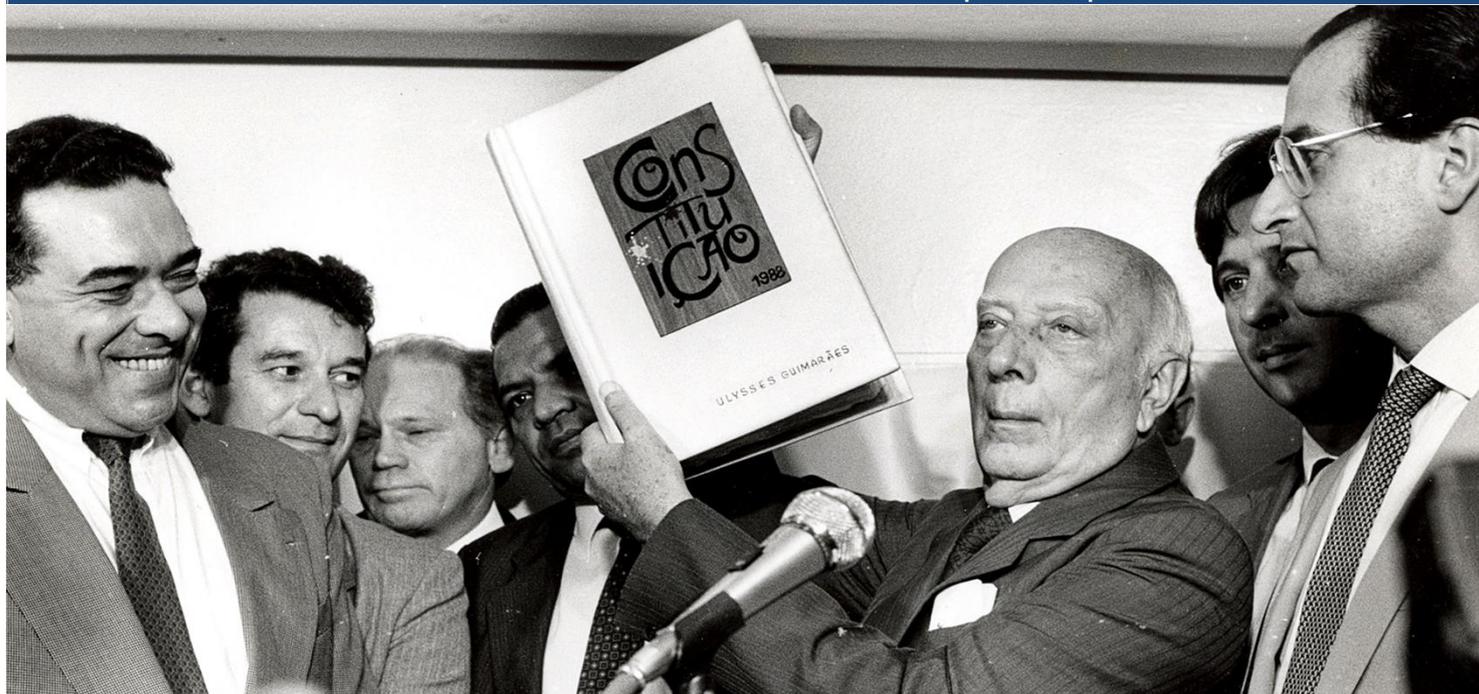




Onde estão as reformas para valer que vão tirar a economia do buraco?



Será que precisamos de um novo Ulysses Guimarães para que possamos aprovar as medidas econômicas necessárias?

"Meta fiscal de 2017 dificilmente trará superávit"

Henrique Meirelles, ministro da Fazenda.

