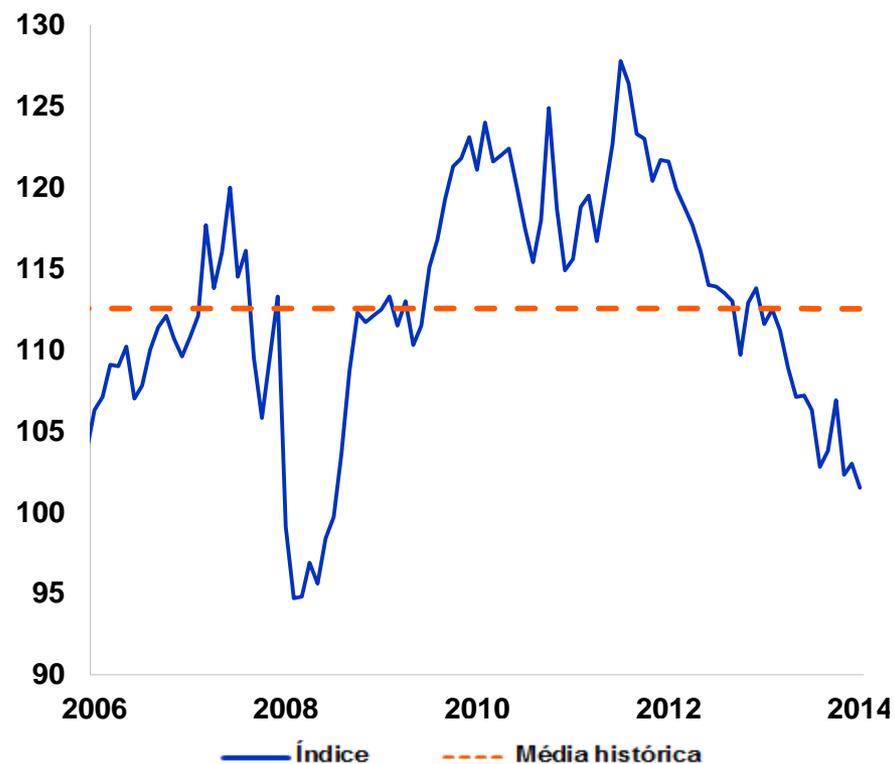
Confiança do empresário no setor industrial

