ATA DA 21ª REUNIÃO ORDINÁRIA DO COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

Aos trinta dias do mês de janeiro de dois mil e quatorze (30/01/2014), na sede do CONCHAL***PREV***, situada na Rua XV de Novembro, 587, Centro, Conchal (SP), realizou-se a 21.ª Sessão Ordinária do Comitê de Investimentos do CONCHALPREV, instituído pela Portaria n.º 160, de 16 de maio de 2012. Presentes a Presidente Dalva Suely Guerra Pulz e os membros Dr. Ademir Antonio de Azevedo – Gestor de Investimentos e Diretor de Assuntos Jurídicos e a Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz – Diretora Financeira. Também presente a Srta. Bianca de Sousa Canalli, nomeada secretária *"ad hoc"*. PAUTA: 1) Aprovação da Ata da 20ª Reunião Ordinária do Comitê, que será apresentada ao Conselho de Administração do Instituto. A ata, depois de lida, foi aprovada por unanimidade de membros. 2) Análise da conjuntura econômica nacional e internacional no mês de dezembro/13. A análise da conjuntura foi realizada com textos e indicadores produzidos pelo mercado como de costume, cujos principais excertos seguem em anexo. O Gestor tomando a palavra afirmou que no ano de 2012 os fundos de investimentos constituídos principalmente por NTN-Bs, os quais são indexados ao Índice de Mercado Anbima Serie B, (IMA-B), bem como o IMA-Geral, obtiveram uma expressiva rentabilidade, onde para exemplificar está rentabilidade, destacamos aplicações do RPPS na carteira própria que rendeu 32,24% e os fundos BB Previdenciário RF IMA B TP com rendimento de 25,57%, BB RPPS RENDA FIXA IBA B5+ FI com rendimento de 31,70%, BRADESCO FI RF IMA-B TÍTULOS PÚBLICOS com rendimento de 26,74%, ITAÚ INSTITUCIONAL RF INFLAÇÃO FICFI com rendimento de 26,13% e CAIXA FIC NOVO BRASIL IMA B RF LP com rendimento de 26,34%, o resultado consolidado do exercício de 2012 foi de crescimento de 27,26% no ano contra a meta de 12,19%, ou seja 2,24 vezes a meta. Estes fundos apresentaram uma rentabilidade muito acima da média do que vinha ocorrendo no anos anteriores. Na ocasião a meta atuarial foi alcançada antes mesmo do termino do ano, graças a esta grande valorização das NTN-Bs, explicado principalmente pela queda acentuada na taxa de juros (SELIC) que entrou 2012 fixada em 11,00% chegando a 7,25% no final de ano, contribui para a valorização destes títulos federais o aumento da inflação, já que o acumulado levando-se em consideração os últimos 12 meses apresentou 6,21% em janeiro, chegando a 6,31% em dezembro de 2012. Como estes papéis foram adquiridos no momento em que o mercado apresentava uma taxa de juros alta e inflação controlada abaixo de

5,5%, com a queda da taxa básica de juros, eles sofreram uma grande valorização no momento de sua venda, principalmente os que possuíam vencimento em 2012. Para o ano de 2013, a principal razão para as perdas dos fundos são as posições em títulos públicos de longo prazo. A indefinição sobre o comportamento da inflação e a forma adotada pelo governo para combater a alta dos preços causou indefinição uma vez que a política econômica não foi suficientemente clara, e este aumento das incertezas sobre a condução da política monetária derrubou as cotações dos papéis de renda fixa com prazo de vencimento mais dilatado. Este cenário influencia de maneira negativa os fundos de investimentos que possuem em suas carteiras NTN-Bs. Com a inflação subindo, bolsa caindo e os juros dos títulos de longo prazo também subindo, poucos fundos de investimento conseguiram garantir bom desempenho para os investidores. Apesar do desempenho ruim, considerando os conselhos de nossas assessorias que sempre afirmaram que haveria recuperação da rentabilidade das aplicações, não efetuamos resgates das aplicações atreladas ao IMA e seus sub-índices. No mês de dezembro/2013 a carteira do Instituto teve valorização de 1,06, contra meta atuarial de 1,41%. No exercício o resultado foi de déficit de 13,93% contra uma meta de 12,27%. 3) Aplicações dos recursos provenientes de repasses do presente mês. Foi apresentado o relatório consolidado de rendimentos do mês de novembro, com retorno negativo de 4,64% contra meta atuarial de 1,03%. 4) Boletim Focus. Foi apresentado o último Boletim Focus com as expectativas do mercado sobre a inflação, crescimento do PIB, evolução do dólar frente ao real entre outros dados. Nada mais havendo a tratar a Presidente então encerrou a reunião e determinou que eu, ( ), Bianca de Sousa Canalli, Secretária *"ad hoc"* para a presente sessão, lavrasse a presente ata e agendou a próxima reunião para o dia 28 de fevereiro de 2014, às 10h30min, saindo os membros convocados.

Dalva Suely Guerra Pulz
Presidente

Membros:

Dr. Ademir Antonio de Azevedo
Gestor de investimentos

Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz
Diretora Financeira

Bianca de Sousa Canalli
Secretária *"ad hoc"*

21.ª REUNIÃO ORDINÁRIA

DATA: 30/01/2014

LISTA DE PRESENÇA

NOME	CARGO	ASSINATURA

CENÁRIO MACROECONÔMICO
SEMANA A SEMANA COM PARTICIPAÇÃO DO BANCO DO BRASIL S.A E DO BANCO VOTORANTIM S.A.
COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

Destaques da Semana (30/12/2013 a 03/01/2014)
Na semana da virada do Ano Novo, os mercados tendem a continuar com baixa liquidez devido ao feriado na quarta-feira. Assim, os indicadores deverão impactar apenas moderadamente os ativos financeiros no período. Apesar de curta, a agenda trará alguns índices econômicos importantes nos EUA, com destaque para as pesquisas de confiança do empresariado da região de Chicago e do consumidor, a nível nacional, ambas de dezembro, no último dia do ano, e a pesquisa ISM, também de dezembro, logo no dia 2. Além desses, teremos dados do setor imobiliário com as vendas pendentes de casas referentes ao mês de novembro, na segunda-feira (30), o índice de preços de casas de outubro da S&P/CS de 20 áreas metropolitanas, na terça-feira (31), e os gastos com construção de novembro. Todos devem mostrar variações positivas na base mensal, reafirmando a recuperação ora em curso do setor. Por fim, ainda nos EUA, sairão ao longo da semana as vendas de veículos do mês de dezembro e os pedidos de auxílio desemprego da semana anterior. Na Europa, teremos as revisões das pesquisas PMIs de dezembro, as quais devem confirmar a retomada moderada do setor manufatureiro na região, com exceção da indústria francesa, que segue em retração a mais de dois anos. Sairão também, nesta semana, as pesquisas PMIs da China referentes a dezembro, que devem seguir apontando expansão moderada. No Brasil, o destaque ficará por conta dos dados da balança comercial de dezembro e, por consequência, do saldo comercial do ano. O superávit esperado de U$ 2,1 bilhões no mês deve assegurar o resultado positivo de montante semelhante em 2013.

- No Brasil, o Ministério do Desenvolvimento divulgará o saldo comercial de dezembro e de 2013. Projetamos superávits de US$ 2,1 bilhões e US$ 2,0 bilhões, respectivamente. De inflação, teremos apenas o IPC-S do mês de dezembro.
- A agenda de indicadores dos EUA não é extensa, porém é importante. Destaque para os dados de confiança e do setor imobiliário.
- Na Europa, os destaques ficarão por conta dos PMIs da indústria dos principais países da região, referentes ao mês de dezembro.
- A China também divulgará os PMIs oficiais do mês de dezembro, tanto da indústria quanto do setor de serviços. Além disso, a consultoria Markit deve divulgar o PMI final da indústria de dezembro.

Destaques da Semana (06 a 10/01/2014)

Nesta primeira semana do ano, o evento de destaque do cenário macroeconômico será a votação no Senado americano da confirmação de Janet Yellen como próxima presidente do Fed. Não deve haver surpresas na votação. O retorno do Congresso aos trabalhos também deverá ser monitorado, pois nas próximas semanas o orçamento federal deverá ser ratificado, com base no acordo já definido no final do ano passado. Também não deve haver surpresas, mas aqui o nível de certeza é menor, pois as duas partes envolvidas gostariam de elevar suas conquistas. Já no campo da política monetária, alguns diretores do Fed têm discursos programados para a semana e será divulgada a ata da última reunião do Fomc, a qual poderá trazer novos elementos para as expectativas com os próximos passos do processo de redução das compras de títulos pelo Fed. Aparentemente, já há uma rota desejada pelo comitê, mas novos comentários que a reforcem poderão ter influência sobre os mercados. Na Europa, as atenções estarão voltadas paras as reuniões de política monetária dos bancos centrais da Zona do Euro e da Inglaterra. Para ambos espera-se que as condições atuais sejam mantidas, mas, como tem sido a prática mais recente, as indicações sobre o horizonte da política monetária são

mais importantes e têm capacidade de influenciar os mercados. A despeito desses eventos, a liquidez dos mercados ainda deve continuar reduzida por causa do período de férias.

- No Brasil, dentre os indicadores econômicos, destaque para o índice oficial de inflação de 2013, cujo resultado projetado está muito próximo de resultado do ano anterior. Nossa projeção aponta 0,86% no mês e 0,01 ponto percentual acima em 2013 em relação a 2012.
- Também teremos, no Brasil, importantes indicadores de nível de atividade, como a produção industrial de novembro, a qual projetamos que registre nova retração de 0,9% em relação ao mês anterior. Com relação a dezembro, a Anfavea divulgará os dados completos do setor automobilístico, sendo que a produção deverá ter novo ajuste.
- Nos EUA, teremos os dados oficiais do mercado de trabalho, na sexta-feira, que devem concentrar as atenções dos mercados em face do ritmo esperado para retirada dos estímulos monetários pelo Fed. Os demais dados da semana são secundários.
- Na Europa, destaque para os PMIs de serviços, de dezembro. Além deles, serão divulgados, da Zona do Euro, dados de confiança dos consumidores e de investidores, dados de vendas no varejo e a taxa de desemprego da região.
- A China fará a divulgação de parte de seus indicadores econômicos de dezembro, como a inflação, balança comercial e empréstimos. Também serão divulgados PMIs de serviços.

Anfavea indica atividade industrial fraca em dezembro

A Anfavea divulgou que a produção de veículos em dezembro foi de 236 mil unidades. Este resultado segue as vendas fracas no mês, como já era conhecido pelos dados da Fenabrave, mas ainda assim ficaram abaixo do esperado. Implicam, contudo, um importante ajuste de estoques, de 41 dias de vendas em novembro para aproximadamente uns 30 dias agora (esses dados ainda não foram disponibilizados), o que é positivo para a atividade do setor nos meses à frente.

Para dezembro, porém, colocam um viés de baixa para o resultado da produção nacional total, pela pesquisa do IBGE (PIM). Assim, se as projeções da PIM de novembro se confirmarem, amanhã, teremos uma retração da produção de 0,9% que poderá ser seguida de nova queda em dezembro. Apenas com o aumento de 0,6% da PIM em outubro, o cenário que se constrói é de um crescimento fraco do setor industrial (PIB industrial) no 4T13, seguindo a quase estabilidade (+0,1%) do 3T13.

O viés de baixa se estende, consequentemente, para o PIB total do período, o que, no entanto, ainda depende de conhecermos outros indicadores do período.

Produção industrial surpreende em novembro, mas setor ainda tem dificuldades

O IBGE apontou uma diminuição da produção industrial em novembro ante outubro de 0,2% e um crescimento de 0,4% em novembro em relação ao mesmo mês do ano anterior. Estes resultados ficaram acima das nossas projeções, de -0,9% e -1,1%, e da mediana das projeções do mercado, de -1,1% e -0,8%, respectivamente. A queda esperada da produção de veículos se mostrou mais branda e os setores de insumos apresentaram resultados mais positivos.

No entanto, a média móvel de três meses do índice total diminuiu de 0,4% em outubro para 0,3% em novembro. Para dezembro, as primeiras informações disponíveis, como a produção de veículos divulgada ontem, apontam que este número deverá diminuir ainda mais.

Assim, a surpresa recente da produção industrial ainda deve ser vista com cautela, pois as dificuldades do setor são expressivas e sua dinâmica ainda precisa melhorar. O índice total e setores específicos ainda apresentam uma volatilidade mensal nos seus resultados que gera dúvidas quanto à consistência da tendência.

Destaques da Semana (13 a 17/01/2014)

Nesta semana, os mercados brasileiros deverão caminhar em compasso de espera até o final da reunião do Copom , na quarta-feira. O mercado não atingiu um consenso com expectativas se dividindo entre um novo aumento de 50bps da Selic, como foram os últimos, ou um menor de 25bps, grupo no qual nos incluímos. Há expectativas também com o teor do comunicado da decisão e o que ele sinalizará para a sequência do ciclo de aperto monetário. Como de praxe, ainda deverá manter algumas alternativas abertas, mas uma possível sinalização sobre a extensão do ciclo seria bastante relevante. Assim, algum ajuste de preços deverá ser visto após a reunião. Os mercados globais também deverão manter alguma atenção no Congresso americano, por causa do vencimento do orçamento provisório que precisa ser substituído por um definitivo para evitar um novo fechamento do governo federal. O congressistas firmaram um acordo no final do ano passado com este propósito, mas ele ainda precisa ser refinado e votado finalmente, o que deixa alguma brecha para surpresas, ainda que este seja o cenário mais remoto. Com relação ao Fed, diversos diretores da instituição têm discursos programados que poderão ajudar a delinear o perfil do novo comitê e a formar expectativas para as ações do Fomc. O atual presidente do Fed, Ben Bernanke, tem discurso programado, na quinta-feira, quando falará dos desafios dos bancos centrais e pode ser uma boa oportunidade de abordar temas relevantes para os mercados. Por fim, os mercados também observarão a divulgação dos resultados trimestrais das empresas, a partir desta semana.

- No Brasil, dentre os indicadores econômicos, destacam-se as vendas no varejo e o IBC-Br, ambos de novembro. Eles devem apresentar elevações moderadas no mês, mas que mantêm frágil a perspectiva para a evolução da economia.
- Nos EUA, a agenda de indicadores econômicos é extensa e em conjunto eles ajudarão a atualizar o quadro econômico de forma a direcionar expectativas para os preços de ativos. Serão divulgados dados de inflação, de vendas no varejo, dos setores industrial e imobiliário e de confiança de consumidores.
- A agenda da Zona do Euro, em contrapartida, é bastante reduzida. Teremos dados de produção industrial, balança comercial e inflação.
- A China fará a divulgação dos seus principais indicadores econômicos mensais, de dezembro, e do PIB do 4T13. Os mercados têm ficado um pouco preocupados com o ritmo de crescimento da economia deste país e poderão ajustar estas expectativas.

Vendas no varejo avançaram mais que o esperado em novembro

O IBGE apontou aumento de 0,7% das vendas no varejo, conceito restrito, em novembro em relação ao mês anterior e de 1,3% no conceito ampliado. Os resultados ficaram acima das nossas expectativas de estabilidade e +0,4%, respectivamente.

A principal diferença de nossa projeção apareceu nas vendas dos supermercados que registraram aumento de 1,1% no mês e impulsionaram as vendas nos dois conceitos calculados pelo IBGE. Dados da Abras já apontavam um bom resultado deste setor, em novembro, mas a correspondência desses dados com a pesquisa do IBGE não tinha sido boa nos meses anteriores, de forma que os modelos econométricos usados captaram um resultado mais fraco. Vamos observar se este realinhamento prosseguirá nos próximos meses.

Já tínhamos em nossas estimativas aumento das vendas de veículos e materiais de construção, que ajudaram a impulsionar o conceito ampliado das vendas no varejo. Mas, ressaltamos que nos veículos, pelo menos, a falta de correspondência mensal com os dados divulgados pelas associações do setor foi mantida, como nos últimos meses.

Assim, a despeito de dados ainda um tanto erráticos, o comércio vem se desenvolvendo em ritmo moderado, segundo o IBGE. Segue o processo de desaceleração que deverá produzir crescimento das vendas um pouco acima de 4%, em 2013, abaixo da média de 8,1% entre 2006 e 2012, o que é resultado da desaceleração dos principais condicionantes do consumo, como o emprego, a renda, o crédito e a confiança dos agentes. Esperamos, por ora, que essa desaceleração avance um pouco mais em 2014, com as vendas no varejo crescendo 4,0%.