Sumário

- **PIB:** atividade econômica segue se retraindo, mas em ritmo mais fraco. Devemos sair do atoleiro em breve.
- **Desemprego:** apesar da recessão mais amena, desemprego seguirá em alta pelo menos até o fim do ano.
- **Inflação:** IPCA em linha com projeções e fecha o mês de junho em 0,35%. No ano, 8,84%. Meta está longe.
- **Fiscal:** soubemos o tamanho do problema e estamos para aprovar medidas para o longo prazo. Insuficiente.
- **BC:** Selic em 14,25% e tom mais firme contra inflação. Corte de juros praticamente descartado em 2016.
- **Setor Exteno:** superávit comercial mantido, fruto da desvalorização cambial passada e de menos importações.
- **Câmbio:** cenário externo, novo BC e recuperação das contas externas ditam ritmo da valorização do BRL.
- **Renda Fixa:** melhores perspectivas para inflação a médio e longo prazo beneficiaram títulos de longo prazo.
- **Renda Variável:** índice da bolsa de valores em alta de 19% no ano, recuperando as perdas de 2014 e 2015.
- **Projeções:** Selic um pouco mais alta, IPCA ligeiramente mais baixo. Terraço projeta IPCA em 7,47% para 2016.

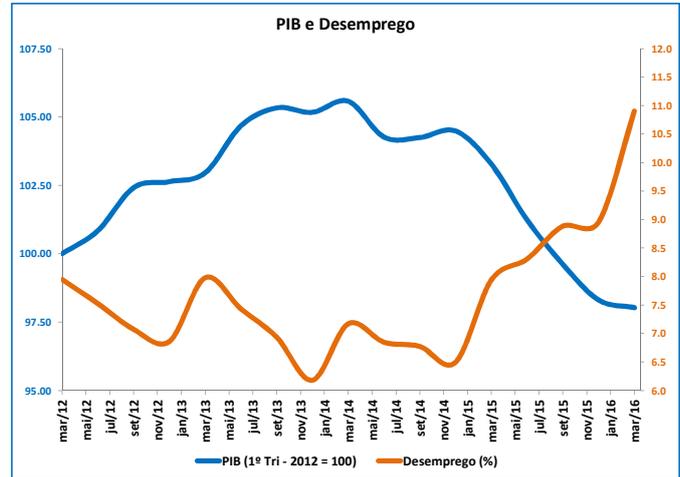


Onde estão as reformas para valer que vão tirar a economia do buraco?

Atividade Econômica

PIB e Desemprego - Atividade segue caindo, desemprego segue subindo.

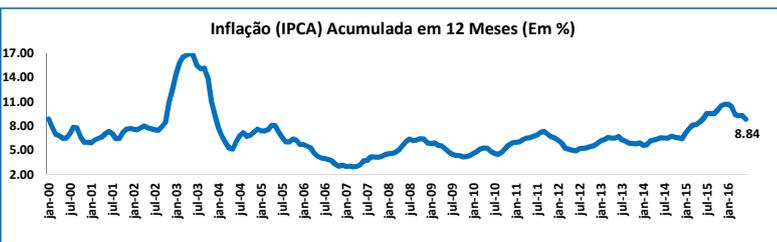
Atividade: a economia brasileira segue ladeira abaixo em 2016. Mas parece que começamos a frear um pouco a queda. Os dados disponíveis do IBGE indicam que a recessão econômica começa a perder parte de seu ímpeto, sendo que no primeiro trimestre de 2016 a economia encolheu 0.29% em comparação com o trimestre anterior. Apesar da queda, a retração é bem menor que os sucessivos tombos de 2015, entre 1,5% e 2% trimestre após trimestre. Os números do segundo tri de 2016 serão divulgados somente em 31/08, quando teremos a confirmação mais sólida de que chegamos ao fundo do poço e podemos começar a escalada. O setor industrial deve ser o primeiro a sair do atoleiro, ao passo que o setor de serviços sofre com a queda da renda e a deterioração do mercado de trabalho. A despeito de um novo fraco resultado no segundo trimestre, as perspectivas são muito melhores para o segundo semestre, situação sinalizada por indicadores de confiança mais recentes, bem como indicadores antecedentes já conhecidos.



Desemprego: apesar da provável e fraca recuperação econômica que poderemos observar no segundo semestre deste ano, o desemprego ainda vai demorar um pouco mais para apresentar uma inflexão da sua trajetória atual. Com a natural defasagem entre atividade e desemprego, o ciclo de aumento da taxa de desocupação não parece completo, mesmo com o desemprego medido pela PNAD em 11,2% em abril. O aumento da desocupação deve superar os 12% até o final do ano, mesmo que a atividade comece a se recuperar de forma tímida, e subir a 13% em 2017. Há ainda muita ociosidade e os agentes devem aguardar sinais mais robustos de retomada da economia para iniciar um novo ciclo de contratações. A divulgação dos dados de desemprego completos do primeiro semestre virá em 29 de Julho. Não espere nada diferente de um aumento do indicador, seguindo a forte tendência iniciada em 2015.