Índice com ajuste sazonal



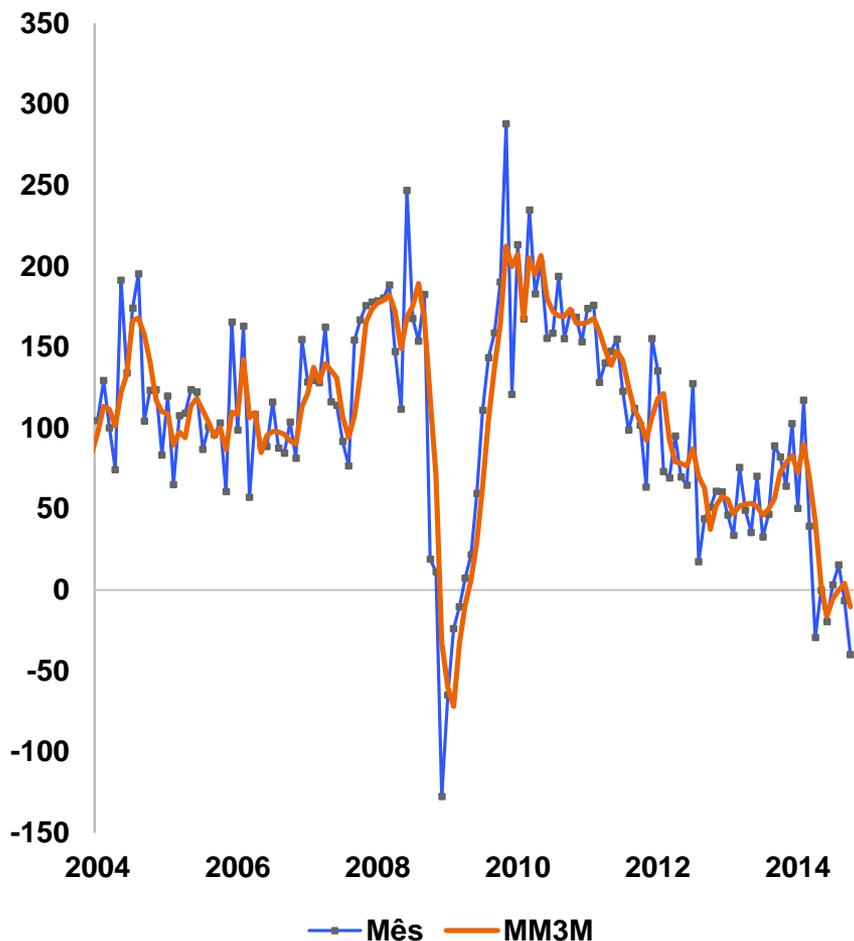
Confiança do consumidor

Índice com ajuste sazonal

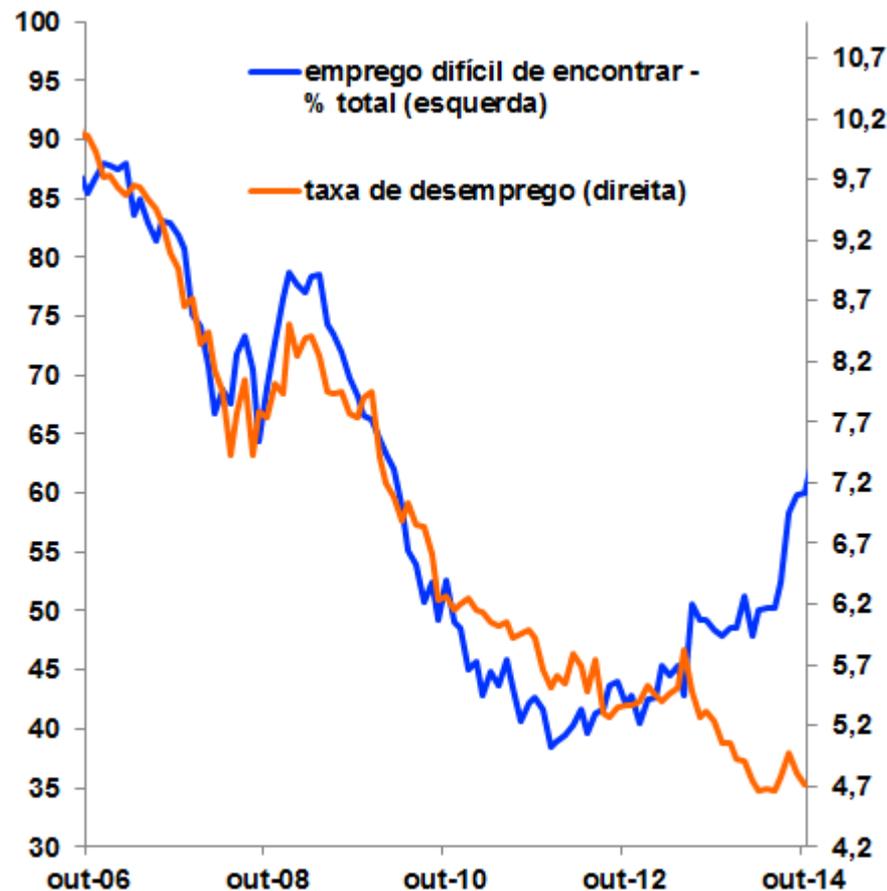


Mercado de trabalho perdendo força

