



# Perspectivas: Cenário macro e curva de juros

**Fernando Barbosa**

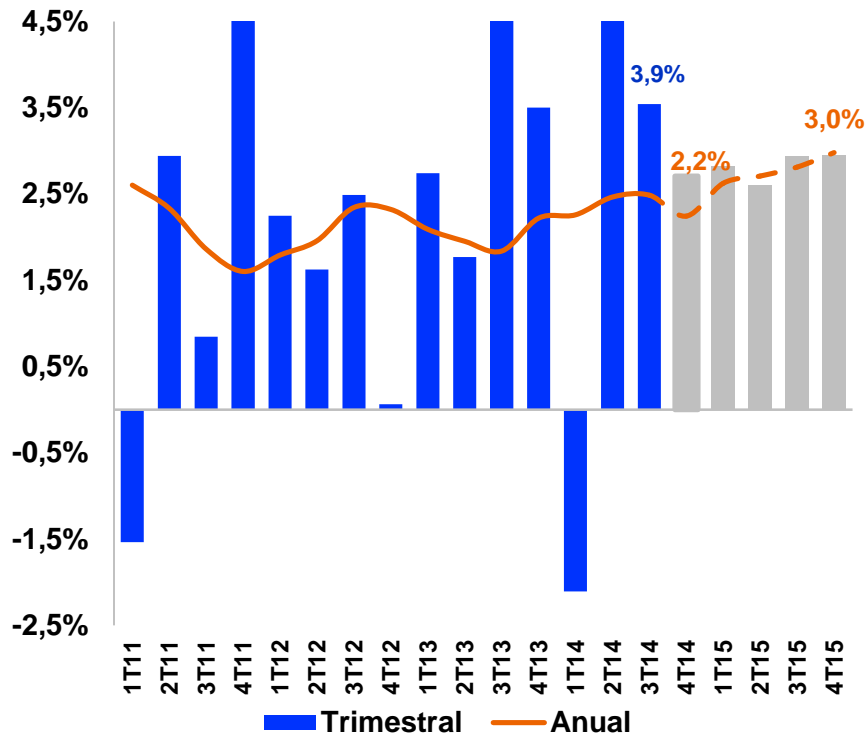
**Pesquisa Macroeconômica – Itaú Unibanco**



# EUA: atividade deve continuar crescendo em torno de 3%

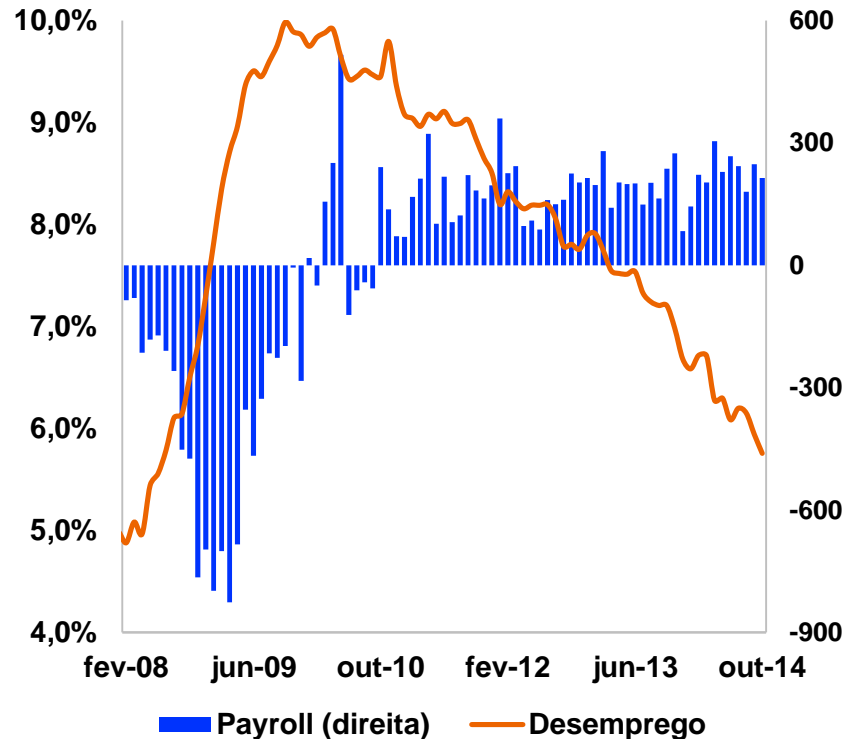
## Crescimento real do PIB

Ajustado sazonalmente, taxa anualizada, %



## Desemprego e criação líquida de empregos

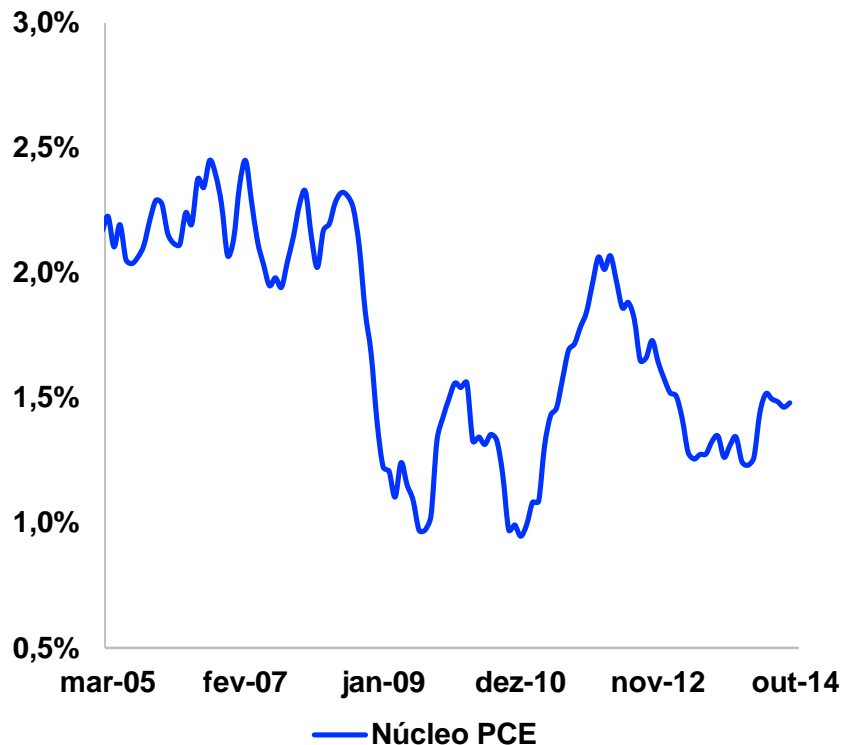
%, milhares



# Fed deve começar a elevar os juros em junho de 2015

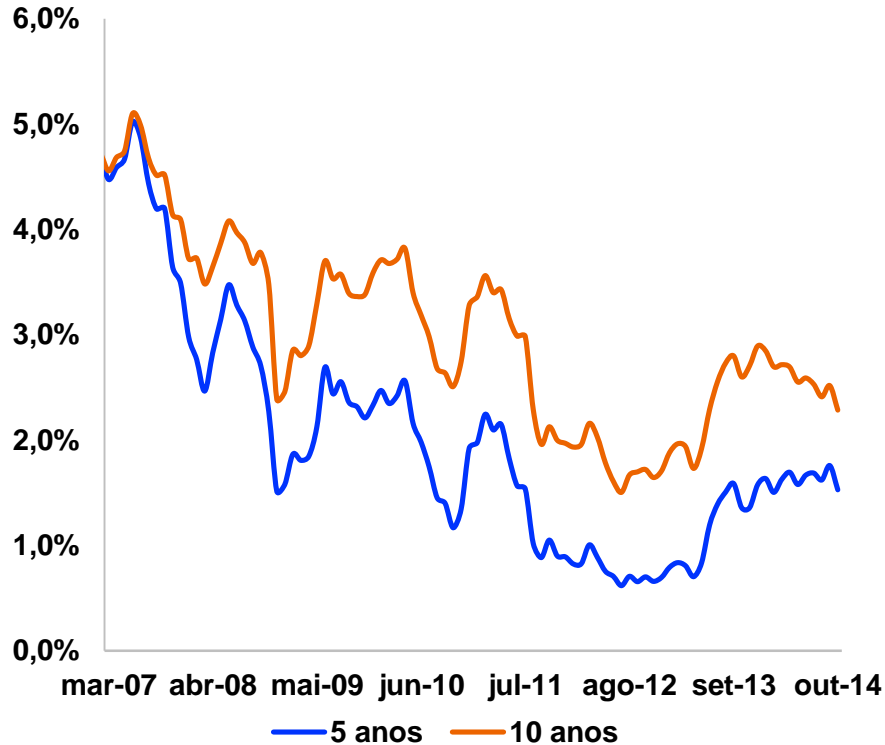
## Núcleo da inflação (PCE)