BC chancela mercado e eleva Selic em 50 bps para 10,50%

O Comitê de Política Monetária (Copom) elevou a taxa básica de juros pela sétima reunião consecutiva, mantendo o ritmo de ajuste observado até então. O aumento de 50 bps da taxa Selic, agora fixada em 10,50%, não era o desfecho esperado pela maioria dos analistas, porém a precificação dos contratos de juros futuros indicava probabilidade maior por ele.
A votação unânime e o comunicado praticamente idêntico aos anteriores sinalizam a continuidade do ajuste das condições monetárias nas próximas reuniões. Com o decepcionante resultado do IPCA em 2013, que encerrou acima da inflação do ano anterior, frustrando assim a promessa propalada tanto pela instituição quanto pelo governo de uma lenta convergência para o centro da meta, inviabilizou-se qualquer plano de encerrar o ciclo nesta reunião.
A persistência da inflação ao redor de 6% no acumulado em 12 meses ao longo do ano deve exigir que o banco central leve a taxa Selic para acima do patamar do início da administração Dilma. Agora, as dúvidas situam-se tanto no passo quanto no ajuste adicional as ser implementado, considerando o calendário eleitoral e o cenário prospectivo da inflação. Em tese, ao destacar que a decisão de ontem fora tomada "neste momento", o comitê deixa a porta aberta para redução do ritmo de alta dos juros já a partir da reunião em fevereiro. Todavia, com o balanço de riscos ainda desfavorável para a inflação no curto prazo, existe a possibilidade de continuidade de outra elevação de 50 bps na próxima reunião. Por ora, trabalhamos com o cenário de extensão do ciclo em ritmo mais lento, de 25 bps, mas que levará a Selic para 11,0%, em abril. A divulgação da ata desta reunião na semana que vem poderá clarear melhor esta expectativa. No entanto, esta extensão do ciclo deverá ter reflexos no crescimento da economia, que oscilará em torno de 2,0% neste e no próximo ano.

IBC-Br de novembro decepciona ao apontar retração da economia

O índice de atividade econômica (IBC-Br), de novembro, calculado pelo Banco Central, registrou contração de 0,31% em relação a outubro. Em relação a novembro de 2012, o índice ficou 1,34% acima. Ambas as variações ficaram abaixo do esperado. O resultado mais fraco deve ter sido impulsionado pelo setor produtivo, uma vez que o IBGE captou diminuição da produção industrial (-0,2%) no mês, ao passo que as vendas no varejo, como divulgado ontem, tiveram forte expansão, de 1,3%.
Com este resultado, a média móvel trimestral desacelerou em novembro para +0,3% ante +0,4% do mês anterior. Torna-se assim mais difícil atingir um resultado mais robusto no quarto trimestre, que seria necessário para confirmar um PIB anual de 2,3% (nossa projeção atual), sendo, portanto, que o viés do resultado anual é mais forte para 2,2%.

Destaques da Semana (20 a 24/01/2014)

Nesta semana, o mundo deverá prestar atenção ao Fórum Econômico de Davos. Há alguma recuperação mundial em andamento e os líderes econômicos deverão aproveitar a oportunidade para analisar os desafios que se seguem. O FMI deverá atualizar seu relatório econômico e já sinalizou que aumentará a expectativa de crescimento mundial. O principal responsável tem sido os EUA, mas também será interessante acompanhar as informações sobre a economia europeia, cuja expectativa é de estabilidade, isto é, que, pelo menos, não adicione volatilidade ao cenário. As perspectivas de evolução das economias emergentes, por outro lado, têm sido mais incertas. Nesta semana, os EUA, diretamente, pouco contribuirão com a movimentação dos mercados. Com feriado na segunda-feira, a agenda de indicadores econômicos está bastante reduzida e é composta por dados de pouca expressão. Além disso, não há discursos programados de diretores do Fed e o Congresso já encaminhou a resolução de suas pendências de curto prazo, isto é, um programa de financiamento do governo federal que valha até o final deste ano fiscal. A próxima discussão importante, sobre o limite de endividamento, tem prazo até fevereiro. Os mercados locais, portanto, se atentarão mais com a ata da reunião do Copom da semana passada, que poderá indicar os próximos passos da política monetária. Em paralelo, o Ministro da Fazenda voltará de férias e deverá ser procurado pela imprensa para se posicionar sobre os últimos eventos econômicos.

- No Brasil, dentre os indicadores econômicos, destaca-se a divulgação do IPCA-15 de janeiro, que deverá apresentar resultado bastante alto. Projetamos 0,82%. Na parte de nível de atividade teremos as Sondagens,

de janeiro, de confiança dos consumidores e da indústria, apuradas pela FGV, e, provavelmente, os dados do Caged, sobre emprego, de dezembro. Também poderá ser divulgado o resultado oficial da arrecadação tributária de dezembro.

- Nos EUA, destacamos a divulgação dos pedidos de auxílio desemprego, na quinta-feira, referentes à semana passada, cuja expectativa é que continuem apresentando uma quantidade baixa de pedidos.

- Na Europa, destaque para as prévias de janeiro dos PMIs da indústria e de serviços, para os diversos países da região. A China, depois dos indicadores divulgados no último fim de semana, também deverá apresentar as prévias dos seus PMIs.

Passagens aéreas puxam IPCA-15 para baixo

O IPCA-15 de janeiro registrou variação de 0,67%, abaixo de nossa estimativa (0,82%), da mediana do mercado (0,80%) e também da variação observada no resultado homólogo do mês anterior, de 0,75%.
A principal divergência com relação à nossa projeção deveu-se à queda de 16,32% nos preços das passagens aéreas. Nossa estimativa era de uma redução menos expressiva para este item. Por outro lado, o grupo Alimentação e bebidas, que também surpreendeu positivamente, subiu de 0,58% para 0,96% e foi responsável por mais de 30% do índice total.
Com o resultado de hoje, reduzimos nossa expectativa para o IPCA de janeiro de 0,73% para 0,64%. A queda nos preços das passagens aéreas contribuiu para essa revisão. Apesar disso, os preços dos alimentos devem ainda permanecer em patamar elevado, comum nesta época do ano. E, adicionalmente, o pico do reajuste nos preços dos cigarros, ocorrerá no final deste mês, com uma contribuição de cerca de 0,10 p.p. sobre o IPCA total.

Ata do Copom confirma perspectiva de desaceleração do ciclo de juros
O Banco Central divulgou a ata da reunião do Copom da semana passada, apresentando um discurso suave. Em nossa interpretação, o Copom mais uma vez apontou a intenção de desacelerar o ciclo de aperto monetário e possivelmente finalizá-lo em breve. O comunicado emitido na última reunião de 2013 já ia nesta direção, porém, os dados inflacionários do final do ano levaram o comitê a adiar o movimento.
A descrição do nível de atividade econômica foi alterada de um processo de recuperação e aceleração da atividade para uma avaliação de que a economia deverá caminhar num ritmo constante e estável de crescimento. Foram descritas alterações da composição do crescimento, com uma demanda externa mais robusta e maior participação de investimentos, mas implicando uma soma constante.
O contraponto foi feito pela avaliação de que a resistência da inflação se mostrou ligeiramente maior do que a esperada, o que remete ao resultado do IPCA em 2013 em comparação com o resultado de 2012 (5,91% VS. 5,84%). Ou seja, resultados passados, sem uma indicação prospectiva, a não ser pelo risco de pressões proporcionadas pelo comportamento da moeda.
Assim, nos parece que, pelo menos visto de hoje (e com o reforço do resultado abaixo do esperado do IPCA-15 de janeiro), mas sempre dependendo da evolução dos indicadores econômicos, a maior probabilidade é de que o comitê deverá promover uma elevação da Selic na reunião do mês que vem em tamanho menor que veio adotando até agora. Isto é, deverá colocar a Selic em 10,75% em fevereiro, ante 10,50% de agora.
Pode até ser que a elevação de fevereiro se constitua na última deste ciclo, ou até as eleições de outubro. Mas, por ora, mantemos a expectativa de que em abril será feito mais uma ajuste de 25bps, levando a Selic para 11,0%. Acreditamos que as projeções de inflação têm se mantido estáveis e em patamar ainda muito elevado, de forma que

um ajuste um pouco maior da taxa real de juros seria necessário para colocar a inflação e as expectativas de inflação de volta numa trajetória de declínio.

Desaceleração do crédito em 2013 deve seguir em 2014

O saldo do crédito bancário total no sistema financeiro brasileiro aumentou 2,4% em dezembro em relação a novembro, alcançando R$2.715 bilhões. No mês o destaque foi para o aumento de crédito à pessoa jurídica de 3,0%, enquanto que para pessoa física o crescimento foi de 1,8%, distribuição que segue o padrão do mês.

A inadimplência do crédito com recursos livres de pessoas físicas subiu para 6,7% ante 6,6% do mês anterior. As taxa de juros nas modalidades com recursos livres tiveram queda pontual no mês em relação a novembro com a redução dos spreads e aumento dos prazos das concessões devido à maior competição. A expectativa é de que a taxa de juros volte a subir nos próximos meses.

No ano o crescimento do saldo de crédito foi de 14,6%, desacelerando em relação a 2012 que apresentou crescimento de 16,4%. O ritmo mais fraco da expansão do crédito em 2013 reflete a elevação da taxa básica de juros, iniciada em abril, tendo como principal efeito a desaceleração nas operações com recursos livres, efetuadas pelos bancos privados.

A expectativa é que o volume total de crédito siga crescendo ainda que em taxas menores, mas continue dando suporte à expansão econômica, principalmente pela atuação das instituições públicas nas operações com recursos direcionados. Estimamos aumento de 12,0% nominal do crédito total em 2014.

ATA DA 22ª REUNIÃO ORDINÁRIA DO COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

Aos vinte 28 dias do mês de fevereiro de dois mil e quatorze (28/02/2014), no Paço Municipal "Brasil Campos", sito na Rua Francisco Ferreira Alves, nº 364, Centro, realizou-se a 22.ª Sessão Ordinária do Comitê de Investimentos do CONCHALPREV, instituído pela Portaria n.º 160, de 16 de maio de 2012. Presentes a Presidente Dalva Suely Guerra Pulz e os membros Dr. Ademir Antonio de Azevedo – Gestor de Investimentos e Diretor de Assuntos Jurídicos e a Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz – Diretora Financeira. Também presente a Srta. Bianca de Sousa Canalli, nomeada secretária *"ad hoc"*. PAUTA: 1) Aprovação da Ata da 21ª Reunião Ordinária do Comitê, que será apresentada ao Conselho de Administração do Instituto. A ata, depois de lida, foi aprovada por unanimidade de membros. 2) Análise da conjuntura econômica nacional e internacional no mês de fevereiro/13. A análise da conjuntura foi realizada com textos e indicadores produzidos pelo mercado como de costume, cujos principais excertos seguem em anexo. 3) Aplicações dos recursos provenientes de repasses do presente mês. Foi apresentado o relatório consolidado de rendimentos do mês de janeiro, com retorno negativo de 0,50% contra meta atuarial de 1,04%. 4) Boletim Focus. Foi apresentado o último Boletim Focus com as expectativas do mercado sobre a inflação, crescimento do PIB, evolução do dólar frente ao real entre outros dados. Nada mais havendo a tratar a Presidente então encerrou a reunião e determinou que eu, ( ), Bianca de Sousa Canalli, Secretária *"ad hoc"* para a presente sessão, lavrasse a presente ata e agendou a próxima reunião para o dia 28 de março de 2014, às 10h30min, saindo os membros convocados.

Dalva Suely Guerra Pulz
Presidente

Membros:

Dr. Ademir Antonio de Azevedo
Gestor de investimentos

Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz
Diretora Financeira

Bianca de Sousa Canalli
Secretária *"ad hoc"*

22.ª REUNIÃO ORDINÁRIA

DATA: 28/02/2014

LISTA DE PRESENÇA

NOME	CARGO	ASSINATURA

CENÁRIO MACROECONÔMICO
SEMANA A SEMANA COM PARTICIPAÇÃO DO BANCO DO BRASIL S.A E DO BANCO VOTORANTIM S.A.
COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

Mercado de trabalho na mínima histórica
O IBGE registrou taxa de desemprego de 4,3% em dezembro, valor mais baixo desde o inicio da série em 2003. Esse resultado ficou em linha com a nossa expectativa de 4,3% e abaixo do resultado do mês anterior 4,6%. A queda na taxa se deu por causa do aumento da população ocupada em 0,2%, enquanto que a força de trabalho teve redução de 0,1% na mesma base de comparação.
Na média do ano, a taxa de desemprego ficou em 5,4%, menor média anual, abaixo dos 5,5% de 2012. Ainda na mesma base de comparação a população ocupada apresentou crescimento médio de 0,7%, enquanto que o contingente fora da força de trabalho cresceu 1,6%, movimento que pode ser explicado pelo aumento do ganho de renda.
O rendimento médio real caiu 0,7% na comparação mensal, enquanto que a massa de rendimento caiu 0,4%. Na média do ano o rendimento cresceu 1,8% e a massa teve crescimento de 2,6%, variações menores do que as observadas em 2012.
Para 2014 estimamos aumento da taxa de desemprego média para 5,8%, com redução no nível de atividade e maior restrição ao crédito. Nesse cenário a renda deve apresentar um crescimento moderado e a massa salarial continuará em expansão.

Agenda: 31 de Janeiro de 2014

Cenário Doméstico:
O Banco Central deve divulgar os dados para o setor público consolidado. Dada a característica de que os governo regionais registram déficit primário no último mês de cada ano, o resultado consolidado deve ter ficado em um superávit primário de R$ 11,1 bilhões, em dezembro, que levaria o total do ano para R$ 92,1 bilhões, ou 1,9% do PIB. Já a dívida líquida do setor público deverá ter uma elevação quando medida em proporção do PIB, para 34,3%, pois não foi favorecida no último mês do ano por uma nova desvalorização expressiva da moeda em relação ao mês anterior, e a dívida bruta deve ter voltado para próximo de 59%.

Cenário Internacional:
Hoje, às 11h30, serão divulgados os dados de rendas e gastos pessoais, referentes a dezembro. O resultado total do trimestre já terá sido conhecido com a divulgação do PIB no dia anterior, de forma que somente revisões de dados passados poderiam levar a diferenças em relação às projeções. Por ora, as estimativas apontam aumentos de 0,2% tanto da renda quanto dos gastos pessoais em dezembro em relação ao mês anterior. O mesmo acontecerá com o deflator do consumo. A informação relevante, pois, será observar a tendência mais recente do índice e as projeções apontam aumento de apenas 0,1% do núcleo, que seria a 6ª variação semelhante seguida. Na comparação anual, o índice deverá subir para 1,2% ante 1,1% de novembro, mas ainda permanecendo em nível muito baixo para os objetivos do Fed. O deflator total, porém, deverá subir mais por causa dos preços dos combustíveis. Estima-se 0,3% no mês, o que levaria para 1,2% na comparação anual. Às 12h45, será divulgado o índice Chicago PMI, de janeiro. A economia tem apresentado ganhos e o índice deve continuar em nível elevado. No entanto, as estimativas apontam uma pequena correção de 60,8 pontos para 58,0. Às 12h55, será divulgado o índice de confiança do consumidor, de janeiro, medido pela Universidade de Michigan. A prévia do índice mostrou uma queda em relação ao mês anterior para 80,4 pontos, resultado que deverá se confirmar no índice final.

Destaques da Semana (03 a 07/02/2014)
A semana que se inicia conta com bastantes eventos e indicadores importantes para o cenário econômico global. No que tange a política monetária americana, em processo de redução dos seus estímulos, os mercados deverão estar atentos a quaisquer sinais de Janet Yellen, que passa a liderar o Fed, ainda que não haja nenhum evento programado

com a participação dela. Sua primeira aparição pública como presidente do Fed será no depoimento semestral no Congresso na semana que vem. No entanto, outros membros da instituição têm discursos programados, em que poderão avaliar a influência do mundo emergente sobre o cenário econômico, mas principalmente suas expectativas para evolução do mercado de trabalho e da inflação do seu país. As movimentações do Fed têm sido apontadas como causas da incipiente turbulência que alguns dos mais vulneráveis países emergentes passaram a apresentar nas últimas semanas, o que continuará sendo monitorado. O BCE também terá oportunidade de se posicionar, em sua reunião ordinária de política monetária e na entrevista de seu presidente, Mario Draghi. O principal ponto de atenção do BCE, porém, deverá ser a inflação, em que mesmo o índice alemão atingiu patamares bastante reduzidos. Para a reunião em si não se espera alterações das condições vigentes da política monetária. Do lado fiscal, está se aproximando a data esperada em que será atingido o limite de endividamento dos EUA e uma decisão do Congresso precisa ser tomada para evitar maiores turbulências. Neste sentido, o secretário do tesouro tem um discurso público agendado para segunda-feira, em que poderá dar mais luz às contas do país. Paralelamente, a agenda de indicadores econômicos apresenta dados importantes nos principais países, como segue. A China estará fechada esta semana por conta do feriado do ano novo lunar.

- No Brasil, destacamos o IPCA de janeiro, o qual estimamos que desacelere para 0,59%, com comportamento mais positivo dos itens de alimentação. O IBGE também divulgará a produção industrial de dezembro, que deve apresentar forte retração, e a Anfavea divulgará os dados de janeiro do setor automobilístico.

- Nos EUA, destaque para os dados oficiais do mercado de trabalho, que tendem a concentrar bastante atenção dos mercados. Deverá ser registrada uma recuperação da criação de emprego, depois do fraco resultado do mês anterior. Também serão divulgados os ISM, industrial e de serviços, referentes a janeiro.