Criação de empregos formais
Milhares, com ajuste sazonal

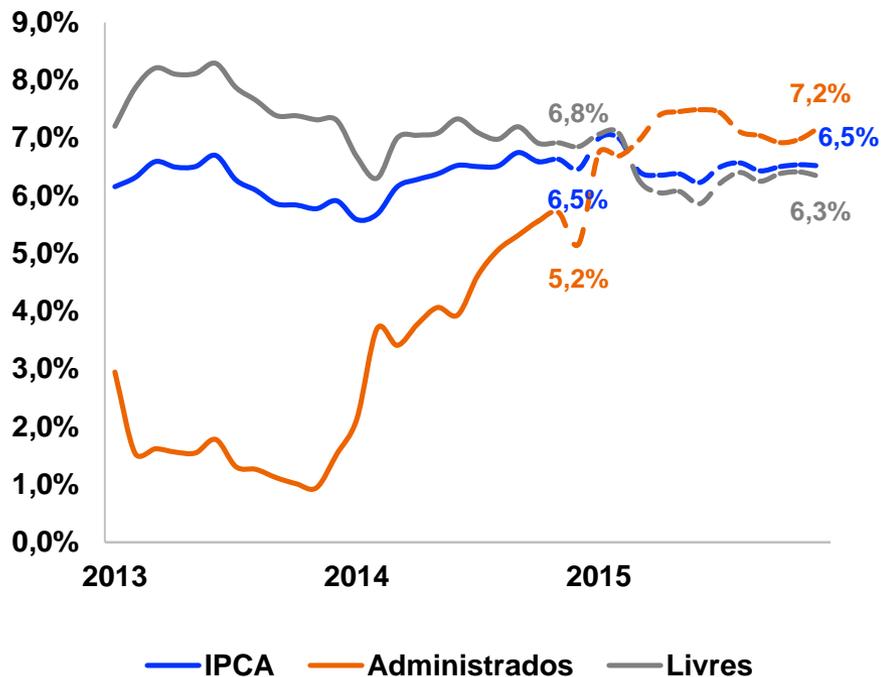


Emprego difícil de encontrar (FGV) vs. taxa de desemprego (IBGE)