Varição anual (%), dessazonalizado



## Juros longos americanos

%, média mensal

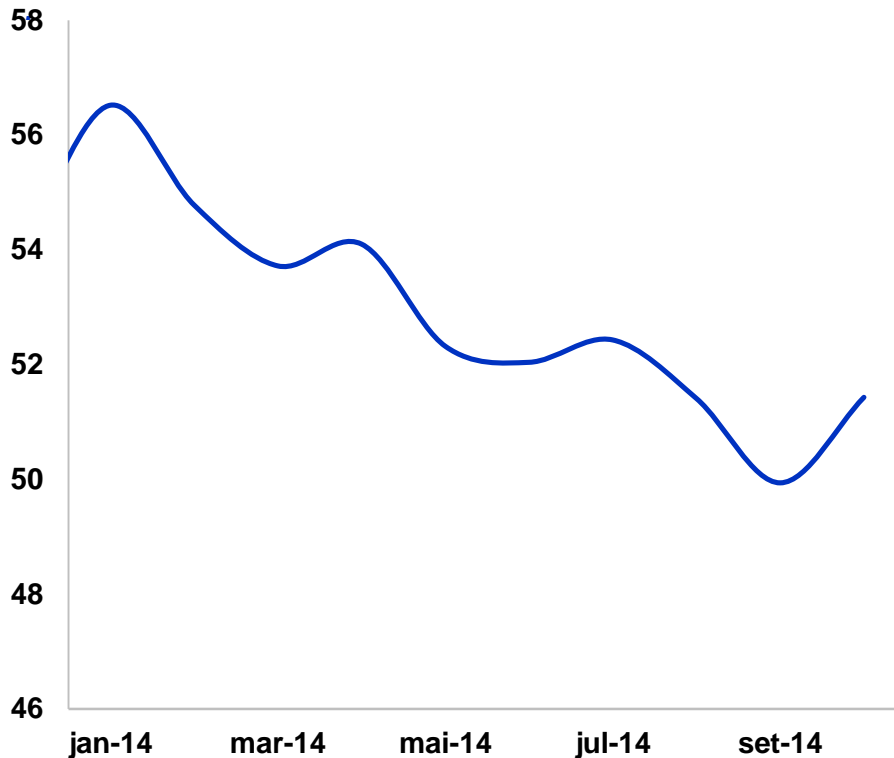


# Europa: atividade segue fraca, mas não deve haver recessão

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

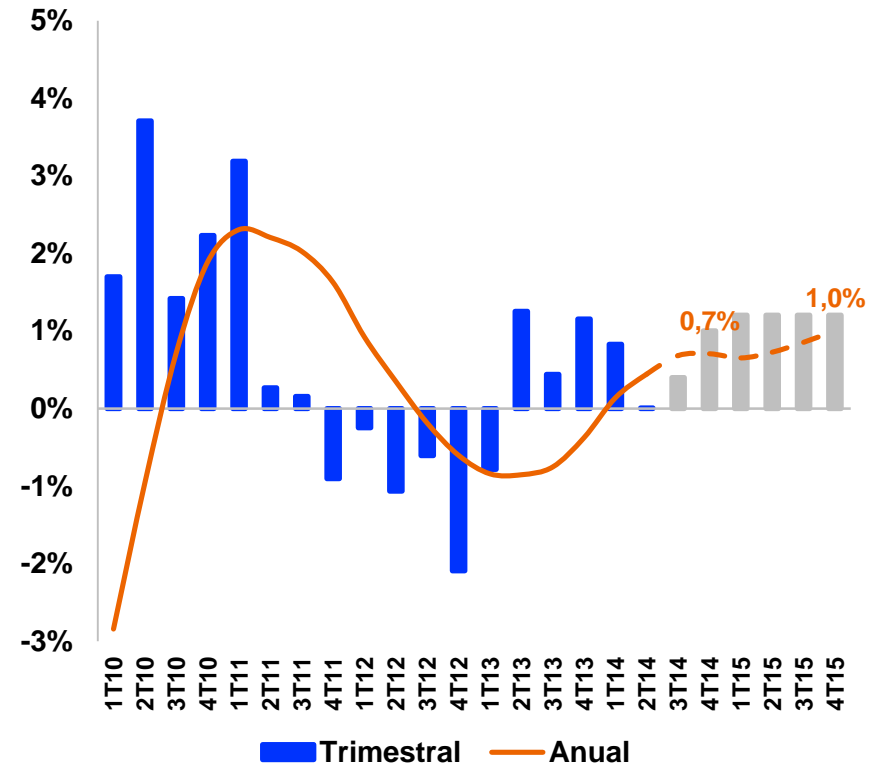
## PMI da Alemanha

Maior que 50 indica expansão (PMI)