- Na Europa, destaque para os PMIs finais de janeiro da indústria e de serviços, além de indicadores alemães dos setores industrial e externo.

Produção industrial surpreende negativamente em dezembro

A produção industrial, divulgada pelo IBGE, apresentou queda de 3,5% em dezembro frente ao mês anterior, em termos dessazonalizados. O resultado, o pior desde dezembro de 2008 (-12,2%), ficou abaixo de nossa estimativa (-1,4%) e também das expectativas do mercado (-1,7%), cujo intervalo era de -2,5% a -0,8%. Na comparação anual registrou-se variação negativa de 2,3%, também abaixo das nossas expectativas de +0,2% e do mercado, de -0,1%.

Apesar da queda em 22 dos 27 ramos investigados, vale ressaltar a queda mais acentuada da produção de veículos automotores (-17,5%) em virtudes de férias coletivas no setor. Apesar do bom desempenho no terceiro trimestre do ano (+9,5%), essa atividade registrou em dezembro a terceira queda consecutiva acumulando variação de -22,9% no último trimestre do ano, o que deve estar relacionado à piora nas perspectivas futuras do setor e à redução do nível de estoque.

No último trimestre do ano a produção declinou 0,3% em relação ao trimestre anterior, devido principalmente a queda de bens de consumo duráveis de -2,4% para -4,3%. Esse dado aponta para um cenário de PIB mais fraco do que o esperado no último trimestre do ano.

Em 2013 a indústria acumulou crescimento de 1,2%, se recuperando parcialmente da queda de 2,5% em 2012. Os destaques ficaram por conta dos setores de bens de capital e bens de consumo duráveis, que acumularam altas de 13,3% e 0,7% respectivamente no ano. Para 2014 a expectativa é de a atividade industrial permaneça fraca com menor acesso ao crédito e às dificuldades no comércio exterior, principalmente com a Argentina.

Perspectiva econômica segue frágil

Nível de Atividade

O ano novo começou, mas as expectativas para o desenvolvimento da economia continuaram ruins. A persistência inflacionária acima do esperado e o reequacionamento de forças no cenário mundial, com reflexos sobre as moedas,

apontam que o ciclo de elevação dos juros no Brasil terá que ser mais extenso do que vinha sinalizando o BC. O aperto monetário deverá ter impacto sobre o consumo da população, que já vinha em desaceleração, e sobre a produção e novos investimentos, por causa do financiamento mais caro. Assim, passamos a projetar um crescimento do PIB menor em 2014 (2,0%) do que deverá ser registrado, pelo IBGE, no final desse mês para o ano passado (2,1%).

Inflação

Nos últimos meses do ano passado, o comportamento mais pressionado da inflação gerou uma preocupação crescente, sobretudo pelo risco não desprezível do Banco Central ter que dar continuidade ao ciclo de aperto monetário em ano eleitoral. Contudo, o mês de janeiro trouxe sinalizações favoráveis que podem atenuar parte dessas preocupações. Ao menos no primeiro trimestre deste ano, a inflação poderá confirmar um cenário mais favorável. Ainda assim, no acumulado em 12 meses, a inflação ao consumidor, medida pelo IPCA, deverá permanecer ao redor de 5,80% ao longo de todo este ano, dando pouco espaço para o Banco Central aliviar seus controles.

Contas Públicas

O esforço fiscal de 2013 foi confirmado como o pior dos últimos anos e se deveu às inúmeras medidas adotadas para estimular o crescimento econômico. Neste mês, a atenção dos mercados estará no anúncio do real objetivo fiscal do governo para 2014, o que poderá implicar um aperto da política fiscal. Estimamos que seja anunciado um valor de pelo menos 1,7% do PIB. Ele superaria a expectativa do Banco Central e contribuiria com a tarefa de controle dos preços, ainda que o mesmo não possa ser dito com relação à dívida pública.

Política

Fevereiro promete começar agitado para os pré-candidatos à Presidência da República. A partir de agora, e mais do que nunca, os principais partidos se articulam para fortalecer suas bases e dar visibilidade aos pretendentes. Como não basta permanecer o maior tempo possível com a bola - é necessário marcar o gol -, sai na frente quem consegue se antecipar e montar a melhor estratégia. O calendário eleitoral prevê campanha oficial só a partir de julho, mas, já neste mês, há vários eventos programados para exibir os presidenciáveis. Isso tudo em meio às disputas dos partidos com a reforma ministerial e de problemas na economia, com o início de uma crise de confiança internacional em países emergentes e a contração de estímulos nos Estados Unidos.

Mercado Financeiro

O cenário para os ativos financeiros não deve ser muito distinto do observado no primeiro mês do ano. É bastante provável que as incertezas com relação à normalização da política monetária nos EUA e à desaceleração da economia chinesa continuem a impor cautela na exposição aos países emergentes. Assim, esperamos que a taxa de câmbio continue pressionada, com certa volatilidade, porém ainda aquém do patamar de 2,45 reais. Essa é consistente com o risco-país, medido pelo CDS de 5 anos, ao redor de 200 bps, enquanto o Ibovespa deve seguir abaixo dos 50 mil pontos. Em relação à política monetária no Brasil, é provável que a autoridade monetária tenha que colocar a taxa real de juros em nível mais alto que o esperado. Revisamos o cenário para uma alta adicional de 50 bps, o que colocaria a taxa Selic em 11,0% já na reunião de fevereiro.

Anfavea sinaliza recuperação apenas parcial da produção industrial

Segundo a Anfavea a produção de veículos no primeiro mês do ano foi de 237 mil unidades, uma queda de 17,6% em relação a janeiro de 2013. Assim, mesmo com as vendas também fracas, como já tinha sido antecipado pela Fenabrave, os estoques do setor permanecerem em um nível relativamente baixo. O menor acesso ao crédito e o aumento de preços, por causa das mudanças da política tributária sobre estes produtos, apontam para um menor otimismo com as vendas para este ano, o que minimiza a relevância dos estoques baixos como indutor da produção. Com relação à demanda externa, apesar da desvalorização cambial as exportações não apontam que poderão substituir a demanda doméstica.

Devido à influência do setor automobilístico sobre uma extensa gama de outros setores, cujas preocupações são similares com relação ao comportamento da demanda e são retratadas em índices baixos das pesquisas de confiança, é fraca a perspectiva de recuperação da produção industrial nacional no mês de janeiro seguindo a forte queda de dezembro (-3,5%), conforme medição do IBGE. Deveremos observar apenas um movimento parcial que contribuirá para reforçar as estimativas de crescimento baixo da economia.

IPCA em 12 meses cede para 5,59% em janeiro

O IPCA de janeiro registrou variação de 0,55%, abaixo de nossa estimativa (0,59%) e também da mediana do mercado (0,61%).

O resultado também ficou abaixo da variação observada no mês anterior, de 0,92%. A redução nos preços das passagens aéreas (de 20,13% para -15,88%) e dos combustíveis para veículos (de 4,13% para 0,76%) foram os principais responsáveis pelo comportamento do índice geral. A principal divergência com relação a nossa projeção veio do grupo alimentação e bebidas, que passou de uma variação de 0,89% para 0,84%, aquém da nossa estimativa.

A expectativa para fevereiro é de uma variação ao redor de 0,60%. Este cenário incorpora uma aceleração do grupo Educação, refletindo o aumento nos preços das mensalidades escolares, comum nesta época do ano. Por outro lado, o fim do impacto do reajuste nos preços do cigarro e a expectativa de desaceleração nos preços dos alimentos, devem contribuir para que a aceleração do índice geral em relação ao resultado de janeiro seja menos intensa.

Destaques da Semana (10 a 14/02/2014)

O destaque desta semana deverá ser o depoimento da presidente do Fed no Congresso dos EUA. Primeiramente, na Câmara, na terça-feira e dois dias depois no Senado. Será a primeira exposição de Janet Yellen à frente do banco central americano. A partir dos novos indicadores econômicos conhecidos na semana passada, os mercados tentarão identificar alguma possível intenção de alterar a rota inicialmente delineada para a estratégia de saída do QE3. Não há sinais concretos nos indicadores econômicos de que o ritmo de diminuição de US$ 10,0 bilhões por reunião do Fomc nas compras mensais de títulos públicos venha a ser alterado. No entanto, a pouca familiaridade dos participantes do mercado com a nova presidente da instituição deverá manter todos atentos a suas primeiras palavras. Outros diretores do Fed também têm discursos programados para a semana, mas recentemente eles não têm sido capazes de produzir efeitos relevantes nas expectativas. Na Europa, o presidente do Banco Central Europeu (BCE), Mario Draghi, tem discurso programado para quarta-feira para falar sobre a união monetária da região, quando poderá dar novos elementos da sua avaliação sobre a situação econômica da Zona do Euro. Na Inglaterra, o presidente do BoE, Mark Carney, apresenta o relatório de inflação, quando poderá avaliar a estratégia do banco em face da recuperação do econômica do país. No Brasil, o diretor do BC, Carlos Hamilton, apresenta o boletim regional da instituição, quando poderá avaliar os últimos indicadores de nível de atividade e inflação e os possíveis reflexos no ciclo de aperto monetário. O mercado também aguarda as definições da política fiscal para 2014, cuja data prometida pelo governo para um anúncio sobre o superávit primário está se aproximando.

- Dentre os indicadores, no Brasil, teremos os últimos dados de dezembro. As vendas no varejo devem apresentar comportamento misto, com o índice restrito do IBGE em expansão moderada, mas o índice amplo, prejudicado pela queda das vendas de veículos. Já o IBC-Br de dezembro, deve apresentar retração da atividade econômica no último mês do ano e fechar o 4T13 com variação -0,1% sobre o período anterior.

- Nos EUA, destaque para o conjunto de dados econômicos programados para divulgação durante a semana, que poderão ajudar a delinear o quadro macroeconômico do país. Nenhum deles, contudo, deverá ser capaz de mexer com os mercados isoladamente.

- Na Europa, o destaque fica para o resultado do PIB da Zona do Euro, que serão divulgados na sexta-feira. A China, depois de uma semana de feriado pelo Ano Novo lunar, poderá fazer a divulgação de alguns dos indicadores econômicos de janeiro.

Vendas no varejo abaixo do esperado em dezembro

O comércio varejista ampliado registrou queda de -1,5%, ajustado sazonalmente, em dezembro ante o mês anterior. Em relação ao mesmo período no ano anterior foi registrado crescimento de 2,9% no volume de vendas. No conceito restrito, excluindo as vendas de veículos e material de construção, o IBGE registrou redução de 0,2% (com ajuste

sazonal) em relação ao mês de novembro e alta de 4,0% em relação a dezembro de 2012. Esse resultado ficou abaixo da nossa expectativa tanto no conceito restrito (0,4% na comparação mensal e 5,2%, na comparação interanual) quanto no ampliando (-0,5% na comparação mensal e 5,5%, na comparação interanual).
No conceito restrito, as principais divergências em relação a nossa projeção ocorreram devido à queda do volume de vendas dos materiais de escritórios (-12,6%) e moveis e eletrodomésticos (-3,5%). Com maior restrição ao crédito e menores ganhos de renda, espera-se que as vendas apresentem ritmo mais fraco de crescimento nos próximos meses. Já no conceito ampliado, a queda no volume de vendas de veículos (-3,4%) era esperada apesar da falta de correspondência mensal com os dados da Anfavea.
No ano o volume de venda no conceito ampliado cresceu 3,6% ante expansão de 8,0% em 2012. Destaque para a desaceleração das vendas de veículos que passou de 7,3% para 1,4%, na mesma base de comparação. O menor dinamismo do mercado de trabalho e menor acesso ao crédito levaram a este comportamento, o qual é esperado que se repita ao longo de 2014, de forma que as vendas no varejo continuem crescendo em ritmo menor.
Para o IBC-Br de dezembro, que o Banco Central deverá divulgar amanhã, mantemos nossa estimativa de queda de 1,8% em relação ao mês anterior e alta de 0,6% na comparação anual.

IBC-Br cai em dezembro e aponta viés de crescimento fraco do PIB no 4T13
O Banco Central divulgou hoje que seu indicador de nível de atividade, o IBC-Br, que procura ser uma proxy mensal do PIB, registrou queda de -1,35% em dezembro em relação ao mês anterior. Já em relação a dezembro do ano passado anotou crescimento de 0,71% da economia. Estes resultados ficaram acima das nossas estimativas de -1,8% na comparação mensal e +0,6% na comparação com igual período do ano anterior. Com estes resultados, o IBC-Br aponta uma retração de 0,2% da atividade no 4T13 ante o trimestre anterior, a segunda consecutiva nesta comparação.
Acreditamos que esse resultado é consistente com a nossa projeção para o PIB oficial do último trimestre do ano de +0,2% e com crescimento da atividade de 2,1% no ano.

Destaques da Semana (17 a 21/02/2014)
Depois de alguns importantes eventos na economia mundial, em que os mercados estão avaliando como ficará a liquidez financeira, o foco sobre o Brasil deverá ser crescente nos próximos dias. Esta semana, de véspera de reunião do Copom, será naturalmente volátil em cima das expectativas do ciclo de aperto monetário. Neste processo, sofrerá influência da política fiscal, pois, no dia 20, deverá ser feito o aguardado anúncio do objetivo do governo com relação ao superávit primário deste ano. A desconfiança do setor privado complica a decisão a ser tomada, pois entende-se que o país precisa de um esforço fiscal robusto, mas, ao mesmo tempo, ele tem que ser crível e capaz de equilibrar as variáveis macroeconômicas, como a demanda agregada, a inflação e o endividamento público. Esta não é uma equação fácil de fechar, por causa da atual situação das contas públicas, dada a intenção de preservar os investimentos e os programas sociais. Portanto, a volatilidade deverá prevalecer dada a provável falta de consenso com relação à estratégia adotada pelo governo, em que uma parcela do mercado a considerará adequada e uma outra parcela não. A consistência dos valores apontados terá mais relevância do que os valores em si. Em seguida, a equipe econômica se dirigirá ao encontro do G20, ao longo do fim de semana, que será uma oportunidade para defender sua posição, mas quando também deverá receber críticas positivas e negativas dos representantes de outros países, produzindo noticiário local. O G20 também deverá ser palco de discussões globais acerca das tendências da política monetária das principais economias, como EUA, Inglaterra, Europa e Japão. Antes desses eventos do lado fiscal, o presidente do Bacen, Alexandre Tombini dará entrevista coletiva à imprensa internacional, no dia 18. Nos EUA, o Fed divulgará a ata da última reunião do Fomc, que deverá trazer detalhes da análise do comitê sobre o quadro macroeconômico atual, com avaliação sobre o quão distorcidos por eventos temporários estiveram os últimos indicadores de atividade econômica. Não acreditamos, por enquanto, que esses dados possam influenciar a trajetória esperada para a redução das compras de títulos pelo Fed, mas estamos atentos à chamada "diretriz futura", que hoje sinaliza um primeiro movimento da taxa básica de juros em 2015. Na Europa, os ministros de finanças da Zona do Euro e da União Europeia fazem seus encontros regulares para analisar a região e os desenvolvimentos recentes, em que a Grécia está discutindo suas metas fiscais e outros países também estão no foco.

- No Brasil, o IBGE divulga o IPCA-15 de fevereiro, na sexta-feira, que deverá sofrer pressão do item de educação. Também serão divulgados dados do mercado de trabalho, referentes a janeiro, com a taxa de

desemprego ainda em patamar baixo, mas com uma desaceleração da criação de emprego com carteira assinada, do setor externo e de arrecadação tributária.

- Nos EUA, dentre os indicadores econômicos, destacamos os dados de inflação, que devem permanecer em patamar baixo, e dados dos setores residencial e industrial.
- Na Europa, serão divulgadas as prévias de fevereiro dos PMIs de indústria e de serviços da Zona do Euro. A China também divulgará as prévias desses mesmos indicadores.

Taxa de desemprego atinge nova mínima na série dessazonalizada

O IBGE divulgou que a taxa de desemprego ficou em 4,8% em janeiro, abaixo da nossa estimativa e da mediana das projeções do mercado, ambas de 5,1%. Seguindo nossa dessazonalização, a taxa de desemprego diminuiu para 5,0% ante 5,2% de dezembro, atingindo uma nova mínima histórica.
A força de trabalho cresceu 0,1% no mês, mas ficou abaixo do esperado. A expansão do emprego foi de 0,2%, em termos dessazonalizados, o que junto com a renda estável levou a um ligeiro aumento da massa salarial, de 0,2%.
Portanto, o IBGE continua mostrando que a oferta de trabalho está apertada, ou seja, com pouca ociosidade. Ainda que no período recente isso se deva mais à diminuição relativa da força de trabalho (queda da taxa de atividade) e menos à criação de emprego, a consequência é a mesma, pelo lado ruim, de limitar a oferta de mão de obra e manter os salários pressionados.