Inflação - IPCA segue a sazonalidade e desacelera em junho.

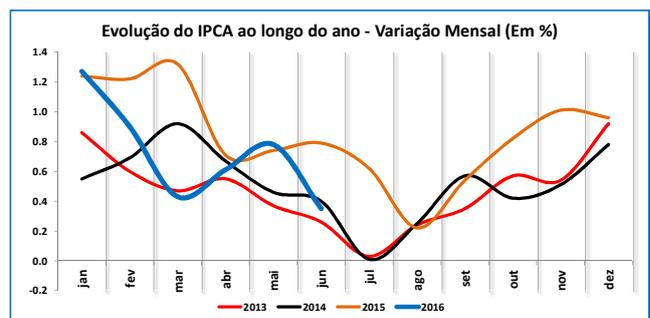
Variação Mensal do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) - Em %								
out/15	nov/15	dez/15	jan/16	fev/16	mar/16	abr/16	mai/16	jun/16
0.82	1.01	0.96	1.27	0.90	0.43	0.61	0.78	0.35



Resultado: o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) cresceu 0.35% em junho, em linha com a projeção mediana do mercado (0,37%), segundo levantamento do Valor Data. O resultado é inferior ao verificado em maio (0.78%) e também fica abaixo da leitura aferida em junho de 2015 (0.79%). Desta forma, o IPCA desacelera para 8,84% no acumulado dos últimos doze meses. No acumulado do ano, no entanto, a inflação atingiu 4,42%.

Subgrupos: O avanço do indicador em junho resultou do arrefecimento dos grupos Alimentação (de 0,78% para 0,71%), Vestuário (de 0,91% para 0,32%), Transportes (de -0,58% para -0,53%) e Saúde (de 1,62% para 0,83%). Os principais itens que impactaram no mês foram:

- Alimentação no domicílio (de 0,87% para 0,71%) com destaque para a deflação dos produtos in natura;
- A classe de despesa Transportes mostrou intensificação da queda do preço da gasolina (de -0,85% para -1,72%);
- Produtos farmacêuticos desaceleraram de 3,10% em maio para 0,65% agora em junho.



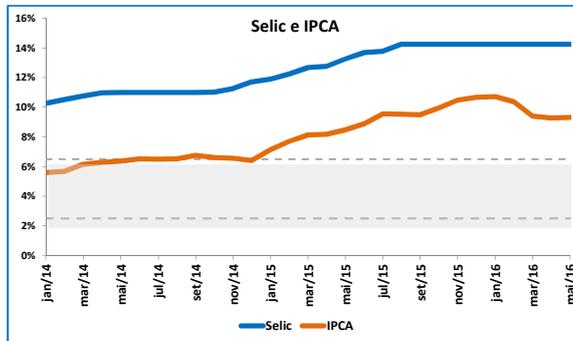
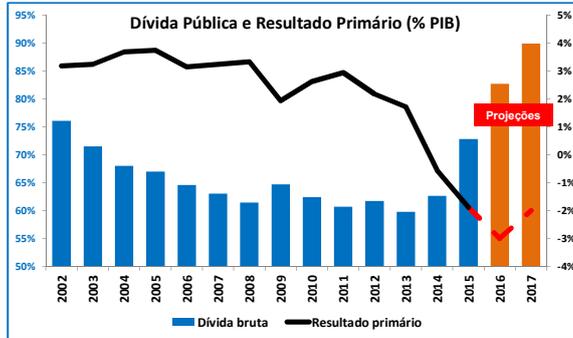


Onde estão as reformas para valer que vão tirar a economia do buraco?