Inflação: IPCA ao redor de 6,5% em 2014 e 2015

Decomposição - IPCA Acumulado em 12 meses

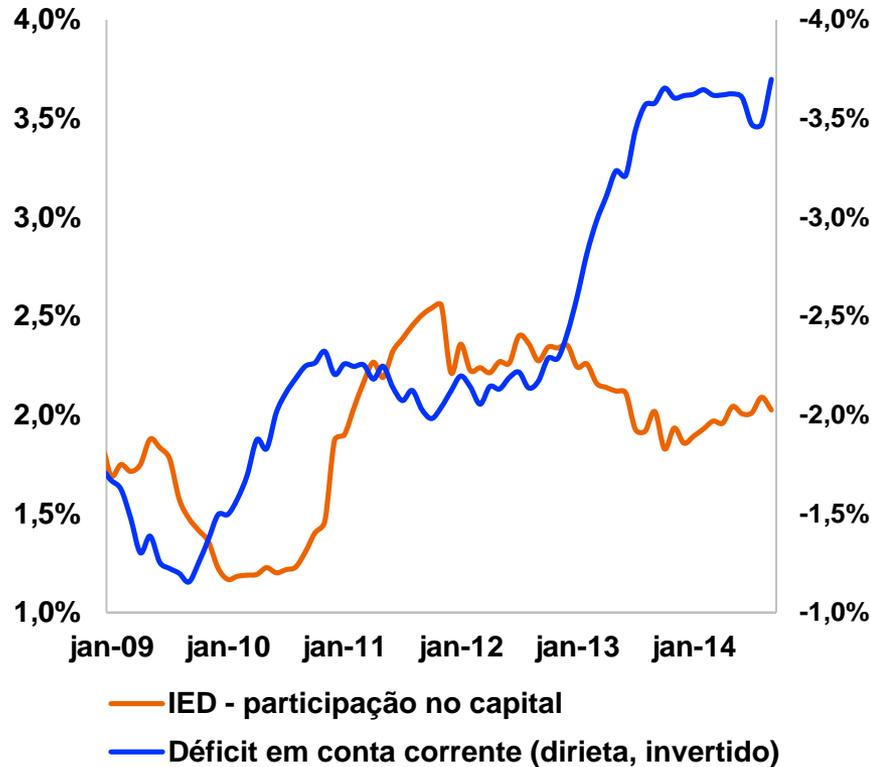


Reajuste de administrados

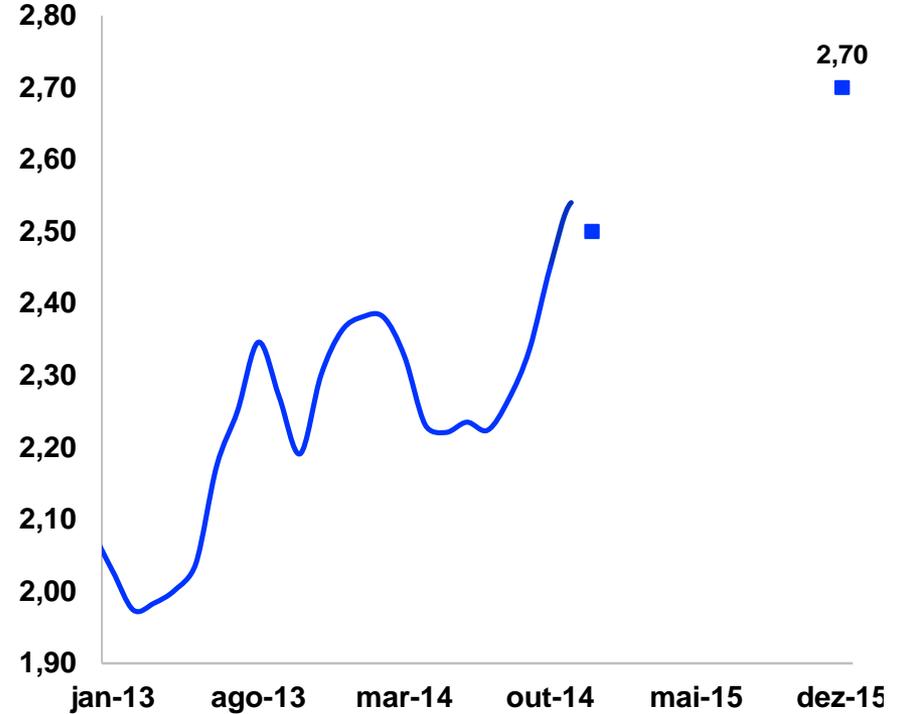
	2014	2015	Comentários
Energia elétrica	17%	14%	Custo de uso das térmicas
Água e esgoto	-3%	7%	Efeito menor do programa de descontos da Sabesp
Ônibus urbano	3,5%	8%	Reajuste de 10% em SP
Gasolina	3%	7,5%	Defasagem diminui, volta parcial da CIDE
Administrados	5,2%	7,2%	

Câmbio: pressões para maior depreciação do real adiante

Conta corrente e investimento estrangeiro direto
12 meses, % do PIB



Taxa de câmbio
Média do mês