Criação de emprego formal ficou abaixo da mediana das expectativas do mercado

O Ministério do Trabalho divulgou que foram criados 29,6 mil empregos com carteira assinada, em janeiro, no Brasil. Nossa projeção de 11,0 mil pretendia indicar que o resultado do mês seria bem mais fraco do que a média de 93,1 mil dos 10 anos anteriores, em janeiro. A mediana das projeções do mercado era de criação de 50 mil empregos. Em janeiro de 2013 foram criados 28,9 mil empregos.
Com este resultado o total acumulado em 12 meses ficou praticamente estável em 731 mil novos empregos, interrompendo uma recuperação que estava sendo observada desde meados do ano passado, mas bem abaixo dos anos anteriores. Em termos dessazonalizados, estimamos uma desaceleração do emprego de 73,4 mil em dezembro para 54,3 mil em janeiro, corroborando uma mudança de patamar do mercado de trabalho.
O destaque negativo do mês foi o fechamento de 78,1 mil empregos no comércio, o que está ligado ao emprego temporário de final de ano.
Há, portanto, uma divergência entre estes dados mais fracos de emprego formal e o mercado de trabalho total, medido pelo IBGE, o que atribuímos ao custo da formalização que fica proibitivo a partir do aumento dos salários. A despeito disso, o quadro é de que há pouca ociosidade no mercado de trabalho.

IPCA-15: Educação tem a variação mais elevada da série

O IPCA de fevereiro registrou variação de 0,70%, pouco abaixo de nossa estimativa (0,73%) e acima da mediana do mercado (0,68%).

Os principais destaques deste resultado foram: (1) a desaceleração do grupo Alimentação e Bebidas, e (2) a queda nos preços das passagens aéreas. Ambos foram divergentes com relação às nossas estimativas, entretanto, o erro de um grupo acabou anulando o erro do outro. Na direção inversa, vale mencionar a elevação dos preços dos serviços que, influenciados pela alta do grupo Educação e dos custos com os Serviços Pessoais, passaram de 0, 50% para 1,27%, representando mais de 40% da inflação total neste resultado.

A expectativa para o IPCA fechado de fevereiro é de uma variação ao redor de 0,60%. Este cenário incorpora a alta já anunciada de 6,05% do grupo Educação e uma aceleração nos preços dos alimentos, conforme sinalizado pela coleta

diária. Por outro lado, o fim do impacto do reajuste nos preços do cigarro e a queda de 20,36% nos preços das passagens aéreas, compensarão parte da pressão dos demais grupos.

Copom - Ajuste em ritmo menor

Conforme esperado pela maioria dos analistas e também pela maior parte do mercado, o Comitê de Política Monetária (Copom) elevou na noite de ontem a taxa Selic pela oitava reunião consecutiva, porém agora em ritmo menos intenso do que nos últimos seis encontros. Com um ajuste adicional de 25 bps, ela agora foi fixada em 10,75% a.a., ou então, o maior patamar em dois anos. Nossa expectativa era de um aumento de 50 bps ainda nesta reunião por acreditar que o mesmo seria mais eficaz em assegurar o processo de convergência da inflação para o centro da meta, ainda que em um horizonte longínquo.

O comunicado que se seguiu foi bastante lacônico, repetindo pela sexta vez consecutiva a expressão "Dando prosseguimento ao processo de ajuste da taxa básica de juros (...)". É inevitável deduzir que, com ela, a maior probabilidade é que ainda tenhamos algum aperto adicional, mas que certamente se daria no passo atual.

Com as informações mais recentes mostrando uma expansão apenas moderada do nível de atividade e a inflação corrente levemente mais comportada, parece que o comitê sentiu-se mais confortável em moderar o ajuste remanescente das condições monetárias para então avaliar os efeitos defasados das ações recentes. Deve ter pesado também na decisão da autoridade monetária o anúncio de contingenciamento do orçamento federal neste ano, que prometeu assegurar um superávit primário análogo ao de 2013, de 1,9% do PIB. Em que pese este último estar cercado de incertezas com relação tanto à execução quanto às despesas extraordinárias, como a compensação às termoelétricas, por exemplo, a sinalização de deslocar o impulso fiscal para a neutralidade certamente ajudou na percepção de uma melhor coordenação da política econômica, ao menos na interpretação do banco central.

Neste sentido, a ata desta reunião, a ser divulgada na próxima quinta-feira (6/3), poderá dar pistas dos próximos movimentos da política monetária e trazer, também, os argumentos para esta última decisão. Por ora, trabalhamos com mais uma alta de 25 bps na próxima reunião, em abril, que colocará a taxa Selic em 11,00%, ou então, acima do patamar do início da administração Dilma.

ATA DA 23ª REUNIÃO ORDINÁRIA DO COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

Aos vinte 28 dias do mês de março de dois mil e quatorze (28/03/2014), na sala de reuniões do CONCHAL*PREV*, sita na Rua XV de Novembro, 587, Centro, realizou-se a 23.ª Sessão Ordinária do Comitê de Investimentos do CONCHALPREV, instituído pela Portaria n.º 160, de 16 de maio de 2012. Presentes a Presidente Dalva Suely Guerra Pulz e os membros Dr. Ademir Antonio de Azevedo – Gestor de Investimentos e Diretor de Assuntos Jurídicos e a Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz – Diretora Financeira. Também presente a Srta. Bianca de Sousa Canalli, nomeada secretária *"ad hoc"*. PAUTA: 1) Aprovação da Ata da 22ª Reunião Ordinária do Comitê, que será apresentada ao Conselho de Administração do Instituto. A ata, depois de lida, foi aprovada por unanimidade de membros. 2) Análise da conjuntura econômica nacional e internacional no mês de março/13. A análise da conjuntura foi realizada com textos e indicadores produzidos pelo mercado como de costume, cujos principais excertos seguem em anexo. 3) Aplicações dos recursos provenientes de repasses do presente mês. Foi apresentado o relatório consolidado de rendimentos do mês de fevereiro, com retorno de 1,47% contra meta atuarial de 1,18%, no ano ainda estamos abaixo da meta, mas com a diversificação e mudanças de aplicações operadas em janeiro e fevereiro já estamos recuperando a rentabilidade. Também foi constatado o Desenquadramento das aplicações no artigo 7.°, inciso IV, da Portaria 3.922, mas já foram tomadas as providências para o enquadramento resgatando-se aplicações e aportando em fundos do artigo 7.°, inciso I, alínea 'b'. 4) Boletim Focus. Foi apresentado o último Boletim Focus com as expectativas do mercado sobre a inflação, crescimento do PIB, evolução do dólar frente ao real entre outros dados. 05) a Presidente informou que uma caravana de 07 servidores realizou este mês um curso sobre a certificação CPA-10, na cidade de Paulínia com duração de 03 (três) dias. O curso visou formar servidores para a prova de certificação, tendo em vista a exigência da Portaria MPS 519, de 24/08/2011 que alterou a Portaria MPS 402/08. Nada mais havendo a tratar a Presidente então encerrou a reunião e determinou que eu, ( ), Bianca de Sousa Canalli, Secretária *"ad*

hoc" para a presente sessão, lavrasse a presente ata e agendou a próxima reunião para o dia 28 de março de 2014, às 10h30min, saindo os membros convocados.

Dalva Suely Guerra Pulz
Presidente

Membros:

Dr. Ademir Antonio de Azevedo
Gestor de investimentos

Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz
Diretora Financeira

Bianca de Sousa Canalli
Secretária *"ad hoc"*

23.ª REUNIÃO ORDINÁRIA

DATA: 28/03/2014

LISTA DE PRESENÇA

NOME	CARGO	ASSINATURA

CENÁRIO MACROECONÔMICO
SEMANA A SEMANA COM PARTICIPAÇÃO DO BANCO DO BRASIL S.A E DO BANCO VOTORANTIM S.A.
COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

Destaques da Semana (03 a 07/03/2014)
Nesta semana, o foco dos mercados se voltará para a política monetária global. Alguns dos mais importantes indicadores econômicos americanos serão divulgados com potencial impacto nas expectativas sobre a condução da política monetária americana. Em adição, uma vasta lista de membros do banco central dos EUA tem discursos programados ao longo da semana e poderão se posicionar frente aos impactos do clima sobre a economia. Os mercados, portanto, deverão ficar voláteis com a oscilação das expectativas, ainda que acreditemos que o ritmo de redução do QE3 não deva ser alterado, por enquanto. Na Europa, teremos as reuniões de política monetária dos bancos centrais da Zona do Euro e da Inglaterra. O inglês está em situação mais parecida com a dos EUA, de forma que não se esperam alterações na condução da sua política monetária. Já o Banco Central Europeu (BCE) tem sinalizado preocupações com o nível reduzido da inflação da região e há algumas apostas, ainda minoritárias, de novas ações pelo BCE para estimular a economia. O consenso do mercado, contudo, sugere manutenção por ora da estratégia atual. Além disso, como pano de fundo durante a semana temos a crise ucraniana que tem elevado um pouco a volatilidade dos mercados emergentes. Aqui, no Brasil, o Banco Central divulgará, na quinta-feira, depois do carnaval, a ata da reunião do Copom da semana passada, na qual elevou a Selic em ritmo menor do que nos encontros anteriores. Assim, os mercados estarão atentos aos motivos da redução de passo e a sinais sobre os próximos movimentos da política monetária local.

- No Brasil, por causa do carnaval, temos uma agenda com poucos indicadores econômicos. Destaque para o saldo comercial de fevereiro, que deve registrar mais um déficit elevado. Também serão divulgadas as pesquisas PMI, retratando a confiança dos agentes econômicos, que deve continuar em patamar baixo.

- No EUA, destaque para os dados oficiais do mercado de trabalho, de fevereiro, que podem mais uma vez terem sido afetados pelo clima adverso, dificultando sua análise. Também serão divulgados outros dados importantes, como os ISM da indústria e de serviços e o deflator do consumo. O relatório Livro Bege, na quarta-feira, poderá trazer informações qualitativas mais atualizadas sobre o desenvolvimento da atividade econômica e da inflação.

- Na Europa, destaque para os PMIs finais de fevereiro, da indústria e de serviços. A China divulgará seu PMI do setor de serviços.

Poucas novidades apontam para mais uma alta de 25 bps em abril
O Banco Central divulgou hoje pela manhã a ata da última reunião do Copom, realizada na semana passada. O documento trouxe poucas alterações com relação ao anterior. Dentre elas destacam-se (i) o processo de convergência das taxas de crescimento da absorção doméstica – esta ainda maior – e do PIB; (ii) a projeção de inflação no cenário de referência para 2015 menor do que na última simulação em janeiro, porém ainda acima do valor central; (iii) e os efeitos cumulativos das ações de política monetária sobre a inflação.
Grosso modo, esses foram os argumentos para a redução do passo do ajuste da taxa básica de juros iniciado em abril do ano passado, de 50 bps das seis reuniões anteriores para agora 25 bps. Todavia, não há nada mais ao longo do texto que sinalize o fim do ciclo de aperto monetário.
Como não antevemos mudança substancial no quadro prospectivo de inflação até a próxima reunião do Copom no dia 2 de abril, reforçamos nossa expectativa de ao menos mais uma elevação de 25 bps, que colocará a taxa Selic em

11,00% a.a. Mesmo com o processo esperado de moderação do nível de atividade no 1T14, parece haver pouca folga na utilização dos fatores produtivos que permita uma descompressão maior da inflação corrente e tampouco das expectativas futuras dos preços.

Crescimento econômico apenas moderado

Nível de Atividade

O começo deste ano não tem inspirado muito otimismo com relação ao crescimento da economia. Os analistas estão revisando suas projeções do PIB de 2014 para baixo, por causa das turbulências recentes na economia global e a baixa confiança dos agentes econômicos locais, sejam eles consumidores ou empresários, com relação às perspectivas que se abrem. O resultado do oficial divulgado pelo IBGE com relação ao 4T13 serviu para ajustar a intensidade destas revisões, apenas. Nós também reduzimos nossa estimativa, de 2,0% para 1,8%.

Inflação

Os elevados custos dos serviços, a pressão cambial, o reajuste nos preços da gasolina, a grande volatilidade nos preços das passagens aéreas e as alterações climáticas, foram alguns dos principais problemas inflacionários observados no decorrer do ano passado. Tudo isso somado à reação moderada de política econômica, até agora, produziu uma elevação nas expectativas de inflação no Brasil para 2014 e 2015. Desde o início do ano passado até a última informação disponível, a mediana das projeções para o IPCA de 2014 e 2015, subiu 0,50 ponto percentual cada uma. O início deste ano, entretanto, foi marcado por uma inflação mais suave, contando com o alívio momentâneo dos preços dos alimentos e pontual das passagens aéreas. Porém, esses fatores foram pontuais e podem não se repetir ao longo deste ano.

Contas Públicas

O resultado fiscal do setor público consolidado, de janeiro de 2014, ficou abaixo das expectativas, conforme divulgações feitas no final de fevereiro. Ele abalou a tentativa de recuperação da confiança dos agentes por parte do governo federal, que na semana anterior tinha anunciado uma ambiciosa meta fiscal para o ano. No entanto, ainda que a possibilidade de concretização dessa meta seja bastante pequena, não se deveria olhar apenas para o resultado do primeiro mês para inferir o que poderá acontecer no ano. Seguimos com nossa estimativa de que o resultado final girará em torno de 1,7% do PIB de superávit primário.

Política

A política volta de ressaca deste carnaval. A reviravolta no julgamento do Mensalão na semana passada deve provocar repercussões no Congresso. Parte da base aliada ao governo está rebelada e o Planalto pode ter dificuldades em votações importantes, como a ameaça de derrubada do veto nas propostas de criação de novos municípios e a que revê a dívida de Estados e municípios. Enquanto isso, as pesquisas de opinião mostram uma estabilidade preocupante, tanto para a presidente Dilma, como para a oposição.

Mercado Financeiro

Em que pese o comportamento favorável dos mercados em fevereiro em virtude do arrefecimento das preocupações com relação aos países emergentes, à redução gradual dos estímulos monetários nos EUA e à economia chinesa, acreditamos que elas devem voltar a gerar volatilidade ao longo do ano. Neste sentido, os ativos brasileiros podem eventualmente retornar aos valores mais depreciados alcançados no começo daquele mês. Assim, a taxa de câmbio poderia desvalorizar novamente até R$2,40/US$, enquanto o CDS de 5 anos do Brasil oscilaria entre 180 bps e 200 bps. Para a renda variável, não esperamos nenhuma variação expressiva, o que deve manter o Ibovespa ao redor dos 47 mil pontos. Com relação à política monetária no Brasil, trabalhamos com mais uma alta de 25 bps na próxima reunião, em abril, que colocará a taxa Selic em 11,00%, ou então, acima do patamar do início da administração Dilma.

Destaques da Semana (10 a 14 de março)

Os desdobramentos político-econômicos na Ucrânia ainda devem tomar as atenções dos investidores na ausência de um acordo financeiro que equacione a dívida de curto prazo daquele país, estimada em 35 bilhões de dólares. Espera-se que o FMI, a União Europeia e os EUA ajudem numa eventual reestruturação desse passivo e, portanto, sinalizações mais concretas neste sentido seriam bem recebidas pelo mercado. As maiores incertezas, no momento, relacionam-se ao posicionamento da credora Rússia e os interesses dela na região como, por exemplo, o suprimento de recursos energéticos para aquele país. Os exercícios militares russos conduzidos na semana passada na fronteira elevaram as tensões internacionais com ameaças de sanções à Rússia tanto pelos EUA como pela Europa. Todavia, é importante destacar que apesar dos riscos de um conflito em maior escala, os impactos nos mercados globais tem sido, até então, bastante moderados e mais localizados nos ativos dos países diretamente expostos. O outro ponto alto da semana devem ser os dados econômicos da China referentes a fevereiro, principalmente após o governo confirmar, na última semana, a meta de crescimento para 2014 de 7,5%. Nos EUA teremos indicadores pouco relevantes e, ainda assim, provavelmente influenciados pelo clima adverso. Por outro lado, a agenda de indicadores no Brasil é bastante carregada com dados sobre nível de atividade e inflação. Eles serão de extrema importância na calibragem da necessidade de aperto monetário adicional doravante.

- Nos EUA, a agenda de indicadores é pouco extensa sendo que a maioria deles costuma impactar apenas marginalmente as expectativas dos investidores. As vendas no varejo de fevereiro na quinta-feira (13) são importantes, mas ainda devem estar determinadas pelo inverno mais rigoroso que o usual deste ano. Apenas a prévia da confiança do consumidor de março, apurada pela Universidade de Michigan, poderá trazer informações econômicas mais "limpas".

- Na China, serão divulgados os dados do setor externo, crédito e inflação referente a fevereiro. Devido ao ano novo Lunar, as informações da produção industrial e das vendas no varejo de janeiro não haviam sido publicadas e, agora, serão conhecidas apenas as variações do 1º bimestre, na quinta-feira (13).

- No Brasil, devido ao feriado de Carnaval na semana passada, concentraram-se nesta semana as divulgações das principais pesquisas econômicas. Do lado do nível de atividade, teremos a produção industrial e as vendas no varejo, ambas de janeiro, na terça (11) e quinta-feira (13), respectivamente. Com elas, o Banco Central publica na sexta-feira (14) sua estimativa do PIB do primeiro mês de 2014. Ademais, a Anfavea complementa as informações do setor automobilístico de fevereiro com os dados de produção e exportação de veículos, pois já se conhece a estimativa de vendas pela Fenabrave. Do lado da inflação, sairão todos os principais índices, mas o destaque fica por conta do IPCA de fevereiro. Mesmo com uma variação esperada mais baixa do que a registrada na prévia do mês, a composição da inflação ainda tem gerado bastante desconforto nos analistas.