Atividade Econômica

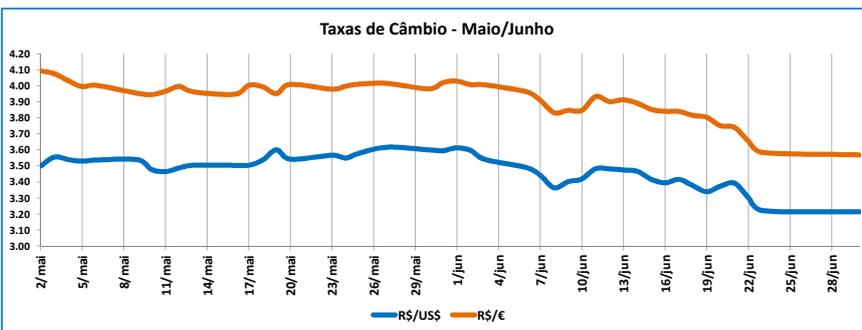
Políticas Fiscal e Monetária - Rombo fiscal, menos incertezas e mais atenção com a inflação.

Política Monetária: a equipe que assumiu o Banco Central liderada por Ilan Goldfajn tenta adotar um tom mais *hawkish*. O novo presidente destacou o objetivo de convergência da inflação para o centro da meta em 2017 e avaliou que diante das condições atuais, não haveria espaço para redução na taxa de juros. O mercado começa a apostar em um afrouxamento monetário (redução dos juros) em dezembro ou apenas em 2017. O mais importante agora é reconstruir a credibilidade perdida pelo BC, mantendo uma consistência intemporal e buscando o centro da meta. A forte recessão doméstica, a recente varolização do Real e o retorno da ancoragem (Focus começa a apontar novas revisões baixistas para o IPCA de 2017) devem ajudar na tarefa. Além disso, devemos destacar que o Conselho Monetário Nacional (CMN) estabeleceu neste mês a meta de inflação de 2018 em 4,5%, com limite superior em 6% e inferior em 3% a partir de 2017.



Política Fiscal: se os números das contas públicas não animam, pelo menos temos um valor crível. Devemos esperar grandes déficits para 2016 (R\$ 170 bilhões) e 2017 (R\$ 138 bilhões). Se não temos como fechar as contas, pelo menos sabemos o que é necessário e aparentemente não teremos novas aventuras com a política fiscal. Ainda, a iminente aprovação de medidas fiscais que beneficiarão as contas públicas no longo prazo - teto de gastos públicos e desvinculações de receitas da união - soam como música para os ouvidos dos agentes econômicos, mesmo com a relação dívida/PIB beirando os 90% em 2017. Talvez algumas privatizações deem o tom para 2017 não ser tão ruim. Há um cenário de aumento de impostos (CIDE e PIS/COFINS) se revelando, dado que o rombo fiscal não será reduzido apenas pelo teto de crescimento da despesa. Ainda não houve sinalizações para fortes cortes "na carne", o que em nossa visão é ruim.

Setor Externo e Economia Internacional - Dólar e Euro para baixo. Contas externas em recuperação.



Setor Externo: a Balança Comercial segue exibindo superávits cada vez maiores. De fato, a conta encerrou junho acumulando saldo positivo em US\$ 3,97 bilhões, resultante do volume de US\$ 16,74 bilhões das exportações, ao passo que as importações atingiram US\$ 12,77 bilhões e muito ajudada pela desvalorização cambial dos últimos 18 meses. Assim, no primeiro semestre o superávit comercial totalizou US\$ 23,64 bilhões, ante superávit de US\$ 2,2 bilhões em igual período de 2015. Com isso, o saldo de Transações Correntes vem apresentando forte redução de seu déficit, com melhora da balança comercial somada à forte redução da balança de serviços e de renda. Cabe reiterar a importância do papel do câmbio em patamar historicamente elevado que beneficia as exportações e da recessão doméstica na redução das importações, no papel de agentes ajustadores das contas externas. O déficit acumulado em conta corrente nos últimos doze meses é de US\$ 29,52 bilhões (ou 1,70% do PIB), montante financiado pelo elevado nível de Investimento Direto no País (4,05% do PIB).