Brasil: o que esperamos no curto prazo?

	2012	2013	2014	2015
--	------	------	------	------

Atividade econômica

PIB (%)	1,0	2,5	0,2	1,1
Desemprego (%) - Dez	5,4	5,0	5,4	5,7

Inflação

IPCA (%)	5,8	5,9	6,5	6,5
----------	-----	-----	-----	-----

Política monetária

Taxa SELIC (%)	7,25	10,00	11,75	12,50
----------------	------	-------	-------	-------

Fiscal

Superávit primário (% PIB)	2,4	1,9	0,2	1,2
----------------------------	-----	-----	-----	-----

Balança de pagamentos

Câmbio (dez)	2,08	2,36	2,50	2,70
Conta corrente (% PIB)	-2,4	-3,6	-3,8	-3,6

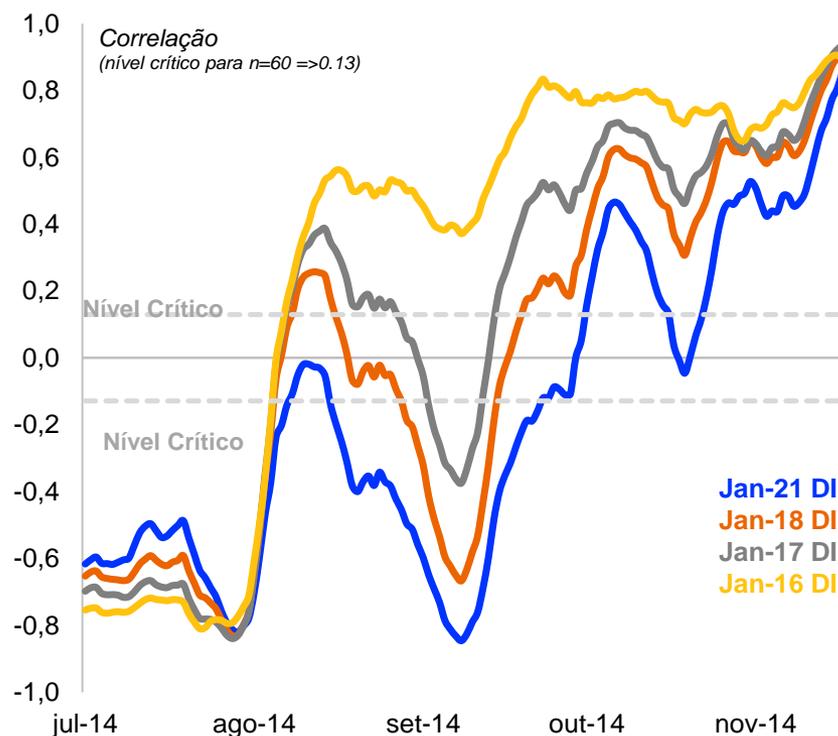
Juros e o fator câmbio: riscos para inflação e Selic