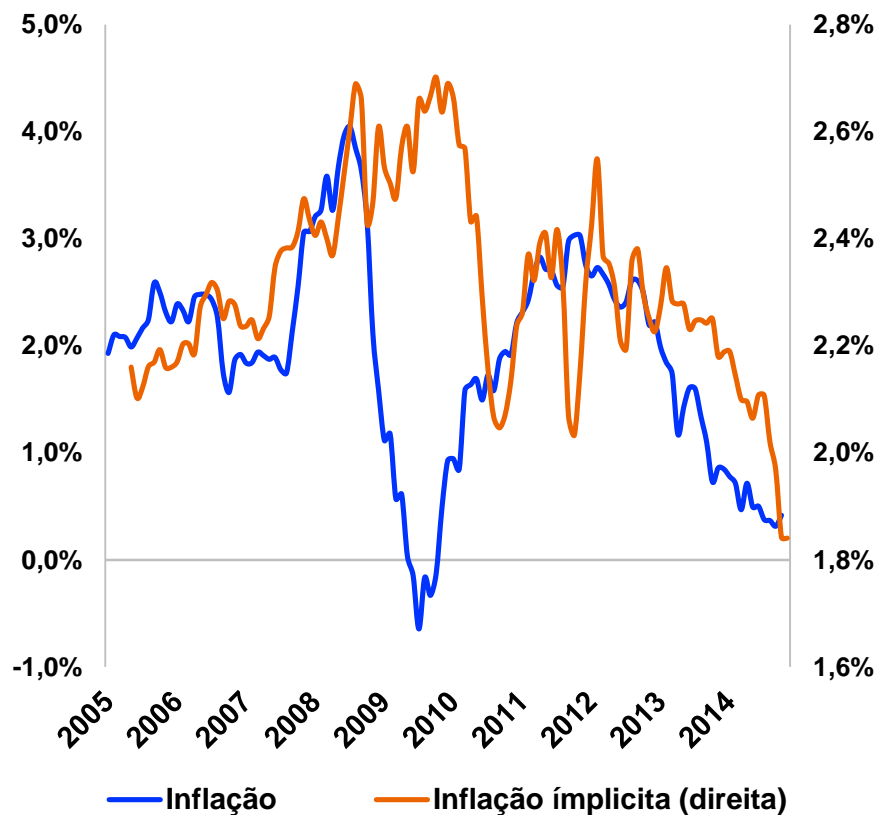
## PIB da zona do euro

Crescimento anualizado

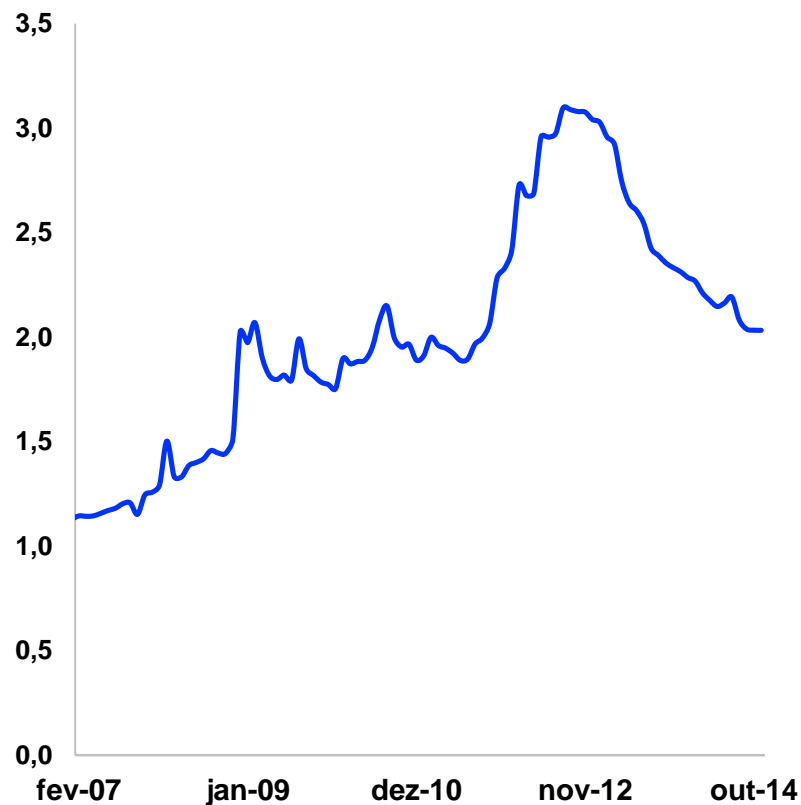


# BCE provavelmente estenderá o afrouxamento monetário

Inflação anual e inflação implícita  
%, título de 5 anos

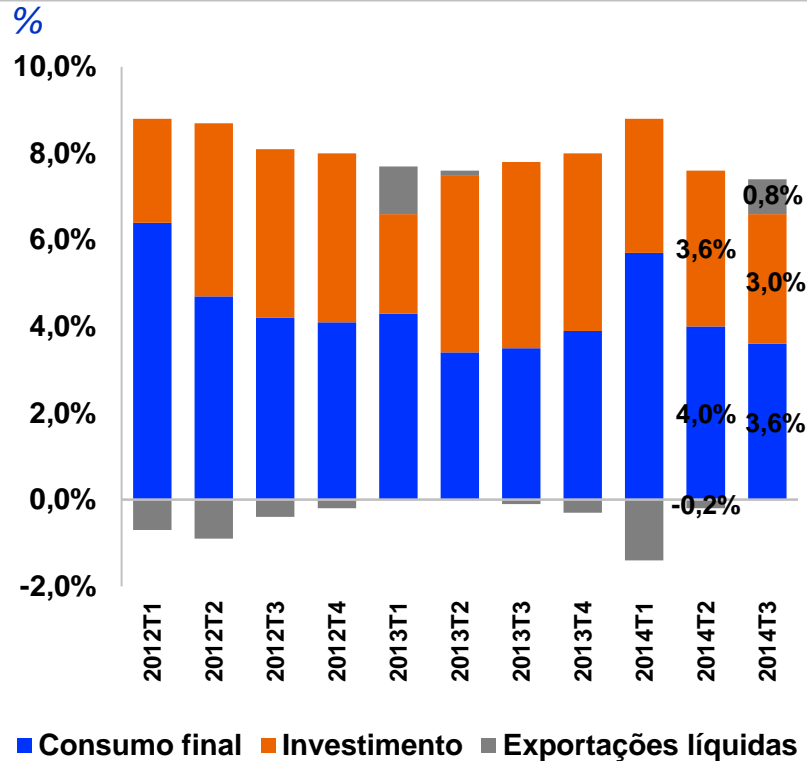


Ativo total BCE  
Trilhões de euros



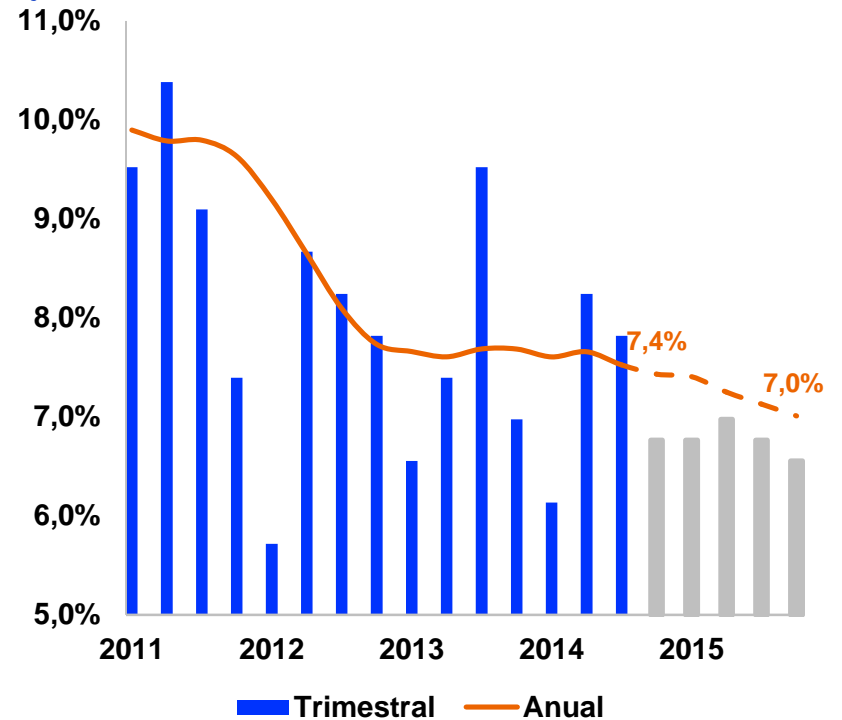
# China: PIB segue forte, mas demanda doméstica desacelera

## Decomposição do crescimento anual



## Crescimento do PIB

Ajustado sazonalmente, taxa anualizada, %



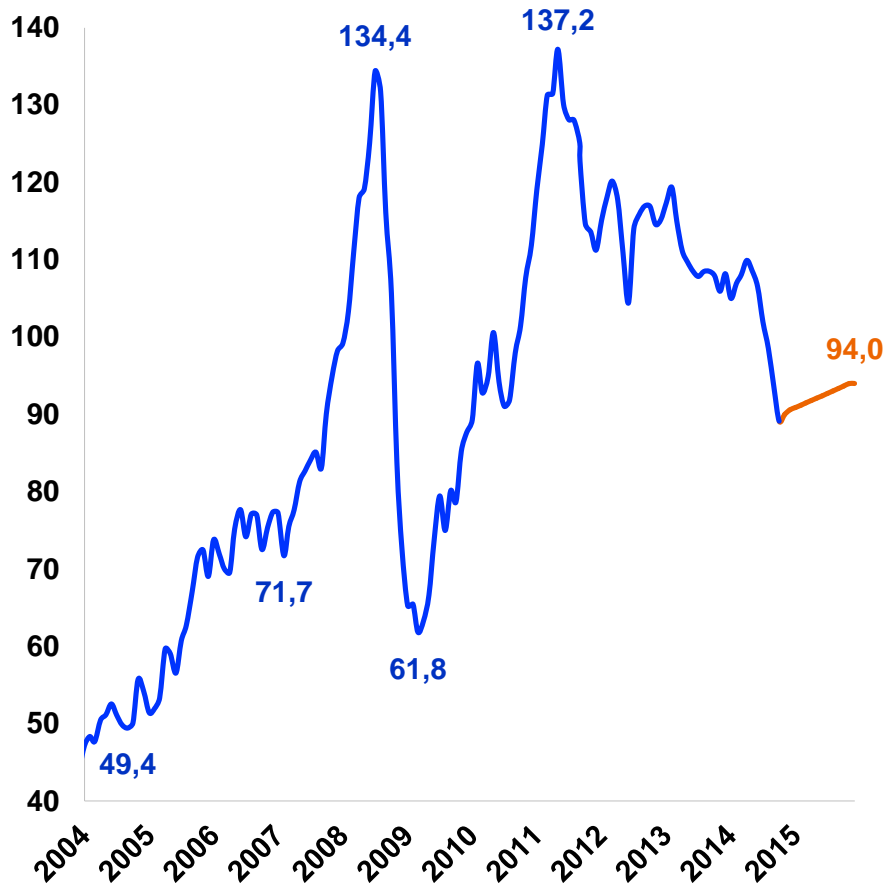
# Commodities: uma nova realidade para o petróleo