Indústria cresce em janeiro, mas desempenho do setor ainda é frágil

A produção industrial, divulgada pelo IBGE, apresentou alta de 2,9% em janeiro frente ao mês anterior, em termos dessazonalizados, resultado que ficou acima da nossa estimativa de 2,6%. Na comparação anual registrou-se queda de 2,4%, também acima da nossa expectativa (-3,4%). Grande parte desse movimento se deve ao ritmo mais fraco do setor de veículos, que recuou novamente em janeiro na comparação interanual, em 14,4%, após queda de 16,3% em dezembro. A média móvel trimestral da série com ajuste sazonal mostrou queda de 0,5%, porém desacelerando ante o mês anterior (-1,3%).

Em Dezembro/13, na comparação mensal, houve retração generalizada das categorias de uso, com destaque para a produção de bens de capital (-12,2%). Já no primeiro mês deste ano foi registrada alta de 10,0% na produção de bens de capital, principalmente devido à retomada da produção de caminhões (após férias coletivas de várias empresas do setor). Houve, ainda, recuperação parcial de 17 das 27 atividades industriais investigadas pela pesquisa.

A perspectiva para a indústria ainda é de um desempenho fraco em 2014 devido aos níveis de estoques mais elevados, à maior restrição ao crédito e à deterioração econômica de um dos principais parceiros comerciais, a Argentina.

Anfavea imprime viés positivo para produção industrial de fevereiro

Segundo a Anfavea, a produção de veículos em fevereiro foi de 281 mil unidades, uma alta de 16,9% em relação ao mesmo período de 2013. Na mesma base de comparação, as vendas subiram 10,3%, como já havia sido antecipado pela Fenabrave. Os estoques do setor também aumentaram, minimizando a importância do aumento dos preços, por questões tributárias, mas que não afetaram as vendas no começo deste ano.

Na comparação mensal, a produção de veículos teve um aumento de 2,0% em fevereiro, em termos dessazonalizados. Assim, devido à influência do setor automobilístico sobre uma extensa gama de outros setores, a perspectiva para a produção industrial nacional daquele mês é positiva, no entanto, em ritmo mais fraco do que a observada em janeiro (2,9%). O que ainda é insuficiente para alterar as estimativas de baixo crescimento da economia como um todo para este ano.

IPCA de março deve continuar pressionado

O IPCA de fevereiro registrou variação de 0,69%, pouco acima da nossa estimativa e da mediana esperada pelos analistas, ambas em 0,65%. O resultado também ficou acima do IPCA de janeiro, cuja variação foi de 0,55%.

Dos principais grupos do índice merecem destaque Educação e Habitação. O primeiro em decorrência do reajuste nas matrículas escolares (que já era conhecido) e o segundo por conta de uma elevação nos preços dos aluguéis, condomínio e energia elétrica.

Para o IPCA de março nossa estimativa é de uma variação ao redor de 0,70%. Este cenário incorpora uma aceleração nos preços dos alimentos, como já vem sendo sinalizado pelas coletas diárias, tanto no atacado quanto no varejo. E também por conta da hipótese de que a queda de 20,55% nos preços das passagens aéreas ocorrido em fevereiro não se repetirá no próximo mês.

Além disso, vale destacar que as projeções mensais do IPCA vêm sendo constantemente revisadas para cima, de forma que alteramos nossa projeção para o acumulado deste ano de 5,9% para 6,0%.

Agenda: 17 de Março de 2014

Cenário Doméstico:

O IPC-S da segunda semana de março na segunda-feira registrou variação de 0,84%, pouco acima da sinalização do monitor (0,78%), acelerando em relação ao resultado da semana anterior (0,71%). A elevação nos preços dos alimentos, principalmente dos in natura, justificou parte desse comportamento. Além disso, o grupo Transportes também ficou pressionado (0,90%), em decorrência do aumento nos preços das passagens de ônibus no Rio de Janeiro e por conta do fim da queda nos preços das passagens aéreas.

Hoje também foi conhecido o IGP-10 de março, cuja variação foi de 1,29%, acima de nossa estimativa de 1,13% e também da variação observada no mês anterior, de 0,30%. Dos grandes grupos do atacado, o principal responsável por esta aceleração foi o IPA-agrícola, que voltou ao patamar positivo (4,27%), após ter registrado uma deflação de 1,68% no mês passado. A elevação dos preços do milho, soja, tomate e ovos justificam esse comportamento. O IPA-industrial, por sua vez, registrou uma variação inferior à do mês passado (0,70% ante 0,72), mas ainda em patamar elevado, em decorrência, principalmente, da alta nos preços dos produtos alimentícios no atacado. O IPC-10 ficou em 0,70%, com destaque para a elevação nos preços dos alimentos in natura. Já o INCC-DI não deverá ter grande destaque.

Cenário Internacional:

Hoje (17/03/2014), às 9h30, será divulgado o índice Empire Manufacturing, referente ao mês de março. O índice, que apresenta um histórico de volatilidade, caiu para 4,5 pontos em fevereiro ante o resultado de janeiro de 12,5 pontos,

porém ainda permanece acima da media do último trimestre de 2013, de 2,1 pontos. Em março é esperada uma recuperação para 6,5 pontos, mas ainda há incertezas sobre o efeito das oscilações climáticas no índice. Às 10h00, será divulgado o fluxo de capitais estrangeiros de longo prazo, referente ao primeiro mês do ano. A expectativa é que o país tenha atraído recursos estrangeiros, estimados em US$ 20,0 bilhões para o mês. Pouco depois, às 10h15, será divulgado o resultado da produção industrial de fevereiro. A queda de -0,3% observada em janeiro é explicada, em parte, pela influência das condições adversas do clima, restringindo a produção em algumas regiões do país. Para fevereiro estima-se um crescimento de 0,2% na produção em relação a janeiro, em linha com a sinalização do índice ISM do período. A utilização da capacidade instalada é estimada em 78,6% também um pouco acima do mês anterior, de 78,5%. Por fim, às 11h00, será divulgado o índice do setor residencial, medido pela NAHB, referente a março. A expectativa para esta divulgação é de elevação para 50 pontos ante o baixo resultado de 40 pontos em fevereiro, mês em que se atribuiu ao clima a redução na movimentação dos compradores levando a preocupações quanto à demanda futura.

Difícil convergência da inflação para o centro da meta

O IPCA-15 de março registrou variação de 0,73%, pouco acima de nossa estimativa (0,70%) e abaixo da mediana do mercado (0,75%). O resultado também ficou acima variação observada no resultado homólogo do mês anterior, de 0,70%. O grupo Alimentação e bebidas, que subiu de 0,52% para 1,11%, foi o principal responsável pela inflação deste mês.

Com o resultado de hoje, nossa expectativa para o IPCA de março ficou em 0,81%, o que fará com que o índice acumule uma variação de 2,06% no primeiro trimestre deste ano, ou seja, acima do que foi observado no mesmo período do ano passado, 1,94%. O recente e inesperado choque nos preços dos alimentos foi um dos principais responsáveis por essa aceleração e produziu um efeito altista em nossas projeções.

Por conta disso, revisamos novamente nosso cenário para o final deste ano de 6,00% para 6,30%. Além disso, destacamos que há um grande risco de a variação acumulada em 12 meses do IPCA romper o teto da meta, de 6,50%, em meados deste ano. Por conta disso, o Banco Central deverá dar continuidade ao processo de ajuste da taxa básica de juros nas próximas reuniões, em doses homeopáticas, mas poderá não ser suficiente para conter as expectativas futuras de inflação. Assim, o IPCA de **2015 também ficará em patamar elevado, ao redor de 6,0%**, dificultando ainda mais a convergência da inflação para o centro da meta (4,50%) no horizonte previsível.

Destaques da Semana (24 a 28/03/2014)

Nesta semana, os mercados terão, como pano de fundo, encontros de líderes mundiais em Haia que entre outros assuntos debaterão o posicionamento da Rússia com relação à Ucrânia e a questão nuclear, que passa pelo Irã sobre a qual um oficial russo levantou a possibilidade de alteração de postura da Rússia. Provavelmente o direcionamento será diplomático, mas merece atenção, pois a situação ucraniana tem produzido volatilidade nos preços. Na semana passada, os mercados se acalmaram um pouco a partir da percepção que a Rússia não pretende estender sua ação além da Crimeia. Com relação à economia destacamos, no Brasil, em semana que antecede uma nova reunião do Copom, o refinamento das expectativas para o evento. Assim, alguns fatores poderão receber especial atenção dos investidores. No final da semana serão divulgados os resultados fiscais de fevereiro, que ainda deverão ser fracos e, pelo menos, por enquanto, incongruentes com a meta fiscal definida no final de fevereiro. Também será divulgado mais uma Relatório Trimestral de Inflação, pelo Banco Central, donde se poderá depreender como a instituição está avaliando o novo choque agrícola que está pressionando os índices de inflação. Tudo isso, na sequência da divulgação, no fim de semana, de novos números de popularidade do governo e da corrida presidencial que também influenciarão o cenário prospectivo. Nos EUA, diversos diretores do Fed têm discursos programados durante a semana e a flutuação das expectativas sobre a condução da política monetária do país também deverá influenciar o cenário local à medida que vai sendo cristalizado o final da política de juros próxima de zero (provavelmente, a se efetivar a partir de meados do próximo ano).

- A agenda de indicadores econômicos no Brasil é bastante diversificada, com destaque para um provável déficit primário do governo central e um superávit pequeno do setor público consolidado no mês de

fevereiro. Também serão divulgados diversos indicadores de nível de atividade, passando por confiança, mercado de trabalho e crédito.

- Nos EUA, a agenda é mais modesta, com novos dados do deflator do consumo, cujo núcleo permanece em patamar muito baixo. Também serão divulgados dados dos setores residencial e industrial, além dos novos pedidos semanais de auxílio desemprego.
- Na Europa, destacamos as prévias de março dos PMIs industrial e de serviços. A Alemanha também divulga dados de inflação, vendas no varejo, confiança dos consumidores e empresários.

Crescimento da arrecadação ainda está lento

A arrecadação federal, em janeiro, ficou dentro do esperado, com montante de R$ 123,6 bilhões. Ele representou aumento real de 0,9% sobre o mesmo mês do ano anterior. Esta variação é menor do que os 2,25% registrados em 2013, desconsiderando o valor extraordinário do Refis obtido em novembro. Mas ela é ainda mais baixa do que os 4,0% de aumento registrados somente no 2º semestre do ano passado, na mesma base de cálculo.
Em que pese, conforme comentários da Receita Federal, que as empresas que tiveram elevados desembolsos com o Refis no ano passado preferiram postergar ou parcelar o pagamento dos tributos sobre seu resultado de 2013, que podem ser recolhidos em janeiro ou ao longo do 1º trimestre, o que se observa é que o andamento da economia deverá ser um complicador do cumprimento da ambiciosa meta fiscal de 2014. O fraco crescimento da economia está gerando um fraco aumento do recolhimento de tributos.
Com esse montante, portanto, o superávit primário do mês deverá ser inferior ao do ano passado (divulgação entre quinta-feira e sexta-feira), levando a uma redução do total acumulado em 12 meses, segundo nossas estimativas, de 1,9% do PIB em dezembro de 2013 para 1,8% em janeiro de 2014.

Vendas no varejo recuperam resultado fraco de dezembro/13
O comércio varejista ampliado registrou alta de 2,1% em janeiro frente à dezembro, ajustado sazonalmente. Em relação ao mesmo período no ano passado foi registrado crescimento de 3,5%. No conceito restrito, que exclui as vendas de veículos e de material de construção, o IBGE registrou aumento de 0,4% na comparação mensal (também com ajuste sazonal) e alta de 6,2% em relação a janeiro de 2013. Os resultados ficaram abaixo da nossa expectativa conceito no ampliando (3,0% na comparação mensal e 5,3%, na comparação interanual) e acima no restrito (0,2% 5,5%, respectivamente).
Os principais destaques do índice restrito em janeiro foram os crescimentos nas vendas dos supermercados, dos combustíveis e dos materiais de escritório, sendo que os dois últimos se recuperaram de uma queda expressiva em dezembro de 2013. O aumento do salário mínimo no inicio do ano e a menor inflação observada no período justificam parte desse movimento. No conceito ampliado, a principal divergência com relação a nossa projeção ocorreu devido ao crescimento mais fraco do que o esperado nas vendas de veículos (+1,9%), para qual era esperada uma alta em maior em linha com os dados da Anfavea.
Para o IBC-Br de janeiro, que será divulgado amanhã pelo Banco Central, mantemos nossa estimativa de crescimento de 1,86% no mês e de 0,98% na comparação anual.

Crédito cresce em fevereiro, mas ritmo de novas concessões para famílias enfraqueceu
O saldo do crédito bancário total no sistema financeiro brasileiro do mês de fevereiro, divulgado pelo Banco Central, foi de R$2.733 bilhões. Isso significa um aumento 0,6% no mês e de 14,7% em relação a fevereiro de 2013, um crescimento sazonalmente esperado com a retomada gradual da demanda por parte das empresas e potencializado pelo efeito calendário do feriado de carnaval deste ano, o qual garantiu mais dias uteis no mês de fevereiro.
As concessões totais registraram crescimento de 1,8% ante o resultado do mês anterior, juntos recursos livre e direcionados somaram R$296 bilhões em fevereiro. Para as empresas, as concessões subiram 4,6% no mês, com destaque para os empréstimos de capital de giro, enquanto que para as famílias caíram 0,7% na mesma base de comparação, principalmente devido à diminuição de cartão de crédito e de financiamento de veículos.

A inadimplência do crédito com recursos livres ficou estável, na comparação mensal, em 4,8%. Esse resultado fica próximo dos níveis de 2011, período em que se iniciou a nova série do BC, quando a taxa estava 4,7%. Esse movimento foi impulsionado pela parte referente às famílias, que nesse mês caiu para 6,5% ante 6,6% do mês anterior.
A taxa de juros média nas modalidades com recursos livres para pessoa física teve alta no mês para 41,2%. A expectativa é de que a taxa de juros continue a subir nos próximos meses, conforme a nossa expectativa da condução da política monetária do Banco Central, tornando o crédito mais restrito e, por consequência, desacelerando o ritmo de crescimento do crédito em 2014.

Ciclo da Selic poderá ser mais longo

Já faz algum tempo que temos a impressão de que o Relatório de Inflação (RTI) é mais "hawkish" do que a ata do Copom. A explicação seria de que o primeiro é feito somente pela área técnica do Banco Central (BC) enquanto que a segunda tende a refletir a visão de um colegiado. Essa percepção não pôde ser mudada com o relatório divulgado hoje. Nele foram apresentadas as projeções de inflação do BC nos cenários tradicionais e elas subiram nas diversas alternativas e períodos. Elas também apontam aumento da projeção de inflação de 2014 em relação ao ano anterior. Chamou-nos a atenção, contudo, um número ao qual não dávamos muita importância anteriormente por ser baixo. A probabilidade de estouro do limite superior da meta de inflação de 2014 subiu para 38% e 40% nos cenário de referência e de mercado, respectivamente. Dada a expectativa de que, pelo menos, parte do atual choque nos preços de alimentos seja revertida em alguns meses, a elevação das projeções implica que outros elementos contribuíram para ela.
O relatório também não deixa de colocar outros recados sobre a política econômica. As menções sobre a confiança dos agentes, sejam eles consumidores ou empresários, que não são uma novidade deste relatório, sugerem que mudanças são necessárias para que as ações do governo tenham o resultado esperado, pois nota-se uma tendência de redução desses índices de confiança. Cita que o desalinhamento dos preços administrados torna a correção dos preços mais complexa e consequentemente a atividade da autoridade monetária. E reforça a necessidade de moderação na concessão de subsídios por meio de crédito.
A transmissão do conteúdo do RTI para o Copom, porém, não parece linear. Há risco, portanto, em nosso cenário, mas acreditamos que a passagem da inflação por níveis tão próximos ao limite superior da meta de inflação (6,1% no cenário de referência e 6,2% no cenário de mercado) levará o BC a elevar a Selic até 11,50%, em julho, em mais três aumentos de 25 bps nas próximas reuniões do Comitê de Política Monetária. Nossa própria projeção de inflação é de 6,3% para 2014.