- Simulações indicam que uma depreciação cambial para além de 2,70 poderia levar a inflação do IPCA a encerrar o ano de 2015 acima do teto da banda (6,5%). Isso explica condicionalidade a FX na ata do Copom.
- Nota-se um aumento recente na correlação de toda a curva DI (vértices curtos e longos) com a taxa de câmbio. No caso dos longos, presença de causa comum: percepção no mercado de riscos para nota soberana.

Simulação: projeções de IPCA para cenários BRL

	Hipóteses de taxa de câmbio (USDBRL)		
	2.50	2.70	2.90
Depreciação gradual (até 4T15)	2.50	2.70	2.90
IPCA 2015 (%)	6.0	6.5	6.9
Dif. em relação ao cenário base	-0.5	0.0	0.4
	Hipóteses de taxa de câmbio (USDBRL)		
	2.50	2.70	2.90
Depreciação rápida (no 4T14)	2.50	2.70	2.90
IPCA 2015 (%)	6.0	6.6	7.1
Dif. em relação ao cenário base	-0.5	0.1	0.6

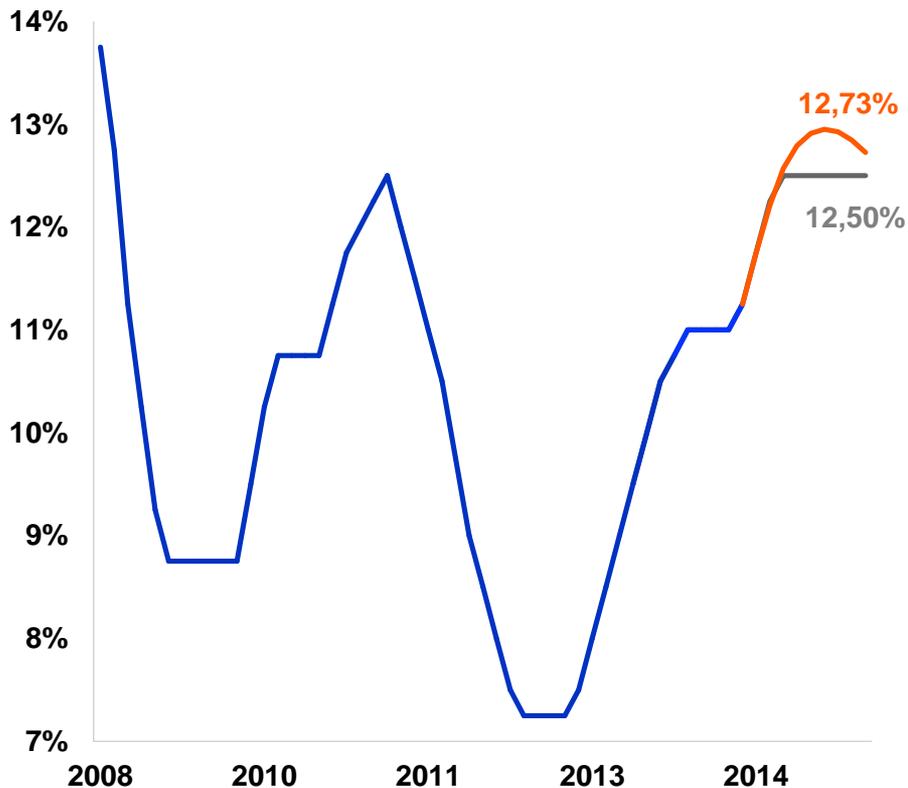
Elevada correlação da curva de DI com USD/BRL



Política monetária: juros voltam a subir e ajuste depende do BRL

SELIC

% a.a.