- 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



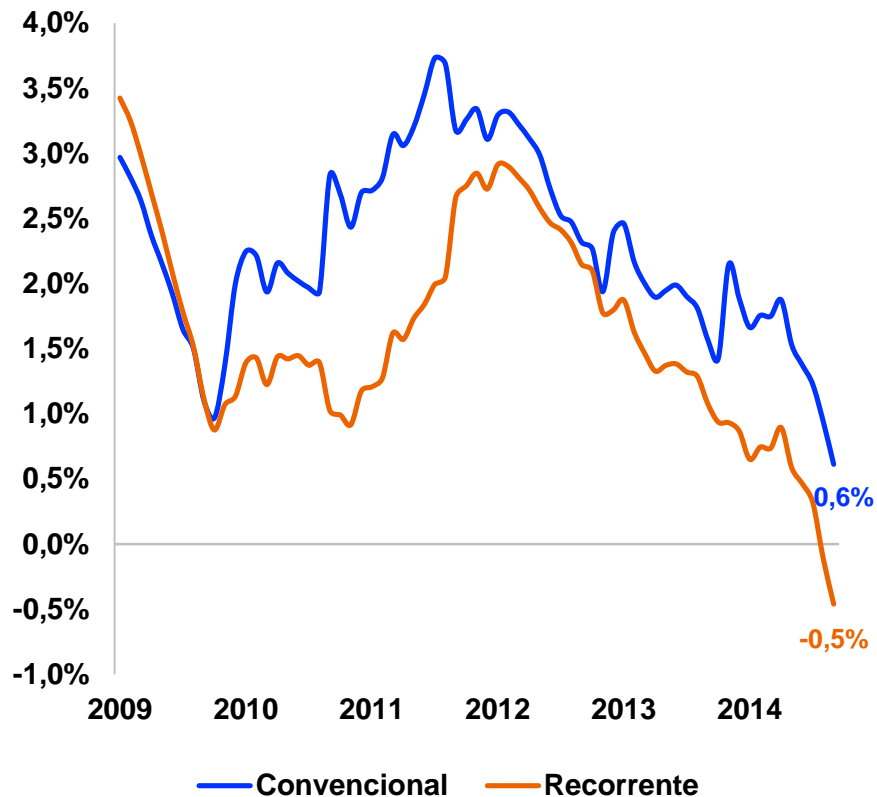
**Brasil – o que temos pela frente?**



# Política fiscal: superávit primário segue em queda

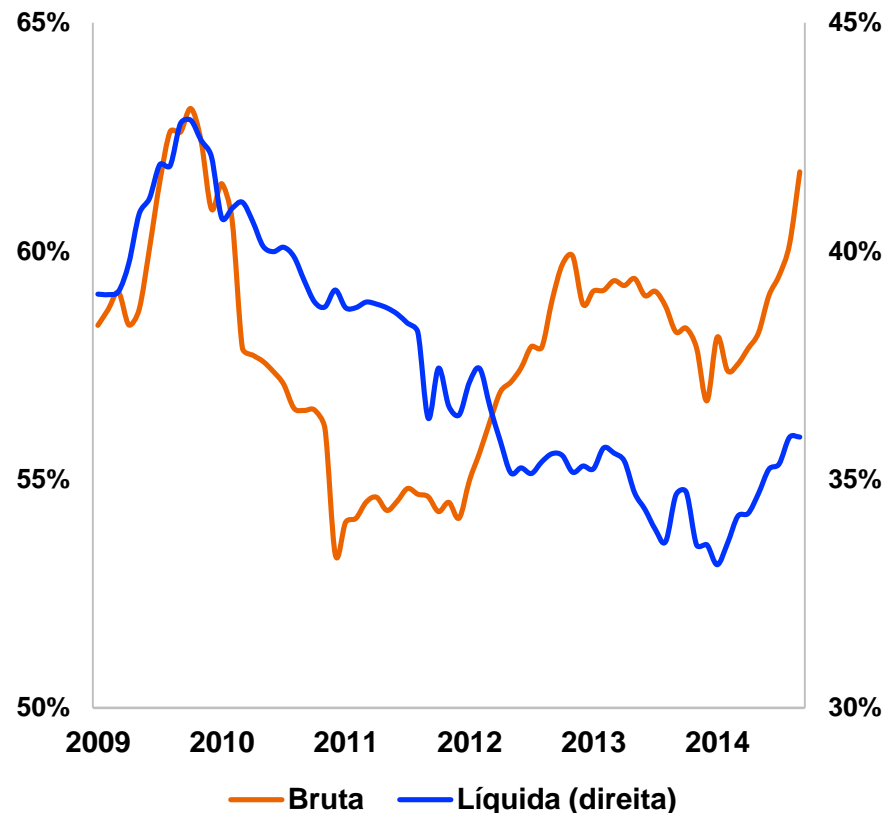
## Superávit primário do setor público

% PIB

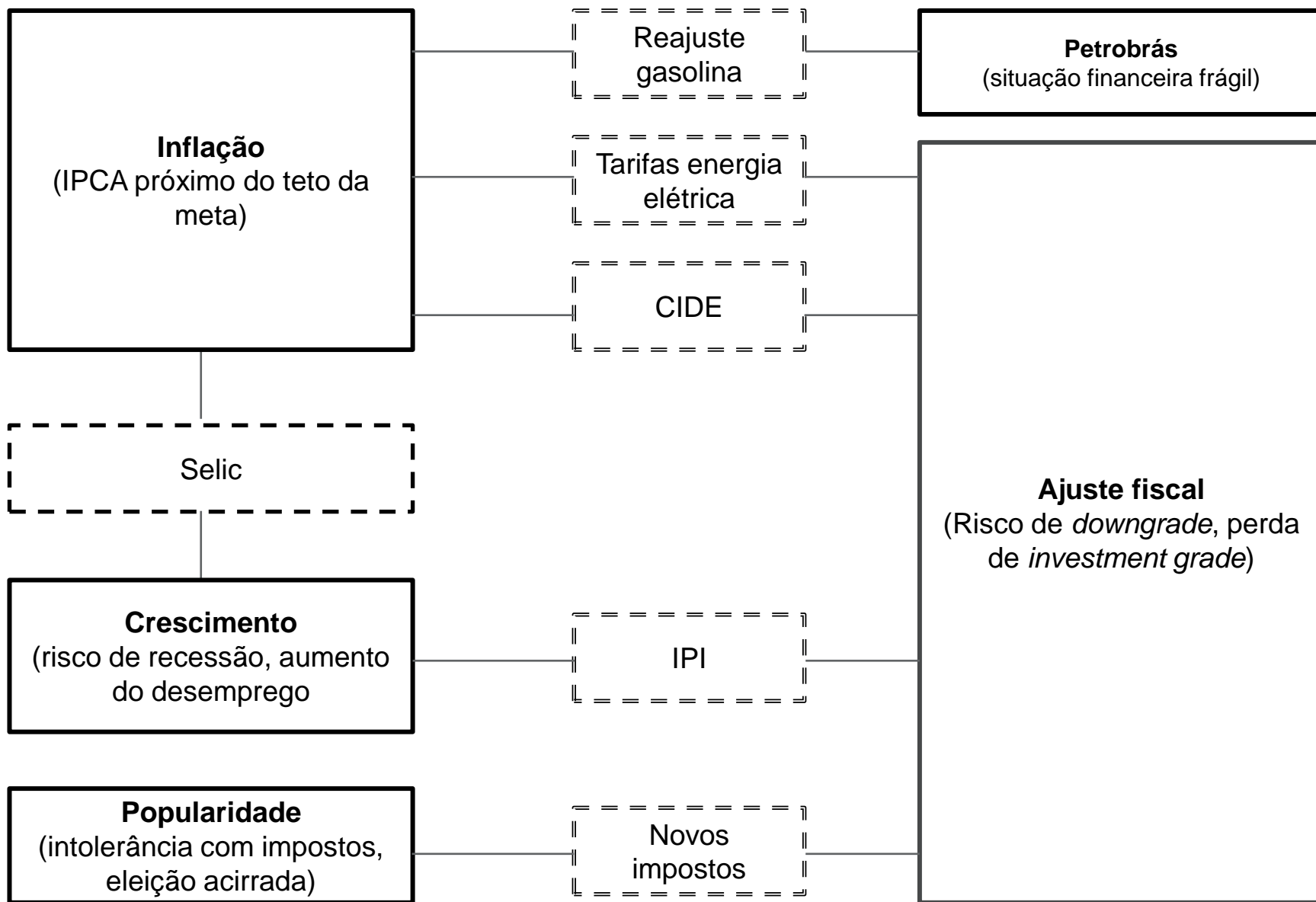


## Dívidas do setor público

% do PIB

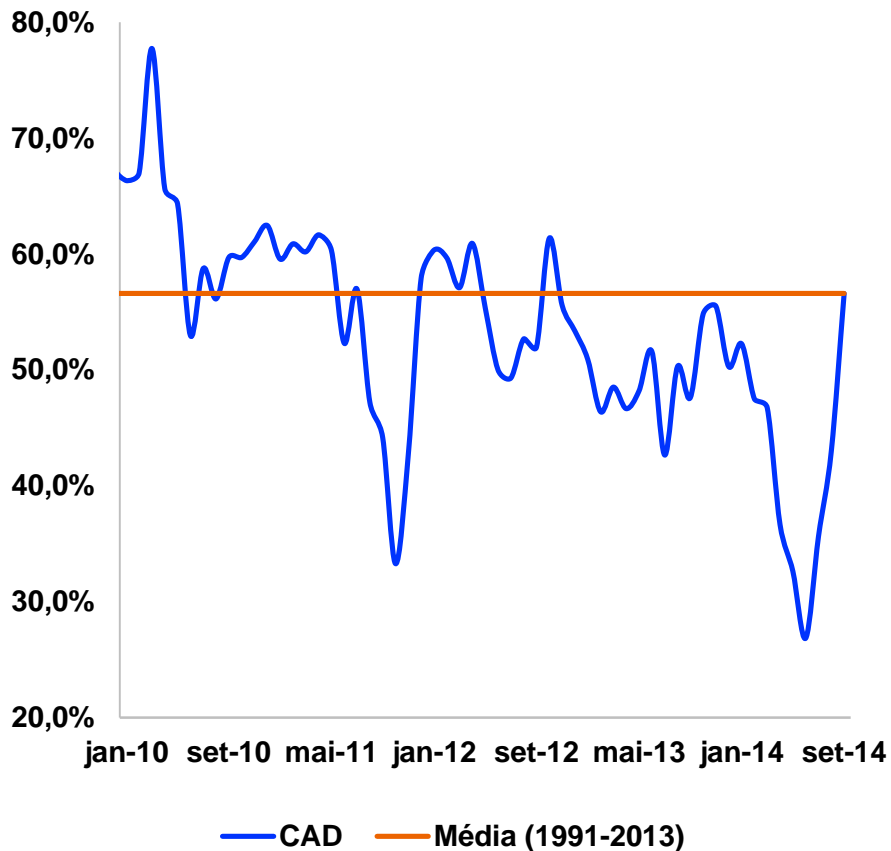


# Política econômica: “cobertor é curto”

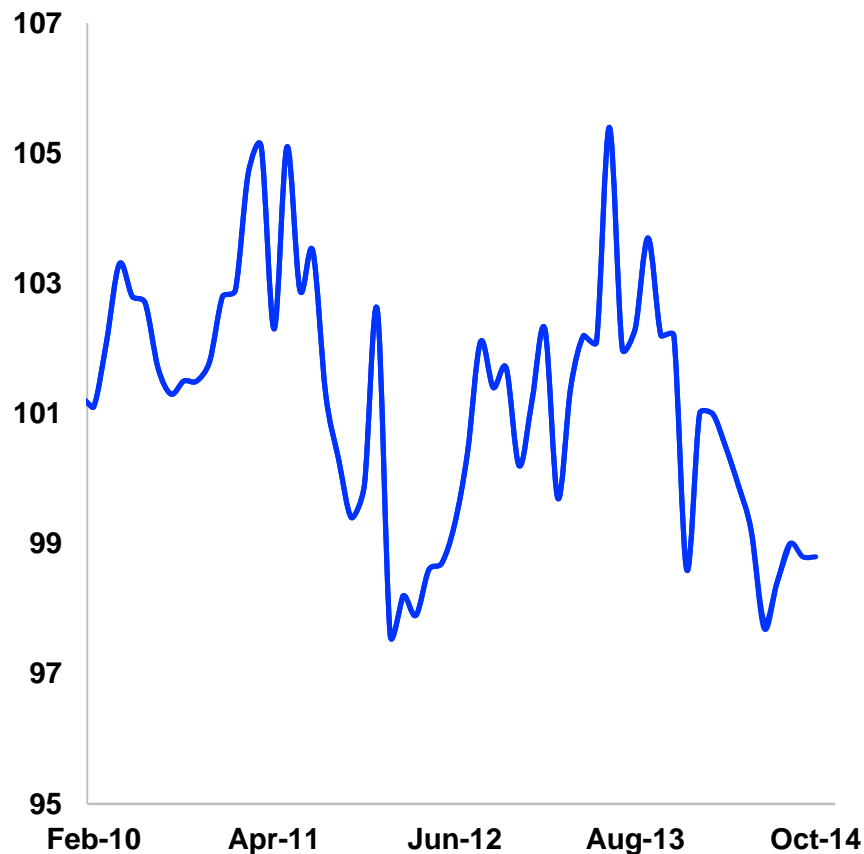