Taxa de desemprego dentro do esperado

O IBGE registrou taxa de desemprego de 5,1% em fevereiro igual à mediana das projeções do mercado. O resultado ficou em linha com a nossa expectativa de 5,0% e acima do resultado de janeiro, de 4,8%. A alta na taxa se deu por causa da queda da população ocupada de 0,6% em relação ao mês anterior, enquanto que a força de trabalho teve uma redução menor, de 0,2% na mesma base de comparação. Em resumo, o aumento da taxa se deu devido ao fim das contratações informais de final de ano, movimento sazonalmente esperado para o mês.
O rendimento médio real subiu 0,8% na comparação mensal, enquanto que a massa de rendimento subiu 1,0% no mês. A alta do rendimento médio pode ser explicada em parte pelo fim dos empregos temporários, considerados de remuneração abaixo da média, mas o mercado de trabalho também permanece bastante pressionando, o que se reflete em maiores reajustes salariais.
Para 2014 mantemos a estima de aumento da taxa de desemprego média para 5,8%, enquanto que a renda deve apresentar um crescimento moderado e a massa salarial continuará em expansão, porém em ritmo mais lento do que nos anos recentes, sendo um importante condicionador da demanda interna.

ATA DA 24ª REUNIÃO ORDINÁRIA DO COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

Aos vinte 28 dias do mês de abril de dois mil e quatorze (28/04/2014), na sala de reuniões do CONCHAL*PREV*, sita na Rua XV de Novembro, 587, Centro, realizou-se a 24.ª Sessão Ordinária do Comitê de Investimentos do CONCHALPREV, instituído pela Portaria n.º 160, de 16 de maio de 2012. Presentes a Presidente Dalva Suely Guerra Pulz e os membros Dr. Ademir Antonio de Azevedo – Gestor de Investimentos e Diretor de Assuntos Jurídicos e a Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz – Diretora Financeira. Também presente a Srta. Bianca de Sousa Canalli, nomeada secretária *"ad hoc"*. PAUTA: 1) Aprovação da Ata da 23ª Reunião Ordinária do Comitê, que será apresentada ao Conselho de Administração do Instituto. A ata, depois de lida, foi aprovada por unanimidade de membros. 2) Análise da conjuntura econômica nacional e internacional no mês de março/13. A análise da conjuntura foi realizada com textos e indicadores produzidos pelo mercado como de costume, cujos principais excertos seguem em anexo. 3) Aplicações dos recursos provenientes de repasses do presente mês. Foi apresentado o relatório consolidado de rendimentos do mês de março, com retorno positivo de 1,01% contra meta atuarial de 1,41%. 4) Boletim Focus. Foi apresentado o último Boletim Focus com as expectativas do mercado sobre a inflação, crescimento do PIB, evolução do dólar frente ao real entre outros dados. Nada mais havendo a tratar a Presidente então encerrou a reunião e determinou que eu, ( ), Caroline da Silva Martins, Secretária *"ad hoc"* para a presente sessão, lavrasse a presente ata e agendou a próxima reunião para o dia 28 de maio de 2014, às 10h30min, saindo os membros convocados.

Dalva Suely Guerra Pulz
Presidente

Membros:

Dr. Ademir Antonio de Azevedo
Gestor de investimentos

Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz
Diretora Financeira

Caroline da Silva Martins
Secretária *"ad hoc"*

24.ª REUNIÃO ORDINÁRIA

DATA: 28/04/2014

LISTA DE PRESENÇA

NOME	CARGO	ASSINATURA

CENÁRIO MACROECONÔMICO
SEMANA A SEMANA COM PARTICIPAÇÃO DO BANCO DO BRASIL S.A E DO BANCO VOTORANTIM S.A.
COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

Destaques da Semana (31/03 a 04/04/2014)
O destaque local desta semana é a reunião do Copom, na quarta-feira. A Selic deverá ser elevada novamente em 25bps, mas a maior expectativa dos mercados é com uma definição sobre uma possível sequência do ciclo de aperto monetário. O quadro macroeconômico atual parece favorecer tal possibilidade de forma que o Banco Central deverá, pelo menos, deixar o ciclo ainda aberto, por meio do comunicado da sua decisão. No exterior teremos dois eventos de destaque. Na segunda-feira, a Presidente do Fed, Janet Yellen, tem um discurso programado sobre desenvolvimento. No entanto, os mercados estão atentos às declarações de membros do Fed, pois alguns deles tentaram suavizar as expectativas da primeira elevação de juros nos EUA, uma vez que, na visão deles, o mercado teria mal interpretado as declarações de Yellen. Dessa forma, qualquer oportunidade poderia ser usada para tal. Outros diretores também devem discursar nesta semana. O segundo evento de destaque é a reunião de política monetária do Banco Central Europeu (BCE). O BCE tem se mostrado incomodado com o baixo patamar da inflação da região, o que deu margem a especulações sobre novas medidas a serem adotadas. Não se espera uma alteração das taxas de juros, mas na entrevista coletiva o Presidente do BCE, Mario Draghi, poderia tentar conduzir essas expectativas. Ainda na Europa, os ministros de finanças da União Europeia se reunirão entre terça-feira e quarta-feira. No Japão, que inicia um novo ano fiscal em abril, será finalmente implementado um aumento da alíquota de imposto sobre consumo, de forma que seus efeitos sobre a economia, ainda incertos, deverão ser monitorados atentamente.

- Na agenda de indicadores econômicos, no Brasil, destacamos os dados do setor industrial. Na quarta-feira, o IBGE divulga um pequeno aumento da produção industrial no mês de fevereiro e, na sexta-feira, a Anfavea divulga os dados completos do setor automobilístico de março, com a quantidade de veículos produzida. A CNI também divulga sua pesquisa sobre a indústria, referente a fevereiro e os PMIs da indústria e de serviços serão conhecidos ao longo da semana.

- Nos EUA, o grande destaque é a divulgação dos dados oficiais de março do mercado de trabalho. O nível de criação de emprego deverá voltar a aumentar. O aumento dos salários também deverá ser observado por causa de seus efeitos sobre a inflação. Ao longo da semana também serão divulgados os ISM da indústria e do setor de serviços, referentes a março.

- Na Europa e na China teremos os PMIs finais de março da indústria e de serviços. As taxas de desemprego da Zona do Euro e da Alemanha, as vendas no varejo da Zona do Euro e as encomendas industriais alemãs também serão conhecidas.

Expectativas continuam ruins

Nível de Atividade

Alguns indicadores econômicos, com resultados mais fortes que o esperado no começo deste ano, ajudaram a ampliar o questionamento com o nível das preocupações existentes sobre o desempenho do PIB. No entanto, as expectativas dos agentes envolvidos com o setor real da economia não melhoraram apesar disso. O desconforto com a condução da política econômica, o risco energético e a percepção de que a inflação exigirá juros mais elevados têm impedido um otimismo mais consistente. Do exterior também não surgem melhores perspectivas.

Inflação

O quadro inflacionário brasileiro voltou a piorar e a convergência para o centro da meta (4,50%) tem ficado cada vez mais distante. Revisamos nossas estimativas do IPCA deste ano de 6,00% para 6,30% e do próximo ano de 5,70% para 6,00%. A margem de manobra do governo, através do represamento dos preços administrados, está ficando escassa e deve comprometer o comportamento futuro da inflação. Com isso, qualquer choque adicional poderá ser bastante severo. O Banco Central precisará reagir, caso contrário, o cenário poderá ficar ainda pior.

Contas Públicas

O resultado primário do começo deste ano não contribuiu para elevar a confiança de que a meta fiscal será cumprida. A equipe econômica também não tem dado sinais de que melhorará a transparência das políticas públicas para coordenar melhor essas expectativas. Seguimos, portanto, acreditando que a meta não será cumprida em 2014 e que o custo fiscal desta falta de credibilidade se manterá elevado.

Política

O tempo fechou no cenário político brasileiro. Uma nuvem negra parece ter se aproximado do Palácio do Planalto. É por lá que paira uma sucessão de fatos desagradáveis, a sete meses da eleição presidencial, e que envolvem desde a economia que não decola até a preocupante queda de braço com o PMDB, que quer ocupar mais espaço e poder no governo e nos Estados. Para completar o quadro, a Petrobras, exemplo de orgulho nacional, viu-se mergulhada em suspeitas de corrupção e maus negócios em série. Até a agência de classificação de riscos Standard and Poor´s revolveu rebaixar a nota do Brasil, após apontar os problemas estruturais, conhecidos há anos, além de tendência à deterioração. Por último, a última pesquisa de opinião do Ibope registrou significativa queda de popularidade da presidente Dilma.

Mercado Financeiro

Em abril, os temas que dominaram as atenções no contexto externo devem ainda prevalecer, porém talvez com impacto mais moderado nos mercados. Com exceção de uma escalada das tensões entre a Rússia e o Ocidente com relação à Ucrânia, o aperto da política monetária nos EUA e a desaceleração da economia chinesa já parecem bem digeridos (e precificados) pelos investidores. Sob esse pano de fundo, não são esperadas grandes flutuações de preços para os ativos brasileiros no começo do 2T14. Na verdade, eles devem continuar mais influenciados pelo humor dos investidores estrangeiros. Caso ele siga positivo, o Ibovespa poderia prosseguir até o patamar dos 52 mil pontos, o que seria consistente com o risco-país ao redor de 160 bps. Com isso, a taxa de câmbio ficaria abaixo de 2,30 reais no período. Em relação à política monetária no Brasil, esperamos que o Banco Central eleve a taxa básica por mais duas reuniões, além da próxima em abril, que colocará a Selic em 11,50% no começo do 2S14.

Indústria cresce em fevereiro, mas cenário ainda é de um desempenho fraco em 2014

A produção industrial, divulgada pelo IBGE, apresentou alta de 0,4% em fevereiro frente ao mês anterior, em termos dessazonalizados, resultado que ficou em linha com a nossa estimativa de 0,5%. Na comparação anual registrou-se alta de 5,0%, também em linha com a nossa expectativa (5,1%). A média móvel trimestral da série com ajuste sazonal mostrou alta de 0,1%, após dois meses de resultados negativos (-0,2% em janeiro e -1,3% em dezembro de 2013).

O crescimento da produção no mês foi generalizado, com aumento parcial em 19 das 27 atividades industriais investigadas pela pesquisa, tendência que já era observada na divulgação de janeiro. Os destaques desse mês ficaram por conta da produção de veículos automotores (7,0%), equipamento médico-hospitalar (17,6%), bebidas (5,1%) e alimentos (1,4%), itens que também registraram taxas positivas em janeiro, o que poderia sinalizar que a recuperação da indústria nos dois primeiros meses do ano não é tão frágil, com ritmo de crescimento moderado.

Segundo as categorias de uso, o destaque no mês foi o crescimento em bens de consumo duráveis (3,3%), principalmente pela influência de veículos, enquanto que bens de capital teve um crescimento tímido de 0,1%, após o forte crescimento em janeiro de 13,3%. A sinalização é de que os investimentos não retomaram e, consequentemente, não são esperadas surpresas positivas no ritmo de crescimento da produção nos próximos meses.

A perspectiva para a indústria para o mês de março é de um desempenho fraco. A maior restrição ao crédito deve continuar afetando a demanda e mantendo os estoques elevados, conforme apontando pela pesquisa de confiança da FGV, o que desestimula aumento de produção.

Fim de ciclo ou ajuste fino

O Comitê de Política Monetária (Copom) elevou novamente, conforme amplamente esperado pelo mercado, a taxa Selic em 25 bps para 11,00%. As expectativas estavam bem ancoradas para este desfecho, pois já na reunião anterior, no final de fevereiro, o ritmo de ajuste já havia sido moderado, mas a indicação dada pelos comunicados oficiais ainda era de continuidade do ciclo. Assim, o orçamento total iniciado há doze meses completou 375 bps, o qual colocou a taxa real de juros ao redor de 5%.

A novidade, portanto, ficou por conta do comunicado. Ao retirar a expressão "Dando prosseguimento ao processo de ajuste da taxa básica de juros (...)", utilizada por seis reuniões consecutivas, e substituí-la pelo monitoramento do cenário macroeconômico até a próxima reunião, para então se definir os próximos passos, é nítido o desejo do comitê em encerrar o processo atual de aperto das condições monetárias.

Todavia, em que pesem as alterações no comunicado deixarem as portas abertas para o fim do ciclo já nesta reunião, acreditamos que a deterioração mais recente do quadro inflacionário neste ano, com elevada probabilidade de rompimento do teto da meta de inflação, ainda requeria ajustes adicionais. De fato, havíamos revisado recentemente o nosso cenário para mais duas altas de 25 bps nas próximas reuniões em maio e julho por acreditar que tal estratégia seria mais eficaz para ancorar as expectativas inflacionárias – ainda que em patamar elevado – e reforçar a credibilidade da autoridade monetária para colocar a inflação em convergência para o centro da meta, ainda que em um horizonte longo. À luz da preferência revelada do Copom, o cenário mais provável hoje seria algo entre a manutenção da taxa Selic em 11,00% ou no máximo um ajuste fino na próxima reunião. Por ora, trabalhamos agora com este último.

Anfavea indica retração da atividade industrial em março

Segundo a Anfavea, a produção de veículos em março foi de 271 mil unidades. Esse resultado implica em uma queda de 21,3% em relação ao mesmo período de 2013, o que era parcialmente esperado devido à menor quantidade de dias úteis com o feriado de carnaval. Na mesma base de comparação, as vendas caíram 23,9%, enquanto que os estoques do setor devem ter aumentado, permanecendo em nível bastante pressionado e imprimindo um viés negativo para a produção nos próximos meses, dado às incertezas em relação à demanda.

Na comparação mensal, a produção de veículos teve uma queda de 1,5% em março, em termos dessazonalizados. Assim, devido à influência do setor automobilístico sobre uma extensa gama de outros setores, constitui um sinal negativo para o índice de produção industrial de março. Nossa avaliação, considerando outros indicadores coincidentes já disponíveis, aponta para uma possível retração da produção, em março, após aumentos em janeiro e fevereiro.

IPCA surpreende em abril

O IPCA de abril registrou variação de 0,92%, acima de nossa estimativa (0,82%) e também da mediana do mercado (0,85%). O resultado também ficou acima da variação observada no resultado homólogo do mês anterior, de 0,69%. O grupo Alimentação e bebidas, que subiu de 0,56% para 1,92%, foi o principal responsável pela inflação deste mês.

Outros grupos do índice que merecem destaque são Transportes e Vestuário. O primeiro em decorrência da alta do preço de combustíveis (com destaque para o etanol +4,07%) e de passagem aérea (o que já era conhecido) e o segundo por conta da sua sazonalidade, com alta de 0,30% ante o resultado de -0,40% em fevereiro.

Para o IPCA de abril nossa estimativa é de uma variação ao redor de 0,75%. Este cenário incorpora uma desaceleração nos preços dos alimentos, como já vem sendo sinalizado pelas coletas diárias, tanto no atacado quanto no varejo, e também por conta da hipótese de que a alta nos preços das passagens aéreas não se repetirá neste mês. Por outro lado, o reajuste dos preços de medicamentos e a sazonalidade de Vestuário devem manter o IPCA em um patamar elevado.

As projeções mensais do IPCA vêm sendo constantemente revisadas para cima, no entanto, mantemos a nossa projeção para o acumulado deste ano de 6,3%, pois acreditamos que parte da forte alta de alimentação deve ser revertida nos próximos meses.

BC quer encerrar o ciclo de juros

O Banco Central divulgou a ata da reunião do Copom da semana passada e seu conteúdo passou a mesma impressão que o próprio comunicado da decisão já tinha passado, de que o comitê está preparado para encerrar o ciclo de aperto monetário. Neste sentido, não houve novidades.

O principal argumento, já apresentado em outras ocasiões, mas que agora foi mais esmiuçado, aponta que a política monetária opera com defasagens e que ainda há uma grande parte da elevação da Selic cujo impacto nos preços vai se materializar nos próximos meses. Isso, juntamente com o jogo de palavras, uso de expressões de tempo e subtração da indicação de ação contínua, sinaliza a principal intenção do comitê, de encerrar o ciclo. Só não é textual para manter alternativas disponíveis para o caso de uma necessidade ou surpresa.

O texto da ata cita que a moeda se acomodou, mas que o atual choque de preços de alimentos tende a ser temporário, tentando ser mais construtivo com a perspectiva de inflação. Sabemos, das informações que surgiram depois da reunião, que a moeda voltou a se valorizar, mas que a inflação ainda está surpreendendo. Aparentemente, na visão do comitê uma coisa compensa a outra. Ou a própria política cambial está sendo usada para amenizar a situação dos preços, além do que se observa do lado do crédito dos bancos públicos, que está desacelerando. De qualquer forma, volta-se para a perspectiva inicial, de que o BC quer parar de elevar a taxa de juros.

Em nossa opinião, contudo, a perigosa aproximação das projeções de inflação para o final deste ano do nível que representa o teto do intervalo da meta de inflação, de 6,5%, deverá levar o BC a efetivar mais uma elevação da Selic em 25bps, para 11,25%, em maio, com a indicação de que o cenário macroeconômico será monitorado.

O Banco Central se manterá vigilante (parágrafo 33), ou especialmente (parágrafo 21), e parece contar cada vez mais com outros instrumentos da política econômica para cumprir sua tarefa.