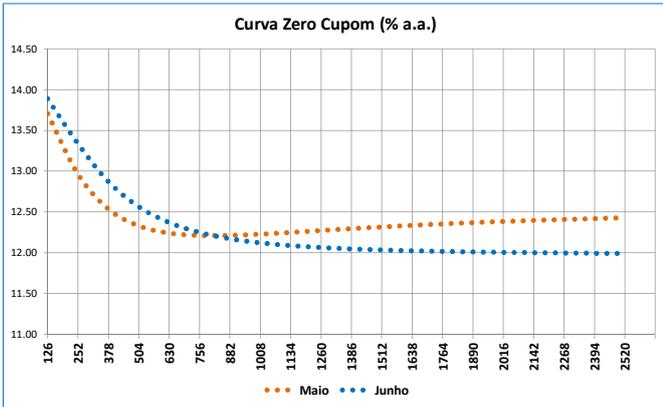
Taxa de Câmbio: a moeda brasileira mostrou forte apreciação recentemente, saindo do patamar de R\$/US\$ 4,00 em fevereiro para menos de R\$/US\$ 3,40, chegando a oscilar em torno de R\$/US\$ 3,30 nos últimos dias. Há diversos fatores para tal movimento, tanto no mercado externo quanto doméstico: (i) o discurso mais preocupado do Fed quanto ao aumento dos juros, que acabou gerando tendência de depreciação do dólar no mundo; (ii) forte ajuste positivo das contas externas; (iii) a recente alta de preços das commodities agrícolas; (iv) a posse do novo presidente do Banco Central. Já existem apostas no mercado de uma taxa de câmbio mais próxima de R\$/US\$ 3,20 para o final deste ano e abaixo desse patamar em 2017, situação que ajudaria na trajetória saudável da inflação bem como abriria novamente a janela para a importação de bens de capital (facilitando a retomada dos investimentos).



Onde estão as reformas para valer que vão tirar a economia do buraco?

Mercados

Renda Fixa - Valorização de prazos mais longos com melhor perspectiva de inflação.

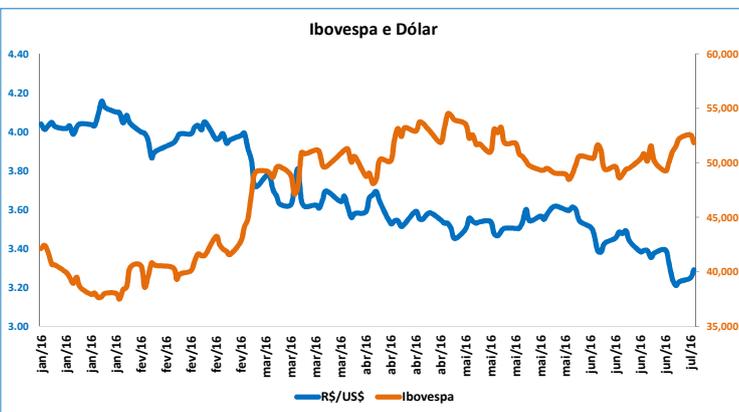
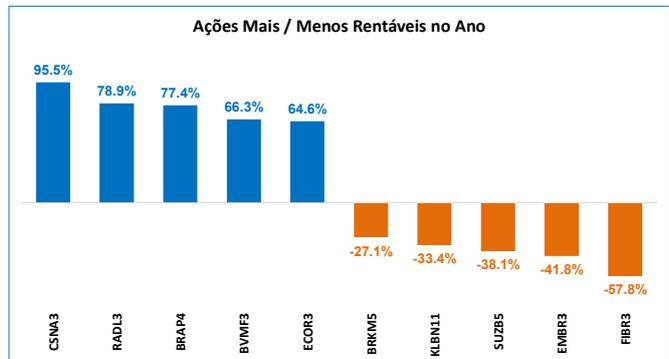


Valorizações: Os preços dos ativos de renda fixa de maior *duration*, ou seja, aqueles cujo prazo médio dos títulos das carteiras é mais longo, apresentaram as maiores valorizações no mês de junho. As carteiras de prazos maiores que um ano, refletidas no indicador IRF-M1+ (prefixados acima de um ano) e do IMA-B5+ (NTN-Bs acima de cinco anos), registraram, respectivamente, retornos de 2,66% e 2,57% no mês. No semestre, o IMA Geral, que replica a trajetória da carteira de títulos públicos marcada a mercado (cálculo que reflete o valor de mercado de cada título negociado), acumulou alta 12,87%.