# Atividade havia esboçado melhora no 3º trimestre...

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



Produção industrial  
*2012=100, dessazonalizado*

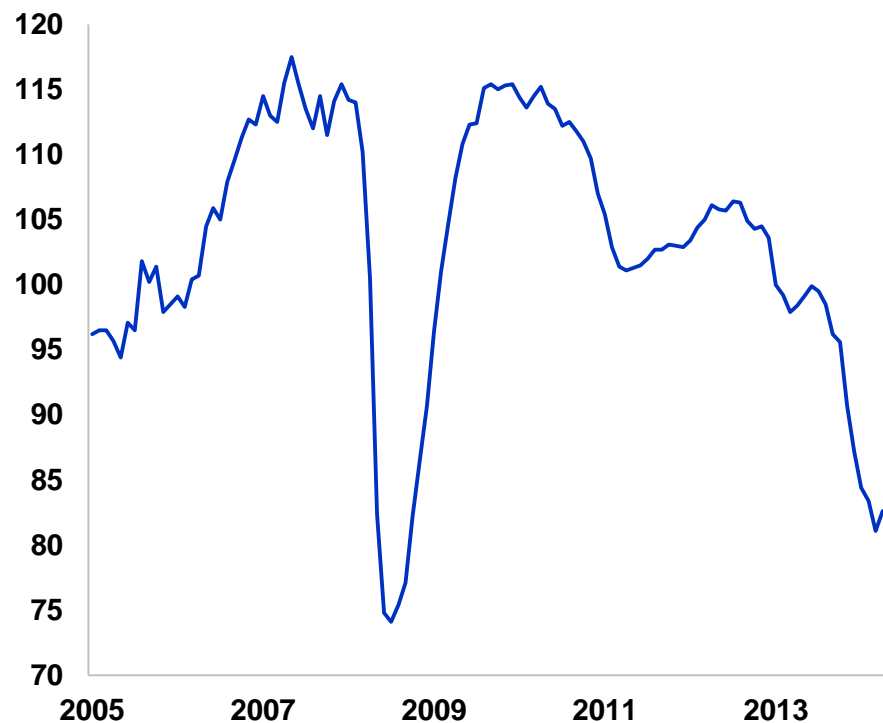


\*Indicador em 47% é compatível com crescimento nulo do PIB  
Agosto/2014: 47 indicadores divulgados de 48 utilizados  
Setembro/2014: 19 indicadores divulgados de 48 utilizados

# ... mas há dúvidas sobre a robustez da recuperação

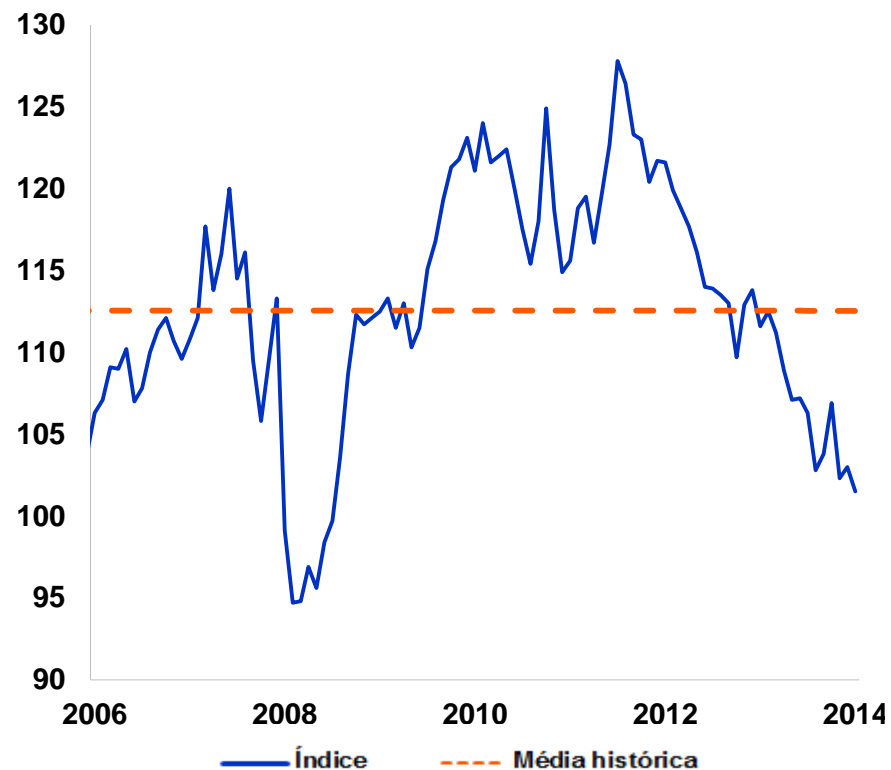
## Confiança do empresário no setor industrial