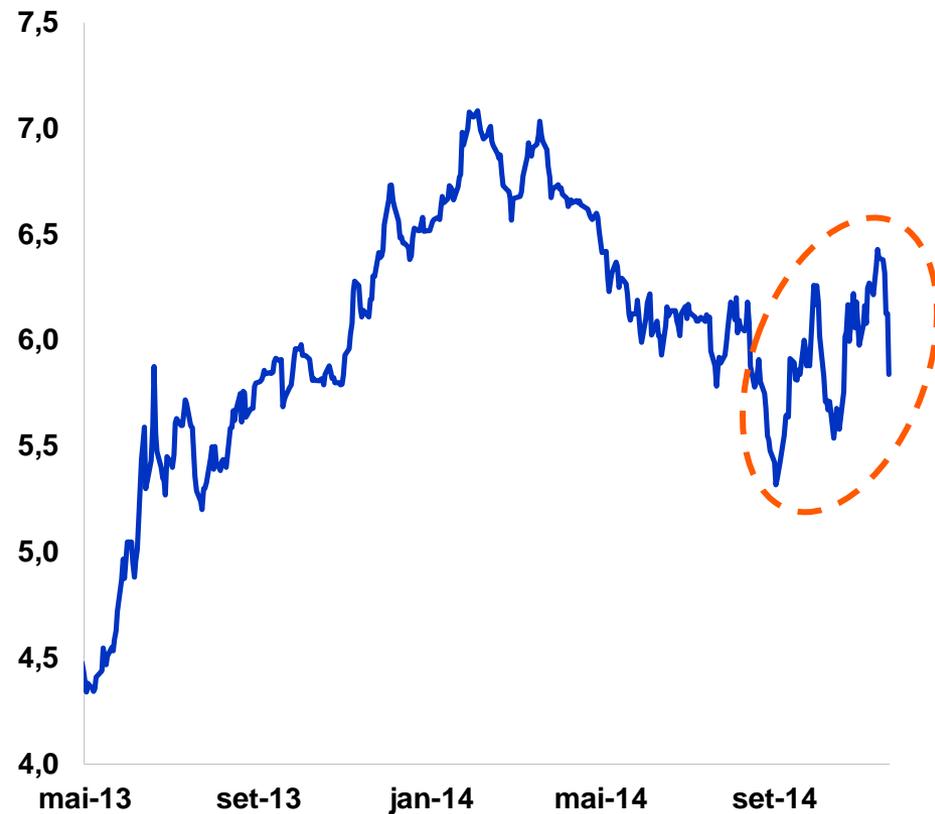


— Projeção Itaú Unibanco

— Apreçamento da SELIC implícito na curva de DI futuro

Taxa de juros real – NTN-B 2050

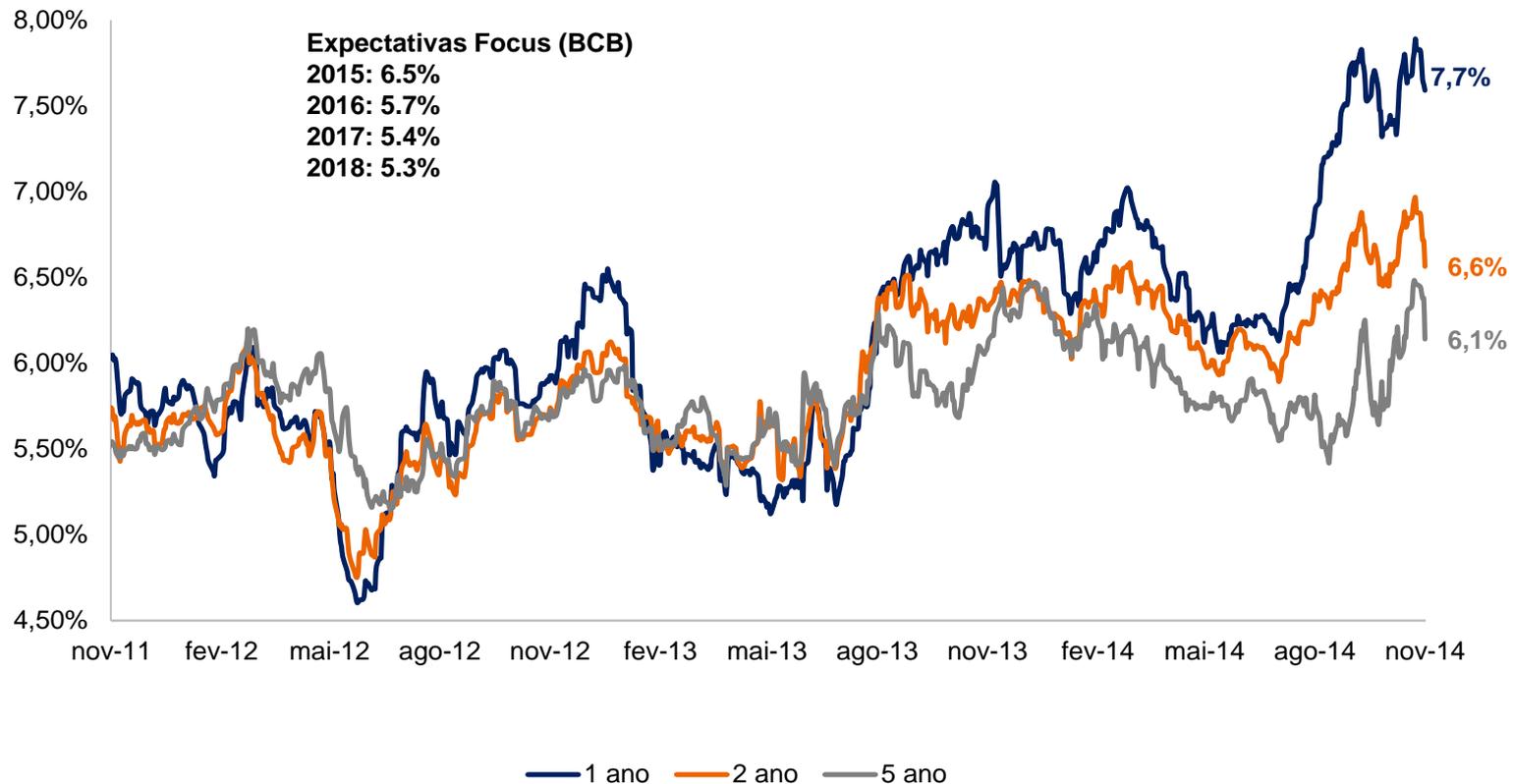
% a.a.



Expectativas de inflação do mercado: ajustes moderados

- A inflação implícita (BEs) das NTN-Bs segue apontando para expectativas de inflação acima da meta.
- Prêmio de risco de inflação segue elevado, tomando-se por base as projeções do relatório Focus.
- Cenários alternativos com mais ajustes macro poderiam levar à queda nos BEs, favorecendo juros nominais.