Curva de Juros: Nesse aspecto, a perspectiva de que possa ocorrer redução dos juros no último trimestre do ano favoreceu a valorização dos títulos prefixados de médio e longo prazo. A sinalização da nova equipe do Banco Central de que a política monetária será conduzida de forma conservadora, com a trajetória da taxa de juros condicionada aos resultados fiscais, elevou a confiança dos agentes quanto à melhora do quadro inflacionário para o médio prazo. Mesmo que postergada de agosto para outubro as apostas para o início da redução dos juros, a percepção dos agentes é de que o ritmo de queda da inflação deve se acentuar no segundo semestre.

Renda Variável - Bolsa em alta e ações dependentes do dólar em queda.

Bolsa de Valores: O índice Ibovespa apresentou no mês de junho valorização 6,3%, acumulando alta de 18,8% no primeiro semestre do ano e revertendo o fraco desempenho observado em maio. Assim, a bolsa assumiu o primeiro lugar no pódio de melhores rentabilidades dentre as opções de investimentos. Com a alta de mais de quase 19% em 2016, o Ibovespa praticamente reverteu as perdas acumuladas nos últimos 2 anos. Em 2015, a bolsa foi o pior investimento do ano, com perda de 13,3%, em 2014 a baixa foi mais moderada, de 2,9% e 2013 viu o índice descer 15,5%. Se as perspectivas de leve recuperação se concretizarem, quem sabe a Bolsa não volte ao patamar de 2013 ainda neste ano.



Melhores e Piores Ações: Dentro da carteira teórica do Ibovespa, que é composta por 59 ações, 47 empresas apresentaram rentabilidade positiva no ano. Em 2016, as ações da CSN ON lideram as altas com retorno de 95,5%, explicada pela reestruturação de sua dívida e pela alta do preços das commodities. Em seguida, estão as ações da Raia Drogasil ON com 78,9% e Bradespar PN com alta de 77,4%. Na outra ponta, a Fibria ON registrou a maior queda, com desvalorização de 57,8%, seguida por Embraer ON, que caiu 41,8%, basicamente explicadas pela queda do dólar em relação ao real – lembrando que estas foram as ações que mais se valorizaram no ano de 2015, quando a desvalorização cambial foi grande.



Onde estão as reformas para valer que vão tirar a economia do buraco?

Projeções

Mercado - Boa reação com a nova equipe econômica.

	2013	2014	2015	2016	2017
PIB	2.7%	0.1%	-3.8%	-3.3%	1.0%
Desemprego	5.1%	5.1%	9.8%	12.5%	13.0%
Superávit	1.8%	-0.6%	-1.9%	-2.4%	-2.2%
Dívida Líq/PIB	31.5%	34.1%	36.0%	44.0%	48.7%
Dívida Bruta/PIB	51.7%	57.2%	66.2%	73.6%	78.5%
IPCA	5.9%	6.4%	10.7%	7.3%	5.4%
SELIC	10.00%	11.80%	14.25%	13.25%	11.0%
Dólar	2.36	2.66	3.96	3.40	3.55

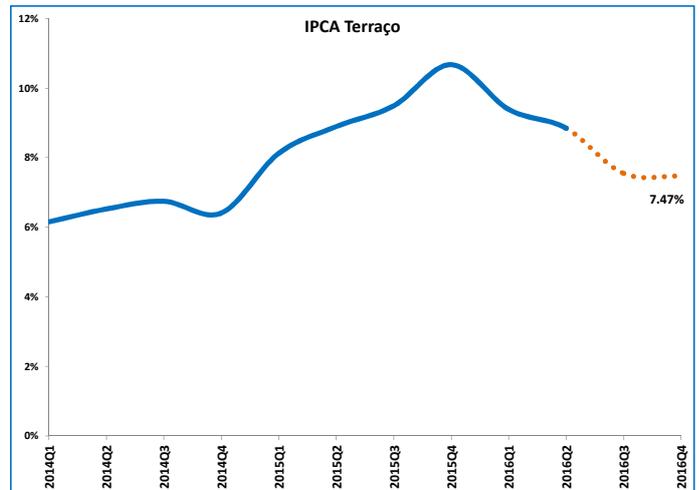
Fonte: Banco Central, Relatório Focus; Prisma Fiscal e Projeções Itaú BBA. Cifras com fundo cinza-escuro indicam projeções de mercado e não os números oficiais.