Índice com ajuste sazonal



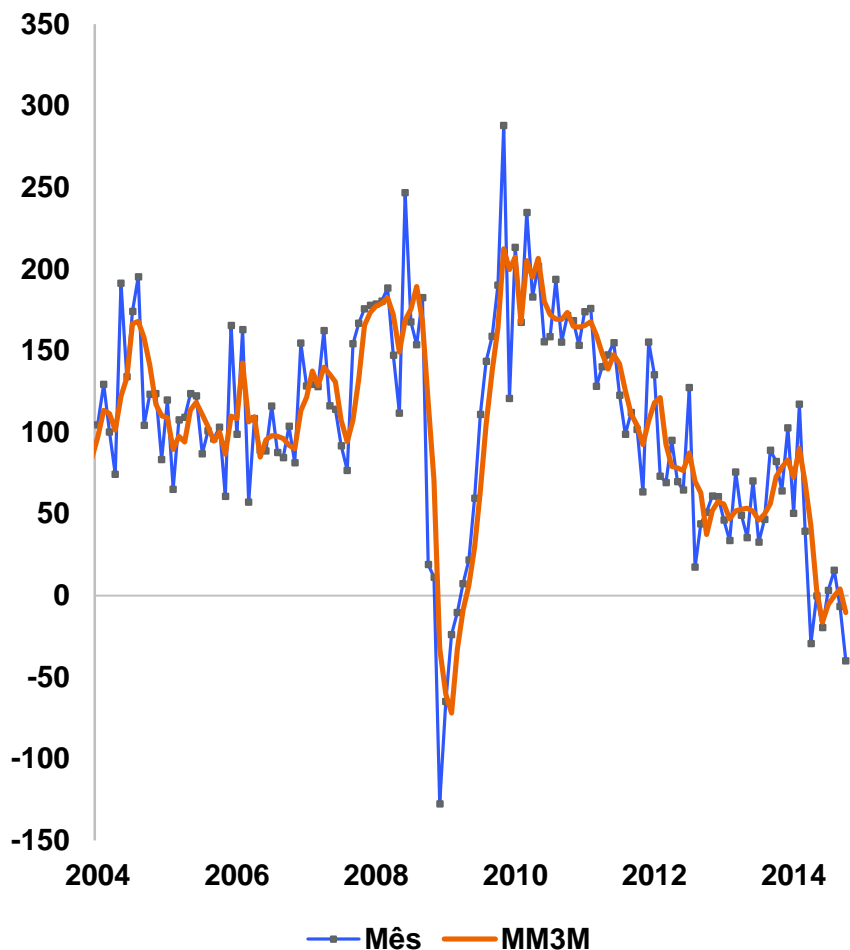
## Confiança do consumidor

Índice com ajuste sazonal

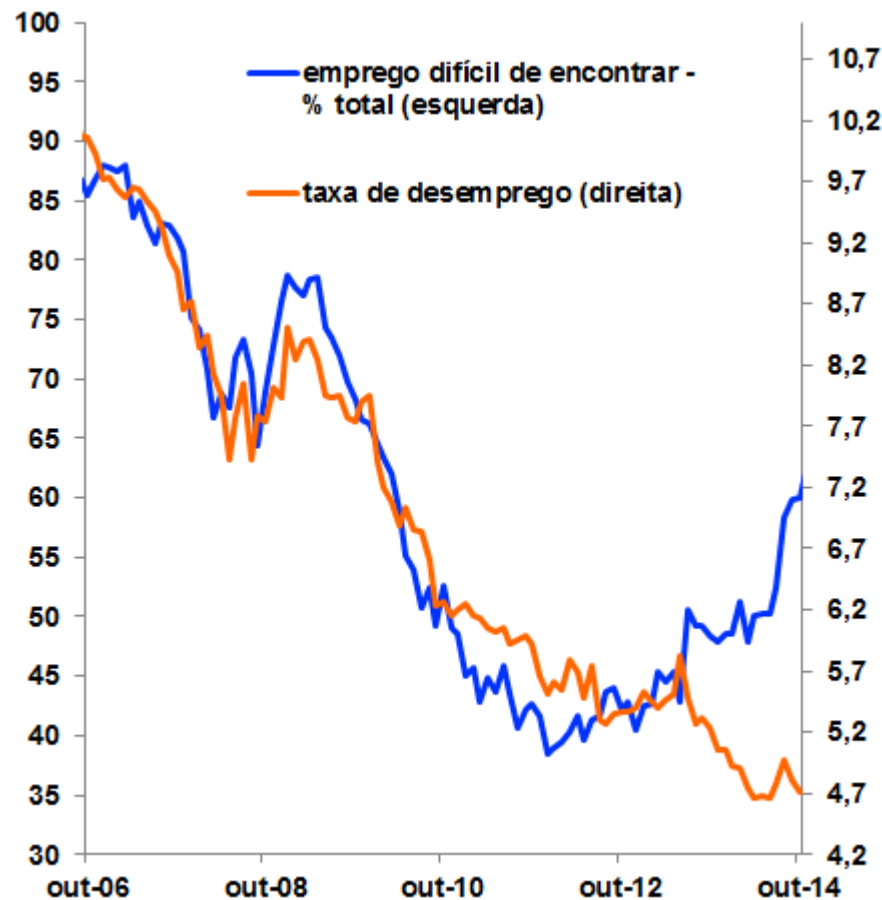


# Mercado de trabalho perdendo força

Criação de empregos formais  
*Milhares, com ajuste sazonal*

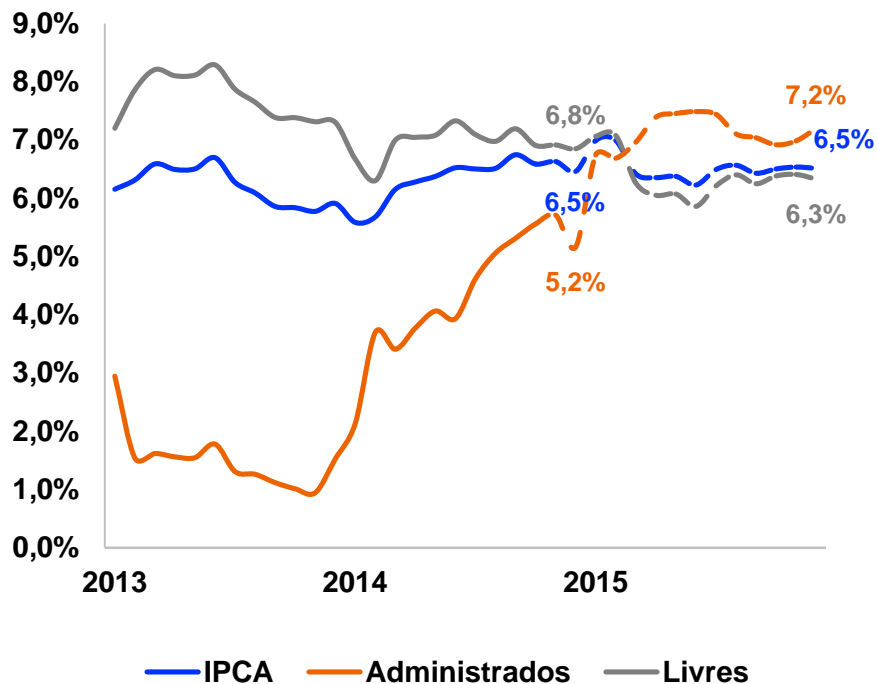


Emprego difícil de encontrar (FGV) vs. taxa de desemprego (IBGE)



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

## Decomposição - IPCA Acumulado em 12 meses

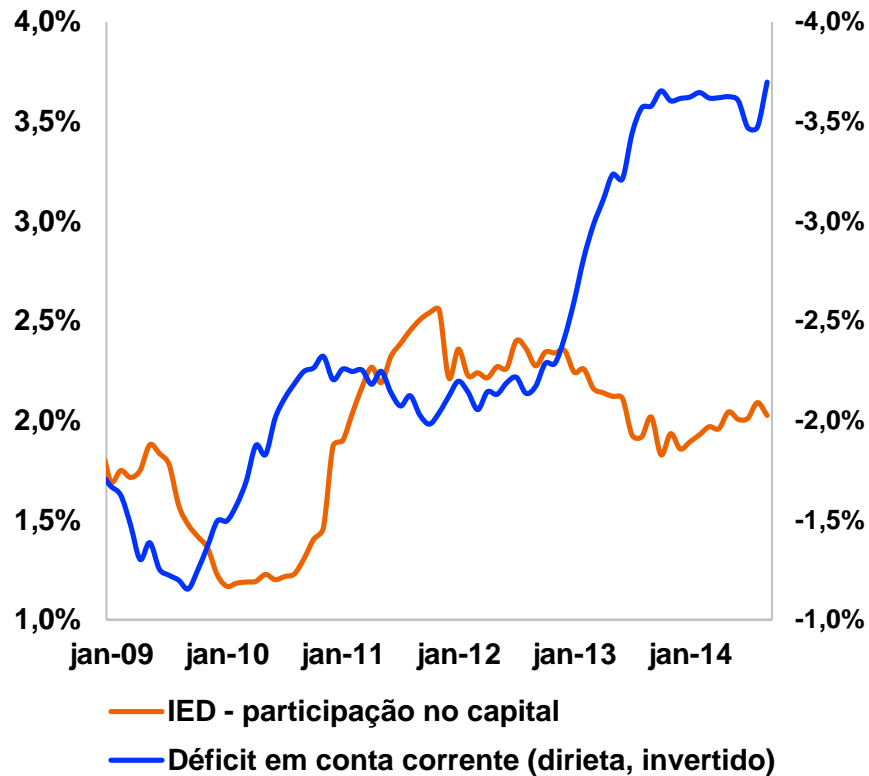


## Reajuste de administrados

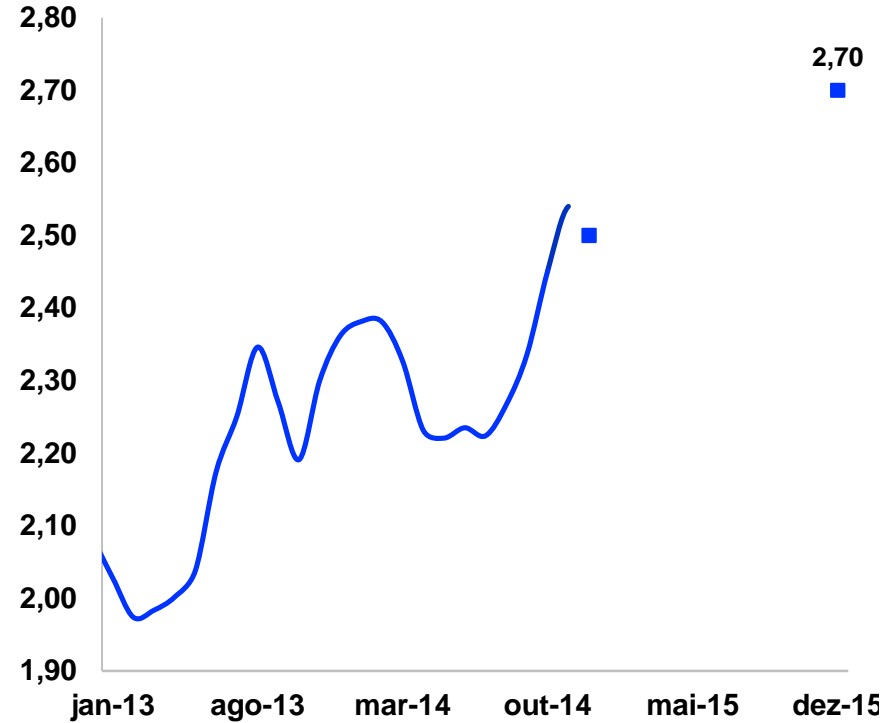
	2014	2015	Comentários
Energia elétrica	17%	14%	Custo de uso das térmicas
Água e esgoto	-3%	7%	Efeito menor do programa de descontos da Sabesp
Ônibus urbano	3,5%	8%	Reajuste de 10% em SP
Gasolina	3%	7,5%	Defasagem diminui, volta parcial da CIDE
<b>Administrados</b>	<b>5,2%</b>	<b>7,2%</b>	