Destaques da Semana (14 a 18/04/2014)

Nesta semana, os mercados seguirão em sua toada "data dependent" ajustando as expectativas para a condução da política monetária. Será assim tanto no Brasil quanto nos EUA. Aqui, com uma série de dados de nível de atividade e, principalmente, monitorando as coletas diárias de preços. Os participantes também estarão atentos a qualquer manifestação dos diretores do BC, apesar de não haver nenhuma previamente programada. O ponto de maior curiosidade seria uma eventual reafirmação do teor da ata do Copom, como foi feito em outros momentos, tendo em vista que alguns a consideraram defasada, quando de sua publicação, por causa da persistência inflacionária apontada pelo IPCA de março. Nos EUA, com novos dados de inflação, de vendas no varejo e do setor residencial. Lá, diversos eventos proporcionarão a diretores do Fed oportunidades de se manifestarem sobre os últimos dados econômicos. A própria presidente do Fed, Janet Yellen, tem dois eventos programados quando poderá fazer ajustes pontuais nas expectativas sobre a "forward guidance", especialmente a defasagem de tempo entre "tapering" e "tightening" apontada na sua última entrevista coletiva. Os presidentes dos Bancos Centrais Europeu e do Japão também têm discursos programados. Afora a política monetária, o imbróglio da Rússia com a Ucrânia e eventuais ações do ocidente estarão no pano de fundo sendo observadas. A divulgação de novos dados econômicos chineses poderá produzir oscilações nos preços de commodities.

- No Brasil, serão divulgados os últimos indicadores econômicos de fevereiro, como as vendas no varejo, do IBGE, e o índice de nível de atividade, do Banco Central. Ambos devem apontar elevações modestas ante o mês anterior, mas o IBGE ainda captará uma queda das vendas de veículos, influenciando o índice ampliado. Também serão divulgados os dados do mercado de trabalho de março.

- Nos EUA, destacamos o CPI de março, que deve permanecer em patamar baixo. Os demais dados de atividade econômica, como vendas no varejo, dados dos setores residencial e industrial, mercado de trabalho, devem continuar mostrando retomada e menor impacto do clima.

- Na Europa, o destaque será a divulgação do índice de inflação ao consumidor da Zona do Euro, além de outros dados como produção industrial e setor externo.

- A China divulgará novos dados do mês de março, como vendas no varejo, produção industrial e crédito, além do resultado do PIB do 1T14.

Queda das vendas de veículos compromete o varejo em fevereiro

O IBGE divulgou a Pesquisa Mensal de Comércio (PMC) referente ao mês de fevereiro. No conceito restrito, as vendas no varejo cresceram 0,2% na comparação mensal (com ajuste sazonal) e 8,5% na comparação com fevereiro de 2013. Esse resultado ficou ligeiramente abaixo das nossas estimativas de 0,3% e 9,0%, respectivamente. Apesar de apenas três das oito atividades do conceito restrito terem registrado um resultado positivo, na comparação mensal, o crescimento forte das vendas de combustíveis (1,6%) e de materiais de escritório (9,0%) foram os responsáveis pelo resultado positivo.

Já no comércio varejista ampliado, que inclui as vendas de veículos e de material de construção, foi registrado uma redução de 1,6% nas vendas frente à janeiro (com ajuste sazonal). Em relação ao mesmo período no ano passado o crescimento observado foi de 8,5%. Os resultados ficaram acima da nossa expectativa de -3,2% na comparação mensal e +5,5%, na comparação interanual, sendo que a principal divergência em relação à nossa projeção foi o crescimento mais forte das vendas de material de construção (+2,2% na comparação mensal), explicado em parte pelos novos estímulos ao setor como o aumento do limite do FGTS para financiamentos e pela redução de IPI de alguns produtos do setor. Já a queda de 7,4% nas vendas de veículos no mês já era esperada, em linha com os dados da Anfavea.

Para o IBC-Br de fevereiro, que será divulgado amanhã pelo Banco Central, revisamos a nossa estimativa de crescimento de +0,2% no mês para 0,6% e de +3,9% na comparação anual para +4,8%.

IBC-Br desacelera em fevereiro

O Banco Central divulgou hoje seu indicador de nível de atividade, o IBC-Br, referente ao mês de fevereiro. Em relação a fevereiro de 2013, o índice registrou crescimento de 4,04%, abaixo da nossa projeção de 4,9%. Na comparação com o mês anterior a alta foi de 0,24%, abaixo da nossa estimativa de 0,6% e desacelerando ante o resultado de janeiro, de +2,3% (revisado de 1,3%), na mesma base de comparação. Ainda é incerto o quanto o efeito calendário do feriado de carnaval contribuiu para a alta do índice em fevereiro, o que passa um viés pessimista para o dado de março.

Acreditamos que a sinalização para março é de um resultado fraco, com base em alguns indicadores coincidentes como os resultados de vendas e produção da Anfavea. O cenário delineado pelo IBC-Br continua em linha com nossa estimativa de crescimento do PIB, de 0,3% no primeiro trimestre do ano.

IPCA-15 de abril imprime viés baixista para projeção do final do mês

O IPCA-15 de abril registrou variação de 0,78%, abaixo de nossa estimativa e da mediana do mercado, ambas em 0,85%. O resultado ficou acima da variação observada no mês anterior, de 0,73%. No acumulado 12 meses o índice passou de 5,90% em março para 6,19%. O grupo Alimentação e bebidas, que subiu de 1,11% para 1,84%, foi o principal responsável pela inflação deste mês.

A principal divergência com relação à nossa projeção deveu-se ao ritmo mais fraco de alta do grupo vestuário (+0,31%), para o qual era esperada uma alta maior de acordo com a sazonalidade, e do grupo Saúde e Cuidados Pessoais (+0,69%), em virtude do reajuste dos preços de medicamentos. Com o resultado de hoje, nossa expectativa para o IPCA de abril ficou em 0,75%.

Apesar da surpresa para baixo no mês, revisamos novamente nosso cenário para o final deste ano de 6,30% para 6,50%, entre outros fatores enfatizamos os reajustes de energia elétrica divulgados pela Aneel, recentemente, acima das nossas expectativas. Além disso, destacamos que permanece elevado o risco da taxa acumulada em 12 meses romper o teto da meta, de 6,50%, neste ano.

Inatividade está pressionando a taxa de desemprego

A taxa de desemprego ficou em 5,0% em abril, abaixo das expectativas. Em termos dessazonalizados, atingiu uma nova mínima histórica de 4,6% ante 4,9% do mês anterior. Este resultado seria positivo, por si só, se fosse produzido pela expansão do emprego. Mas não é o caso.

A diminuição da força de trabalho, porém, tem chamado a atenção e ela é a responsável, mais uma vez, por diminuir a taxa de desemprego. A ocupação, ou a criação de emprego, ficou praticamente estável neste mês, ao passo que aumentou o contingente de pessoas que deixaram de procurar emprego e, portanto, não foram classificadas como desempregadas.

Se essas pessoas deixaram o mercado de trabalho para estudar e aumentar sua qualificação, então teremos um ganho de produtividade à frente. Esta seria uma implicação positiva da dinâmica atual a ser observada no médio prazo.
De imediato, porém, a baixa taxa de desemprego tem mantido uma pressão nos salários. O IBGE captou um aumento de 3,0% da renda real em relação ao mesmo mês do ano passado. Em 12 meses o aumento foi de 2,2%. Se, por um lado, tende a favorecer o consumo, este aumento, por outro lado, manterá pressionadas as margens da indústria.

Destaques da Semana (22 a 25/04/2014)
Tomando a agenda de eventos programados e indicadores econômicos, esta semana promete ser mais morna para os mercados. No entanto surpresas sempre podem aparecer. Enquanto os mercados ocidentais voltarão de um fim de semana prolongado, na segunda-feira o Brasil continuará fechado por mais um feriado nacional, o que poderá provocar ajustes mais intensos nos preços dos ativos locais, depois de 4 dias seguidos com os mercados fechados. A agenda da semana conta com poucos eventos específicos relevantes e, portanto, a oscilação se dará de acordo com poucos indicadores econômicos e eventuais declarações de autoridades, de forma que a volatilidade deverá ser limitada. A instável situação da Rússia com a Ucrânia e eventuais sansões econômicas impostas pelo ocidente, contudo, manterá os mercados em alerta para novidades deste assunto. Ao longo da semana, também serão divulgados balanços do 1T14 de uma grande quantidade de empresas que compõem os índices de ações americanos. Sobra, como principal evento da semana, possivelmente, a comemoração dos 200 anos do Banco Central Holandês que contará com um discurso do Presidente do Banco Central Europeu, Mario Draghi. Os mercados têm acompanhado com atenção sua indicação de que adotaria novas medidas de estímulo monetário se for necessário e a inflação da Zona do Euro tem se mantido em nível bastante baixo.

- No Brasil, destacamos as pesquisas da FGV de confiança dos consumidores e da indústria, referentes a abril, que atualizarão como anda a perspectiva desses agentes sobre a evolução da econômica. Acreditamos que elas deverão trazer informações ruins. Também serão divulgados os dados do balanço de pagamentos, referentes a março e da inflação, apenas índices secundários.

- Nos EUA, a agenda de indicadores também é curta, com destaque para os pedidos semanais de auxílio desemprego.

- Na Europa, o destaque fica com as prévias de abril dos PMIs da indústria e de serviços para os diversos países da região. A Alemanha também divulgará a pesquisa IFO com a avaliação qualitativa dos empresários sobre a economia. Na China também teremos a divulgação da prévia de seu PMI industrial.

Feriado de carnaval distorce os dados do Caged
O Ministério do Trabalho divulgou que foram criados 13,1 mil empregos com carteira assinada, em março, uma queda forte comparada com o saldo de 260,8 mil no mês anterior. Este resultado ficou abaixo da nossa estimativa (92 mil) e também da mediana das expectativas do mercado (103 mil). Já o acumulado 12 meses caiu para 769 mil ante 869 mil em fevereiro, interrompendo a uma recuperação em curso desde julho de 2013. Em março de 2013 o acumulado 12 meses era de 752 mil, o que significa que o mercado de trabalho permanece ajustado.
A queda brusca do saldo de emprego em março pode ser explicada pelo efeito calendário do feriado de carnaval, com antecipação das contratações em fevereiro. Efeito semelhante pôde ser observado em 2011, ano em que o carnaval também se deu em março. O melhor seria analisar o bimestre fevereiro e março em conjunto, com uma média de 136 mil novos empregos.
O destaque deste mês foi a redução do saldo no setor de serviços, de 143,3 mil para 37,4 mil. Na mesma direção, a indústria de transformação registrou diminuição do saldo de 51,9 mil para 5,4 mil, a queda da criação de emprego nessa área é mais uma sinalização importante de que atividade industrial pode apresentar um resultado fraco em março.

DESTAQUES DA SEMANA (28/04 a 02/05/2014)
O foco principal dos mercados, nesta semana, voltará a ser a política monetária americana. Outros assuntos importantes que têm sido acompanhados ultimamente continuarão se desenvolvendo, mas a condução da política monetária americana deverá ser o destaque. O Fomc tem reunião marcada para terça e quarta-feira. Ainda que não

deva haver uma alteração da rota atual, alterações do comunicado da reunião serão analisadas de perto pelos mercados. Um novo corte de US$ 10 bilhões nas compras de títulos federais deverá ser anunciado para maio e as taxas de juros serão mantidas, mas detalhes sobre a evolução da economia e da inflação pode trazer volatilidade. Não há entrevista coletiva de Janet Yellen prevista, mas no dia seguinte ela tem um discurso programado (não deverá abordar a política monetária). Ao longo da semana a agenda carregada de indicadores americanos, com os dados oficiais do mercado de trabalho, na sexta, e de nível de preços, na quarta-feira, poderá direcionar os mercados, assim como a sequência da temporada de divulgações de balanços de empresas. Em paralelo, o pano de fundo do imbróglio na Ucrânia continuará presente e lá a situação está voltando a ganhar alguns níveis de tensão, com discursos mais belicistas. No Brasil, haverá um novo feriado na quinta-feira, o que poderá atrapalhar um pouco a dinâmica dos mercados. Estes também estarão atentos a novidades do cenário político com a indefinição de possível CPI da Petrobras e repercussões de uma nova pesquisa de popularidade que poderá ser divulgada no começo da semana.

- No Brasil, destacamos os dados fiscais de março, com um superávit primário pequeno no mês que deixará estável o total acumulado em 12 meses em proporção do PIB. O relatório mensal do BC sobre o mercado de crédito também poderá ser importante se trouxer alguma alteração relevante na distribuição das novas concessões entre instituições públicas e privadas.

- Nos EUA, o grande destaque é o payroll na sexta-feira que deve apontar nova aceleração da criação de emprego. Também destacamos os dados do PCE na quarta e quinta-feira e o ISM industrial na quinta-feira.

- Na Europa, o destaque ficará para os PMIs industriais de abril, na sexta-feira. Também poderá ser relevante o índice prévio de inflação da Alemanha, na terça-feira, referente a abril. A China divulgará os PMIs oficiais de indústria e serviços.

ATA DA 25ª REUNIÃO ORDINÁRIA DO COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

Aos vinte e seis dias do mês de maio de dois mil e quatorze (26/05/2014), na sala de reuniões do CONCHAL*PREV*, sita na Rua XV de Novembro, 587, Centro, realizou-se a 25.ª Sessão Ordinária do Comitê de Investimentos do CONCHALPREV, instituído pela Portaria n.º 160, de 16 de maio de 2012. Presentes a Presidente Dalva Suely Guerra Pulz e os membros Dr. Ademir Antonio de Azevedo – Gestor de Investimentos e Diretor de Assuntos Jurídicos e a Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz – Diretora Financeira. Também presente a Srta. Bianca de Sousa Canalli, nomeada secretária *"ad hoc"*. PAUTA: 1) Aprovação da Ata da 24ª Reunião Ordinária do Comitê, que será apresentada ao Conselho de Administração do Instituto. A ata, depois de lida, foi aprovada por unanimidade de membros. 2) Análise da conjuntura econômica nacional e internacional no mês de abril/13. A análise da conjuntura foi realizada com textos e indicadores produzidos pelo mercado como de costume, cujos principais excertos seguem em anexo. 3) Aplicações dos recursos provenientes de repasses do presente mês. Foi apresentado o relatório consolidado de rendimentos do mês de abril/14, com retorno positivo de 1,28% contra meta atuarial de 1,16%. 4) Boletim Focus. Foi apresentado o último Boletim Focus com as expectativas do mercado sobre a inflação, crescimento do PIB, evolução do dólar frente ao real entre outros dados. Nada mais havendo a tratar a Presidente então encerrou a reunião e determinou que eu, ( ), Caroline da Silva Martins, Secretária *"ad hoc"* para a presente sessão, lavrasse a presente ata e agendou a próxima reunião para o dia 26 de junho de 2014, às 10h30min, saindo os membros convocados.

Dalva Suely Guerra Pulz
Presidente

Membros:

Dr. Ademir Antonio de Azevedo
Gestor de investimentos

Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz
Diretora Financeira

Caroline da Silva Martins
Secretária *"ad hoc"*

25.ª REUNIÃO ORDINÁRIA

DATA: 26/05/2014

LISTA DE PRESENÇA

NOME	CARGO	ASSINATURA

CENÁRIO MACROECONÔMICO
SEMANA A SEMANA COM PARTICIPAÇÃO DO BANCO DO BRASIL S.A E DO BANCO VOTORANTIM S.A.
COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

DESTAQUES DA SEMANA (05 A 09/05/2014)

Nesta semana a agenda de indicadores econômicos no exterior é mais fraca e as atenções se voltarão para a política monetária novamente. Dois eventos se destacam. Nos EUA, a Presidente do Fed, Janet Yellen, tem audiência pública no Congresso, na quarta-feira. Terá, então, a oportunidade de ajustar as expectativas, para o futuro das decisões do Fomc. Principalmente, ela deverá ser cobrada sobre o fraco resultado do PIB do 1T14 e das perspectivas de reação da economia na sequência. Os números ainda fracos da inflação devem dar respaldo a sua política. Ao longo da semana outros diretores do Fed também têm eventos públicos programados e deverão reforçar suas posições pessoais, especialmente, com relação ao primeiro movimento da taxa básica de juros. O outro evento de destaque é a reunião ordinária de política monetária do Banco Central Europeu (BCE). Não são esperadas alterações das condições atuais, mas na entrevista do Presidente do banco, Mario Draghi, ele poderá dar novos elementos sobre a adoção de políticas de estímulo como tem feito recorrentemente nas últimas semanas. Contudo, uma injeção direta de liquidez no sistema, nos moldes do Fed, parece não contar com respaldo suficiente no conselho do ECB, de forma que será interessante observar as opções que ele poderá colocar. A reunião do Banco da Inglaterra tampouco deverá trazer alterações na política atual. Por fim, os ministros de finanças da Zona do Euro e da União Europeia têm reuniões marcadas para o começo da semana em que deverão analisar a recuperação da economia. Também é esperada uma análise do programa de resgate de Portugal. No Brasil, o evento de destaque será a divulgação de uma nova pesquisa de popularidade e de intenção de voto durante o fim de semana, que terá repercussão durante a semana.