Atividade e Desemprego: apesar da melhora das expectativas em alguns números (dólar, dívida e IPCA) em relação ao mês anterior, dois indicadores permanecem muito ruins: PIB e desemprego. A despeito da suave melhora da expectativa para o PIB (de queda de 3,6% para 3,3%), as estimativas de desemprego permanecem inalteradas, fruto da defasagem que há entre recuperação econômica (esperada para 2017) e retomada do emprego, conforme abordamos no início.

Impactos da nova equipe: o mês de junho serviu para que os agentes "digerissem" a equipe econômica do novo governo, inclusive incorporando nas expectativas os novos fatos da política econômica. No front fiscal, os déficits anunciados para 2016 e 2017 fizeram com que as expectativas de endividamento se alterassem levemente, dada a redução das incertezas quanto às contas públicas. Mais importante ainda, a expectativa da política monetária sofreu não uma reviravolta, mas pelo menos um freio: sob o comando de Alexandre Tombini, o mercado esperava uma redução da Selic para o segundo semestre de 2016, o que é pouco provável que ocorra com a batuta de Ilan Goldfajn. Não a toda, a expectativa mediana para a Selic em 2016 subiu de 12.88% no mês passado para 13.25% neste mês. Outro preço que sofreu alteração significativa foi o dólar, que era esperado para fechar o ano em R\$ 3.65 em nossa última carta e agora já está em R\$ 3.40. Bons ventos externos e um bocado de confiança no novo governo alteraram a expectativa.

Terraço - Projeção de IPCA em 2016 ainda está ligeiramente acima da mediana do mercado.

IPCA Terraço: O Terraço Econômico utiliza um modelo VECM para prever o IPCA ao fim dos anos de 2016 e 2017. Nossa estimativa para 2016 está ligeiramente acima da mediana coletada pelo último Boletim Focus do Banco Central. Como utilizamos a Selic com 6 meses de defasagem para prever seu impacto na inflação e ela tem se mantido em 14.25% a.a. desde agosto de 2015, nossa projeção para o IPCA se situa levemente acima da mediana de mercado, que em alguns casos incorporou as expectativas da nova equipe que dirige a autoridade monetária do Brasil. Caso o Banco Central volte a utilizar seu instrumento principal - a taxa básica de juros - e não apenas as expectativas em um ambiente de inflação persistentemente acima da meta, certamente o IPCA em nosso modelo (e também na economia brasileira) deve se reduzir. Para o fim de 2017, esperamos IPCA em 5.36%, em linha com o mercado, mas ainda consideravelmente acima do centro da meta, que deverá ser perseguida com maior rigor pelo Banco Central sob a liderança de Ilan Goldfajn.



Comentário do Terraço

Ainda que as medidas econômicas do novo governo não tenham sido plenamente aprovadas pelo legislativo, o mercado já se antecipou e comprou as ideias propostas pelo governo Temer na área fiscal, mesmo que grandes reformas ainda não tenham sido vislumbradas. Quem não tem cão, caça com gato.

A atividade já pode ensaiar uma recuperação e a inflação começa a ceder, mesmo que ainda esteja longe da meta. Alguns bons ventos externos nos ajudaram aqui e acolá, mas não são suficientes para voarmos novamente. Aguardamos ansiosamente um grande reformador, ou sigamos lentamente.

Equipe Terraço Econômico

ACESSE:
WWW.TERRACOECONOMICO.COM.BR

facebook.com/terraoeconomico
@terraoecon
youtube.com/c/terraoeconomico

terraoeconomico@gmail.com
instagram.com/terraoeconomico
Terraço Econômico

DISCLAIMER: Este documento foi produzido pelo Terraço Econômico com fins meramente informativos, não se caracterizando como oferta ou solicitação de investimento ou desinvestimento em títulos e valores mobiliários. Apesar do cuidado utilizado tanto na obtenção quanto no manuseio dos dados apresentados, o Terraço não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, tampouco por decisões de investimento tomadas com base no conteúdo deste documento, que pode inclusive ser modificado sem comunicação. O Terraço não assume qualquer compromisso de publicar atualizações ou revisões de suas previsões.