# 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



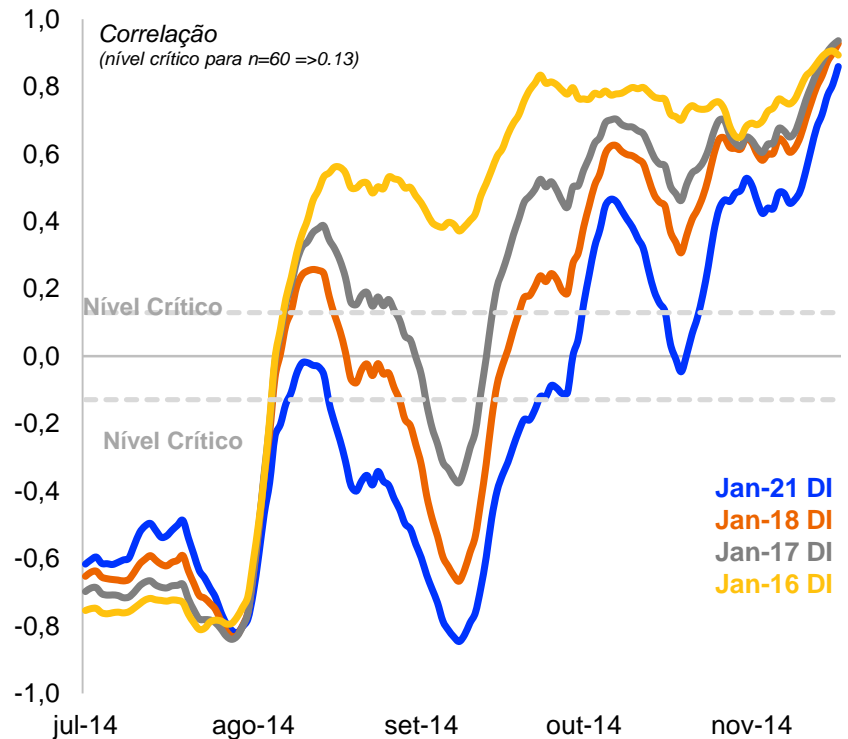
# Juros e o fator câmbio: riscos para inflação e Selic

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

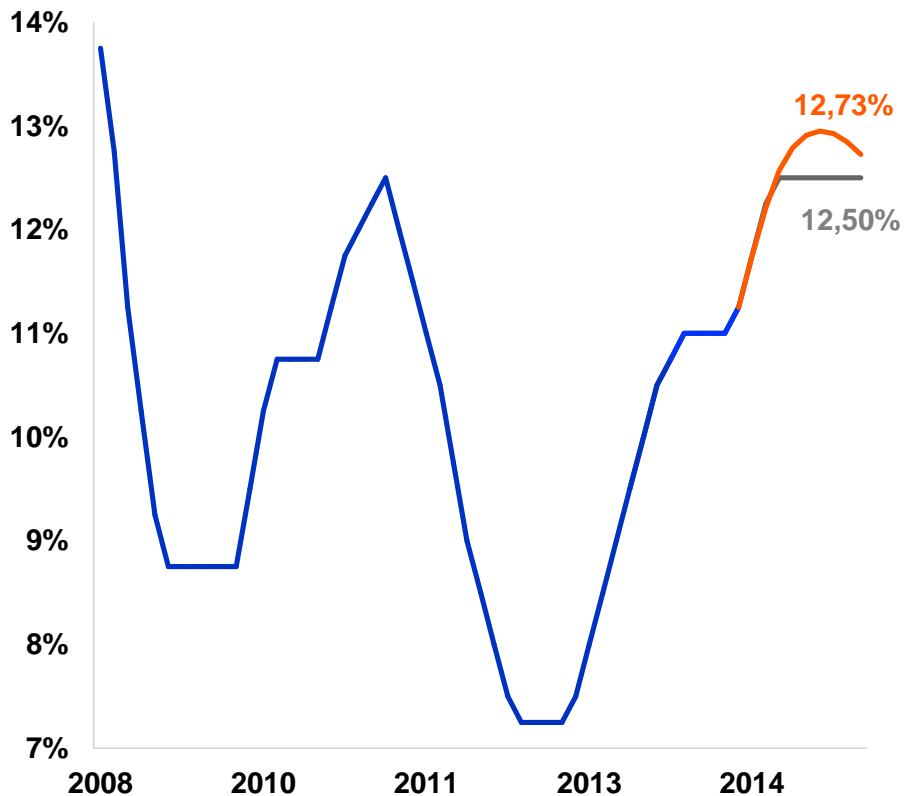
## Elevada correlação da curva de DI com USD/BRL



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

## SELIC

% a.a.

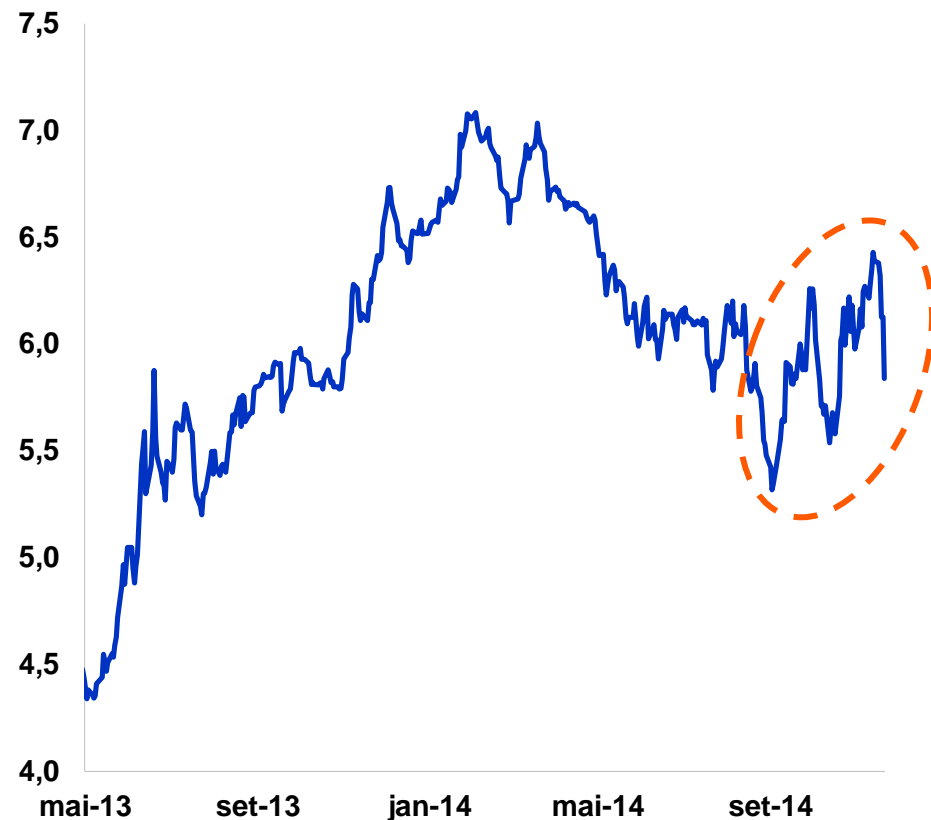


— Projeção Itaú Unibanco

— Apreçamento da SELIC implícito na curva de DI futuro

## Taxa de juros real – NTN-B 2050

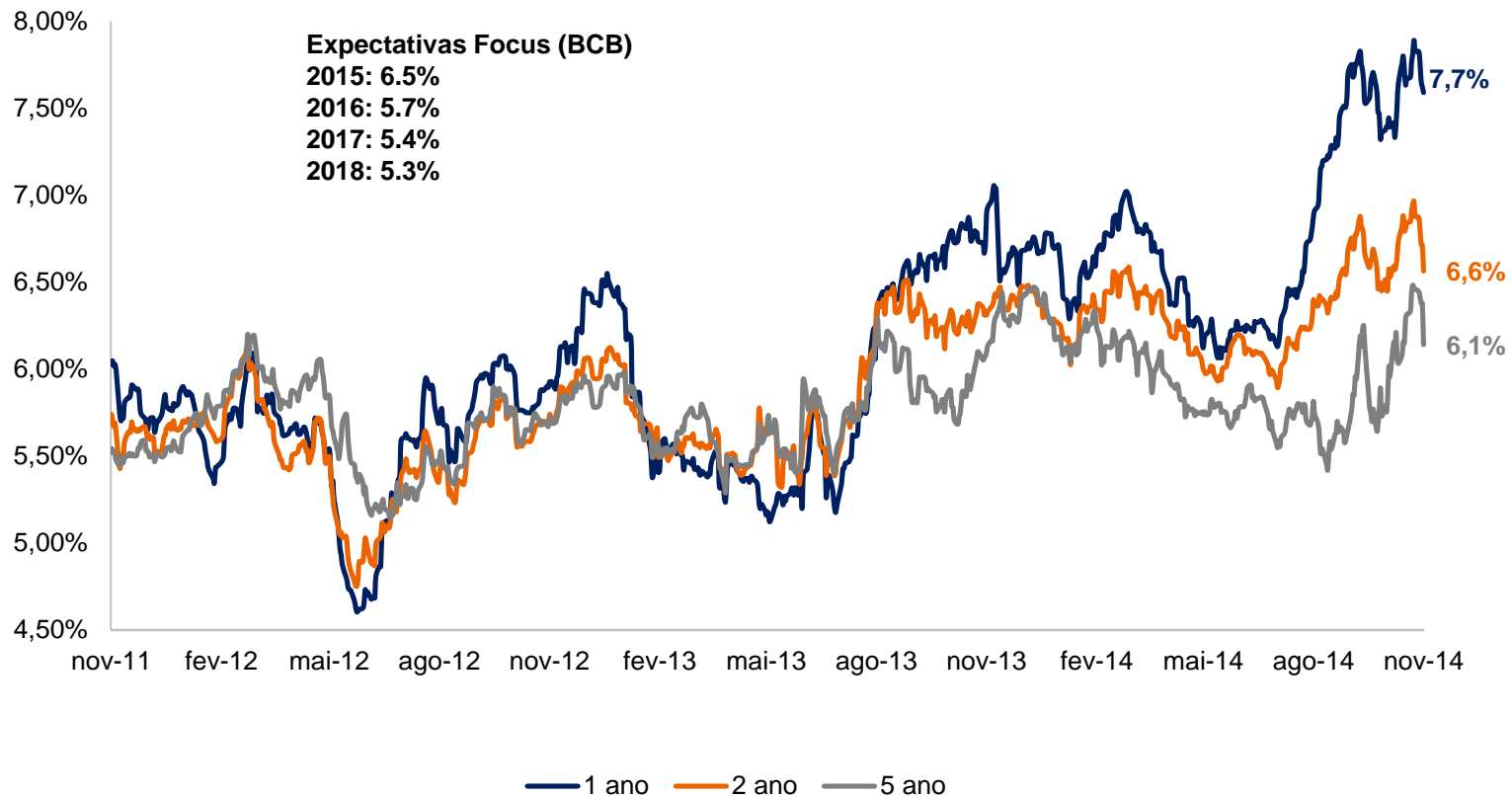
% a.a.