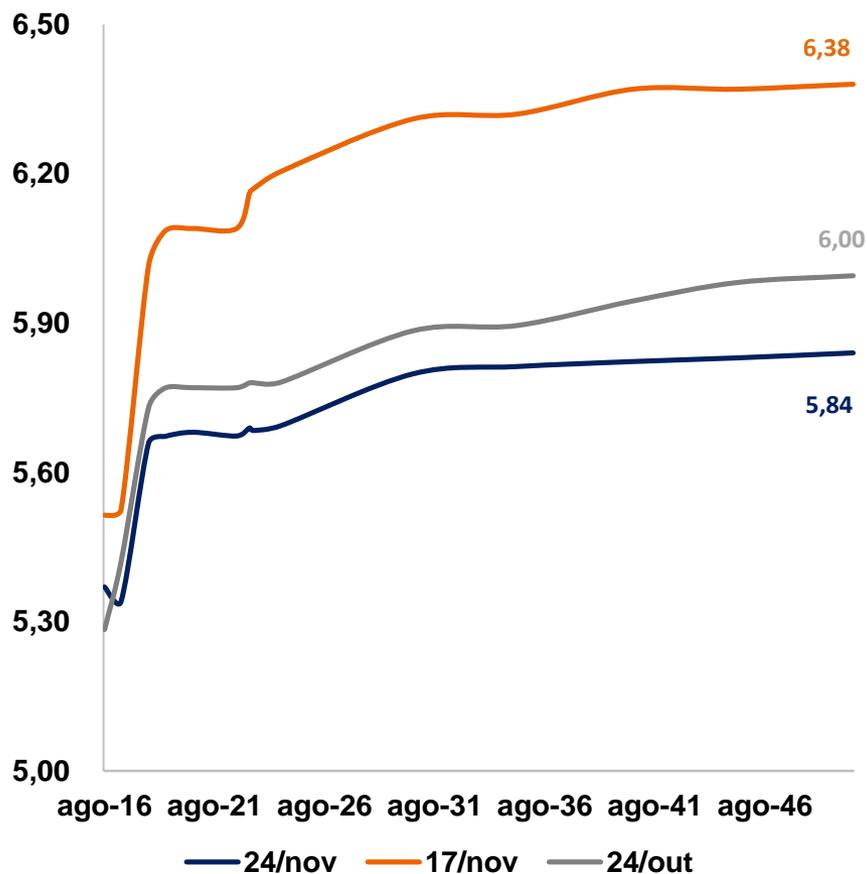
Inflação implícita (NTN-Bs) - % a.a



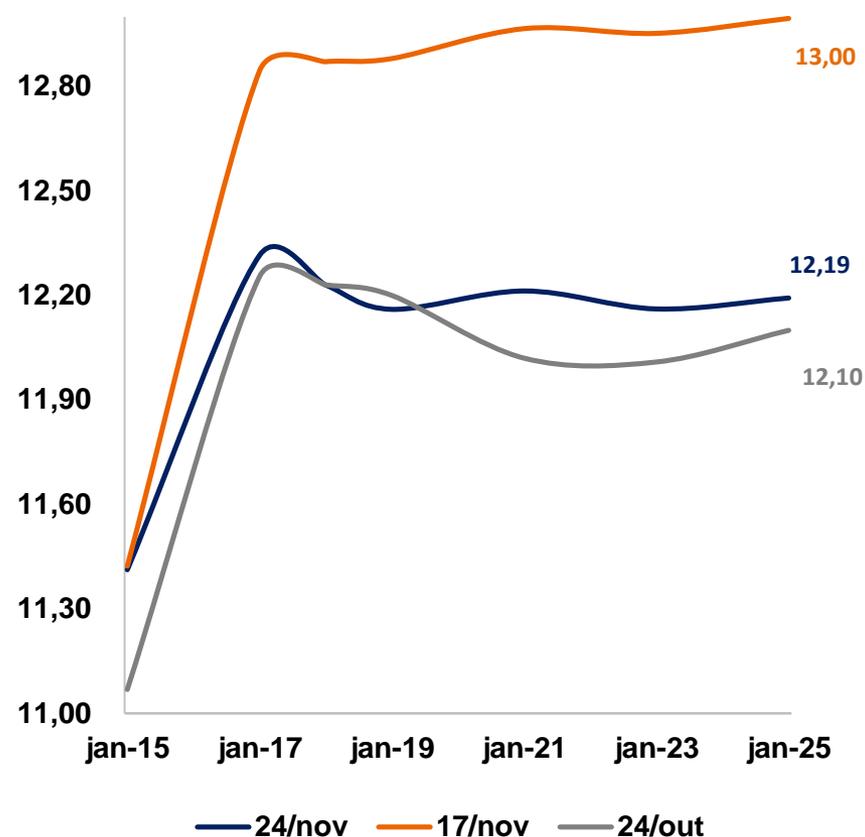
Curva de juros: ajustes macros determinarão *steady state*

- Expectativas de juros seguem ajustando-se para o nível de ajustes macroeconômicos a serem vistos ao longo dos próximos anos. Esperamos cenário com manutenção do *investment grade*.
- Cenário de ajustes mínimos é consistente com ganhos de *carry* elevados, mantendo atratividade dos títulos públicos federais. *Secular stagnation thesis* pode ajudar. Dado risco de inflação, preferimos exposição a *linkers*.

Curva de juro real (NTN-B)

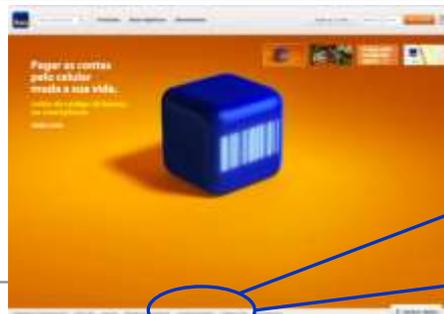


Curva de juro nominal (NTN-F)



Análises econômicas no site do Itaú

Acesse em:
www.itaub.com.br/



Análises Econômicas