# 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.

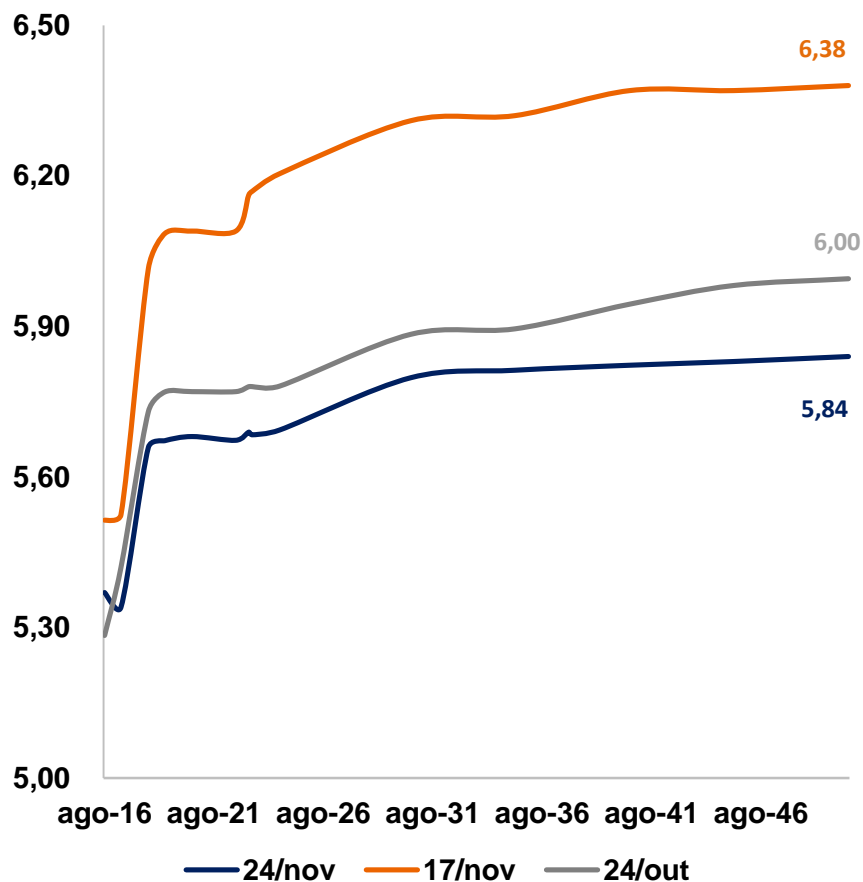
## Inflação implícita (NTN-Bs) - % a.a



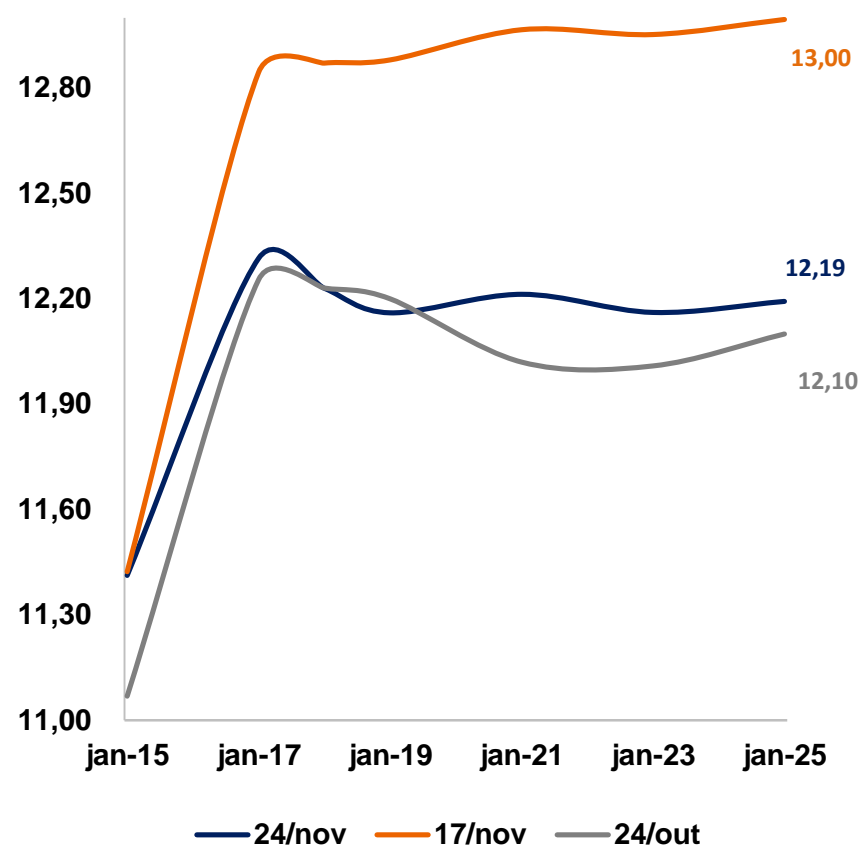
# Curva de juros: ajustes macros determinarão *steady state*

- 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)

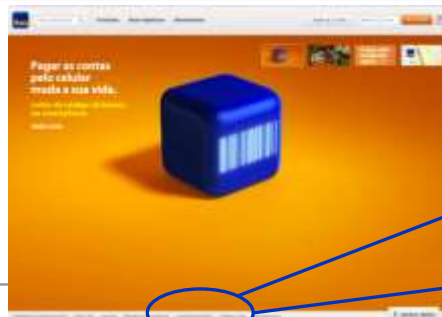


# Análises econômicas no site do Itaú

The screenshot shows the Itaú BBA website's 'Análises Econômicas' section. The top navigation bar includes 'Itaú BBA', a search bar, and menu items: 'Sobre o Itaú BBA', 'Nossos Negócios', 'Análises Econômicas', and 'Notícias'. The breadcrumb trail reads 'Home > Análises Econômicas > Publicações'. On the left, a sidebar titled 'ANÁLISES ECONÔMICAS' lists various publications and projections. The main content area, titled 'Publicações', features a search bar and a grid of publication cards. Each card includes a title, date, and a brief description. For example, one card is titled 'Chile's Central Bank Postpones Easing Cycle' dated 14/08/2013. Another card is titled 'CHILE - Postponing the Easing Cycle' dated 14/08/2013. A third card is titled 'Desaceleração nos emergentes, retomada nos EUA' dated 08/08/2013. A fourth card is titled 'Redução do crescimento e do espaço de manobra' dated 08/08/2013. The sidebar lists categories like 'Publicações', 'Projeções', 'Apresentações', 'Vídeos', and 'Nossas Séries Econômicas'.

The screenshot shows the Itaú BBA website's 'Macro Visão' section. The top navigation bar is identical to the previous screenshot. The breadcrumb trail reads 'Home > Análises Econômicas > Publicações > Macro Visão'. On the left, a sidebar titled 'ANÁLISES ECONÔMICAS' lists various publications and projections. The main content area, titled 'Macro Visão', features a search bar and a grid of publication cards. Each card includes a title, date, and a brief description. For example, one card is titled 'Índice Itaú de Surpresa LatAm: Decepção Generalizada' dated Junho 11, 2013. Another card is titled 'A economia brasileira continua decepcionando, mas as surpresas foram menos intensas do que o observado no início deste ano.' A third card is titled 'A atividade econômica em todos os países latino-americanos sob nossa cobertura vem decepcionando as estimativas de mercado nos últimos meses. Nosso Índice Itaú de Surpresa LatAm (Bloomberg: ITMLA) ficou em -0,37 em março.' Below the text is a line chart titled 'Índice Itaú de Surpresa LatAm' showing the index value from February 2009 to February 2013. The y-axis ranges from -0,6 to 0,4. The x-axis shows dates: fev-09, fev-10, fev-11, fev-12, fev-13. The chart shows a general upward trend with significant volatility. The source is cited as 'Fonte: Bloomberg, Itaú'. Below the chart, there is a paragraph of text: 'No primeiro trimestre do ano, efeitos de calendário podem ter sido responsáveis por uma parte das surpresas negativas. O feriado de Páscoa foi em março este ano, enquanto em 2012, foi em abril. Além disso, fevereiro teve um dia adicional em 2012, por ter sido um ano bissexto. Esses fatores podem não ter sido totalmente incorporados nas projeções de mercado.'

Acesse em:  
[www.itaubr.com.br/](http://www.itaubr.com.br/)



Análises Econômicas