- Dentre os indicadores econômicos brasileiros, destacamos a divulgação do IPCA de abril, na sexta-feira, que deverá continuar pressionado com alimentos, remédios e energia elétrica. Da parte de nível de atividade, serão divulgados novos dados do setor industrial, como a produção de março, pelo IBGE, que deverá registrar uma contração expressiva (atenção à revisão da metodologia), e a produção de veículos, pela Anfavea, que deve continuar bem fraca.

- Nos EUA, dentre os poucos indicadores programados, destacam-se os dados de balança comercial e de estoques que poderão implicar revisões no fraco resultado preliminar do PIB do 1T14.

- Na Europa, serão divulgados os PMIs finais de abril para o setor de serviços dos principais países. Também serão divulgados dados do setor industrial e de balança comercial. A China também divulgará alguns de seus indicadores econômicos referentes a abril, como inflação e balança comercial.

ANFAVEA INDICA QUE SETOR AUTOMOTIVO PERMANECE COM DIFICULDADES

Segundo os dados da Anfavea, as vendas de veículos em abril foram de 293 mil unidades, +4,0% sobre o mês anterior, em termos dessazonalizados. Os temores com os níveis elevados de estoques estimularam a realização de feirões, impulsionando as vendas. Também destacamos a recuperação das exportações para 37 mil unidades, ainda que aquém da média mensal de 2013 (47 mil), que vem sofrendo principalmente com as dificuldades comerciais com a Argentina.

Já a produção de veículos no mês foi de 277 mil unidades, resultado abaixo da média observada no ano passado, de 309 mil. Na comparação mensal, a produção de veículos teve uma queda de 1,5% em abril, em termos dessazonalizados. Acreditamos que o desempenho da produção poderia ter sido pior caso as vendas não tivessem sido estimuladas. Os estoques, no entanto, permanecem elevados indicando que não deveremos observar um aumento robusto da produção nos próximos meses. Outro entrave é a incerteza em relação à demanda, com o ritmo fraco do crescimento da concessão de crédito, apesar da inadimplência baixa. A sinalização para a produção industrial de abril, medida pelo IBGE, é de que o crescimento permaneça em ritmo fraco.

IPCA DE ABRIL SURPREENDE POSITIVAMENTE, MAS QUADRO GERAL AINDA É DE CAUTELA.
O **IPCA de abril registrou variação de 0,67%**, abaixo da nossa estimativa e da mediana esperada pelos analistas (0,80%). O resultado também ficou abaixo do IPCA de março, cuja variação foi de 0,92%.

A principal divergência com relação à nossa projeção deveu-se ao grupo Alimentação e Bebidas, que ficou abaixo do esperado, mas que ainda assim continuou sendo o principal vilão da inflação, contribuindo com 45% do índice total. Destacamos também a menor pressão nos preços dos serviços, sobretudo por conta da queda de 1,87% nos preços das passagens aéreas.

Para o IPCA de maio mantemos nossa estimativa de uma variação ao redor de 0,50%. Este cenário incorpora uma continuidade da desaceleração nos preços dos alimentos, como já vem sendo sinalizado pelas coletas diárias, tanto no atacado quanto no varejo. E também por conta da hipótese uma redução nos preços das passagens aéreas. Por outro lado, vale destacar que haverá, em maio, o impacto dos reajustes nas tarifas de energia elétrica de seis regiões metropolitanas, compensando parte das desacelerações dos demais grupos citados acima.

DESTAQUES DA SEMANA (12 A 16/05/2014)
A semana que se inicia conta com alguns eventos relevantes, mas dadas as movimentações da semana passada deverão ter efeitos mais limitados. A semana começará com a repercussão de um possível referendo separatista no leste da Ucrânia, no dia 11. A Presidente do Fed, Janet Yellen, volta a falar em público, na quinta-feira, num evento da Câmara de Comércio de Washington. Ela ressaltou, na semana passada, a necessidade de uma forte recuperação da economia para que se possa promover alterações na estratégia de política monetária, porém, acreditamos que a evolução da inflação e dos salários sejam pontos centrais na análise do Fed. Isto lança luz à agenda repleta de indicadores econômicos para ser divulgados ao longo da semana. Outros diretores do Fed também têm discursos programados. Na Europa, dadas as declarações do Presidente do Banco Central Europeu (BCE), na semana passada, apontando a iminência de novas ações de estímulo da política monetária do BCE, ganha relevância, mais uma vez, um discurso do Presidente do Banco Central da Alemanha, Jens Weidmann, na quarta-feira, pois este tem sido o maior opositor àquelas medidas. A divulgação de dados econômicos de abril pela China poderá influenciar os preços de commodities. Com relação à política monetária brasileira, o Presidente do BC, Alexandre Tombini, participa de um evento em Londres, na terça-feira, de forma que os mercados ficarão atentos a possíveis manifestações sobre o assunto. O evento em si, porém, é comemorativo e talvez não seja o melhor momento para isso.

- No Brasil, dentre os indicadores econômicos teremos os últimos dados de março que levarão os analistas a refinarem suas estimativas para o resultado do PIB no 1T14, apesar da diminuição da correlação dele como o IBC-Br nos últimos trimestres. Os números desta semana devem apontar expansões moderadas em março do varejo e do IBC-Br.

- Nos EUA, destacamos os dados de inflação, com o CPI na quinta-feira. Yellen colocou bastante peso no setor residencial, de forma que três indicadores no final da semana ganham renovada importância. Também serão divulgados dados de varejo, setor industrial e confiança dos consumidores, que devem apontar ganhos na margem.

- Na Europa, destaque para o resultado do PIB do 1T14 da Zona do Euro e seus principais países membros. A China divulgará dados de abril, como varejo, indústria, crédito e investimentos.

QUEDA NAS VENDAS DO VAREJO COLOCA VIÉS BAIXISTA PARA O IBC-BR
O IBGE divulgou a Pesquisa Mensal de Comércio (PMC) referente ao mês de Março. Na comparação mensal, livre de influências sazonais, foram registradas quedas de 0,5% das vendas no conceito restrito, e de 1,2% no conceito ampliado, que inclui veículos e materiais de construção. Já na comparação anual o índice também apresentou um desempenho fraco com variações de -1,1% e de -5,6%, respectivamente.
Segundo o IBGE, cinco dos oito segmentos pesquisados no conceito restrito apresentaram queda em relação a fevereiro, sendo os principais destaques as vendas de supermercado (-1,0%) e de combustíveis (-1,5%). No conceito

ampliado, as vendas de veículos registraram nova retração (-0,6%) seguindo a forte queda em fevereiro (-7,8%), enquanto que materiais de construção (-3,1%) reverteram toda a alta observada no mês anterior.
Estes resultados ficaram em linha com a nossa projeção no conceito restrito (-0,6% M/M e -1,4% A/A), enquanto que no ampliado (+0,6% M/M e -3,0% A/A) as principais divergências foram uma esperada recuperação parcial de veículos, que não se confirmou, e a queda de materiais de construção, para a qual era esperada uma alta. De uma forma geral, é possível notar que a alta da inflação e menores ganhos de renda continuam a corroer o poder de consumo e, na mesma direção, o crédito mais restrito também tem contribuído para inibir o consumo.
Para o IBC-Br de março, que será divulgado amanhã pelo Banco Central, revisamos a nossa estimativa de crescimento de +0,5% no mês para +0,3% e de +1,2% na comparação anual para +0,8%. Se confirmado, no trimestre seria registrada alta de 0,6%. Apesar de ser uma proxy do PIB o índice apresentou menor correlação nas últimas divulgações sendo assim, mantemos a expectativa de alta de 0,3% no PIB do primeiro trimestre de 2014.

IBC-BR FECHA O TRIMESTRE COM ALTA DE 0,3%
O Banco Central divulgou hoje seu indicador de nível de atividade, o IBC-Br, referente ao mês de março. O índice registrou quedas de 0,11% na comparação mensal e de 0,09% na comparação anual, ambos abaixo da nossa estimativa de +0,3% e +0,8%, respectivamente. Uma sinalização de que o enfraquecimento da atividade observado no resultado de fevereiro de +0,02% (revisado de 0,24%) ante o mês de janeiro (+1,47%) persistiu neste mês. Assim, o IBC-Br registrou alta de 0,3% no primeiro trimestre de 2014, em linha com a nossa projeção para o PIB do primeiro trimestre, também de 0,3%.
Acreditamos que a desaceleração da demanda, levando a uma correção de estoques, foi um dos principais responsáveis pelo desempenho mais fraco da atividade, principalmente na indústria. Não é esperada uma reversão dessa trajetória tão cedo, de forma que o IBC-Br deve permanecer próximo de zero nas divulgações subsequentes.

DESTAQUES DA SEMANA (19 A 23/05/2014)
O mercado financeiro global está reagindo às notícias recentes de que a ampla liquidez dos últimos anos permanecerá por mais algum tempo. O Banco Central Europeu se prepara para aprofundar suas medidas de estímulo monetário. Inglaterra e EUA vão na direção contrária, porém, o Banco da Inglaterra sinalizou o primeiro aumento dos juros entre o primeiro e o segundo trimestres do próximo ano, mesmo reconhecendo a recuperação da economia. O Fed deverá mexer nos juros somente no segundo semestre de 2015. Assim, os mercados deverão continuar com oscilações limitadas, nesta semana, uma vez que a agenda não aponta a possibilidade de informações fortes o suficiente para um desvio de rota. A presidente do Fed fará aula inaugural da NYU, mas não deverá trazer grandes novidades ao cenário desta vez. Outros diretores do Fed têm discursos programados ao longo da semana. Eles não têm falado diretamente da inflação com tanta intensidade como falam do mercado de trabalho, mas este ponto juntamente com a evolução dos salários parece ser determinante para suas estratégias de política monetária. A inflação tem se mantido muito baixa em diversas regiões, como na Europa e na China, e inclusive nos EUA, o que abre espaço para a continuidade das políticas atuais. O Fed também divulgará a ata da última reunião do Fomc, mas ela tampouco deverá trazer grandes novidades em relação ao que já é conhecido. Paralelamente, os mercados continuarão atentos à situação ucraniana e aos discursos um pouco mais duros dos russos. Na Europa, ocorrerão eleições parlamentares da União Europeia, o que não deve ter grandes repercussões. No Brasil, em semana de véspera de Copom, os mercados refinarão as apostas para o desfecho da reunião do dia 28. Também estará no foco uma provável nova pesquisa eleitoral a ser publicada pelo Ibope, segundo informações do mercado.

- Dentre os indicadores econômicos, no Brasil, destaque para o IPCA-15 de maio que deve apresentar desaceleração com o arrefecimento das pressões recentes. Também serão divulgados dados do mercado de trabalho, de confiança dos consumidores e do balanço de pagamentos.

- Nos EUA, a agenda de indicadores está bastante reduzida nesta semana, com destaque para o volume de vendas de casas.

- Na Europa, teremos a divulgação das prévias dos PMIs de maio, na quinta-feira. A China divulgará a prévia do seu PMI de maio também, mas só do setor industrial.

PRÓXIMO DO ESPERADO, IPCA-15 DE MAIO NÃO ALTERA PROJEÇÃO PARA O FECHAMENTO DO MÊS

O IPCA-15 de maio registrou variação de 0,58%, ligeiramente acima da nossa estimativa e da mediana esperada pelo mercado (0,56%). O resultado, no entanto, ficou abaixo do IPCA-15 de abril, cuja variação foi de 0,67%.

A principal divergência com relação à nossa projeção deveu-se aos grupos Alimentação e Bebidas e Habitação. O primeiro por conta da variação acima do esperado nos preços dos alimentos in natura e, o segundo, em decorrência da maior pressão nos custos dos alugueis residenciais e de energia elétrica. Na direção inversa, destacamos a menor pressão nos preços dos serviços (de 0,54% para 0,24%), sobretudo por conta da queda de 20,26% nos preços das passagens aéreas.

Apesar do resultado ligeiramente acima do esperado neste resultado, mantemos nossa projeção para o IPCA de maio ao redor de 0,50%. O grupo Habitação deverá permanecer pressionado, por conta dos reajustes nas tarifas de energia elétrica de seis regiões metropolitanas do país. Mas, por outro lado, os preços dos alimentos devem continuar cedendo, como já vem sendo sinalizado pelas coletas diárias, tanto no atacado quanto no varejo.

CAGED REFLETE DIFICULDADES SETORIAIS

O Ministério do Trabalho divulgou que foram criados 105,4 mil empregos com carteira assinada em abril, o pior desempenho para o mês em 15 anos. Este resultado é inferior à média de fevereiro e março de 137 mil (meses analisados em conjunto devido ao efeito calendário do feriado de carnaval), e abaixo tanto da nossa estimativa (175 mil) e quanto da mediana das expectativas do mercado (160 mil). Já o acumulado 12 meses caiu para 678 mil ante 769 mil em março, indicando que a recuperação do mercado de trabalho, observada no inicio do ano, pode ter terminado. Na série livre de influências sazonais foi registrada uma recuperação do saldo, de queda de 33 mil em março para um aumento de 6,0 mil, valor ainda bem abaixo da média de 2013, cujo saldo foi positivo em 61 mil.

Os principais destaques deste mês foram: (1) a queda de 3,4 mil vagas na indústria de transformação e (2) o crescimento de apenas 4,3 mil vagas na construção civil, valores bem abaixo dos 40,6 mil e 32,9 mil vagas criadas, respectivamente, em abril do ano passado. Esse comportamento foi reflexo do cenário pessimista em função dos estoques elevados na indústria e da maior restrição ao crédito. Por outro lado, os setores relacionados ao comércio e aos serviços continuaram sendo sustentados por ganhos salariais.

TAXA DE DESEMPREGO EM 4,9%

O IBGE registrou taxa de desemprego de 4,9% em abril, o menor resultado para o mês desde 2002. Este resultado ficou abaixo da nossa expectativa e da mediana das projeções do mercado, ambas em 5,2% e também do índice de março, de 5,0%. A queda na taxa se deu por causa do aumento marginal da população ocupada de 0,1% em relação ao mês anterior, enquanto que a força de trabalho permaneceu praticamente estável, caindo 0,1% na mesma base de comparação. Na série dessazonalizada a taxa ficou estável em 4,6% na comparação mensal.

Esperávamos queda da população ocupada, principalmente na indústria e na construção civil, em função da atividade mais fraca, o que se confirmou. No entanto o aumento das contratações nos setores relacionados a comércio e serviço mais do que compensaram essa queda, sendo esta a principal divergência em relação à nossa projeção.

O rendimento médio real caiu 0,6% na comparação mensal, enquanto que a massa de rendimento diminuiu 0,5% no mês. A queda nos rendimentos, apesar do mercado de trabalho permanecer bastante ajustado, pode ser entendida a partir da mudança na composição da população ocupada, com menor participação de setores como indústria e construção civil, empregos de maior remuneração.

Já o nível de ocupação (pessoas ocupadas em relação às pessoas em idade ativa) permaneceu estável em 53,0% na comparação com o mês anterior e desacelerando em relação ao ano anterior, cuja média foi de 54,0%. Acreditamos que as contratações devem seguir em ritmo fraco, conforme a sinalização dos dados de atividade, levando a um aumento da taxa de desemprego nas próximas divulgações.

DESTAQUES DA SEMANA (26 A 30/05/2014)

Os mercados deverão iniciar a próxima semana digerindo os resultados das eleições presidenciais da Ucrânia e parlamentares da União Europeia, que poderão ter implicações sobre a percepção de risco geopolítico dos mercados e sobre a austeridade fiscal de países europeus, respectivamente. Durante a semana, o evento de destaque para o mercado brasileiro será a reunião do Copom com conclusão prevista para quarta-feira. O consenso sobre o término do ciclo de aperto monetário cresceu bastante nas últimas semanas e, portanto, não deverá haver grandes surpresas em seu resultado. A decisão em si, contudo, será emblemática e determinará reações de apoiadores e contrariados, com possíveis repercussões sobre os preços dos ativos. Outro evento importante, com impacto político, será a divulgação do resultado do PIB do 1T14, na sexta-feira, pois se espera um resultado fraco. No que concerne a política monetária americana, teremos os discursos de alguns diretores do Fed, cujo viés de cada um já é conhecido pelos mercados, mas ainda assim provocam reações. Destacamos, porém, a divulgação do índice PCE, que é a medida preferida pelo Fed para avaliação do nível de oscilação dos preços ao consumidor, e que está há bastante tempo em patamar muito baixo. O índice referente a abril deverá trazer uma elevação da taxa de variação anual, pois deixará para trás uma deflação de abril do ano passado. Novos ganhos desse índice poderão ter repercussões sobre a estratégia do Fed.

- No Brasil, o IBGE deverá registrar um crescimento do PIB do 1T14 em torno de 0,3% sobre o trimestre anterior, que seria menos da metade do observado no final do ano passado. O governo também divulgará o resultado fiscal de abril. O Secretário do Tesouro já antecipou o cumprimento da meta do governo central no quadrimestre, de forma deveremos verificar um superávit primário de pelo menos R$ 15 bilhões no mês, mais do que o acumulado do primeiro trimestre.

- Nos EUA, além do resultado do deflator do consumo (PCE) na sexta-feira, teremos a revisão, provavelmente, negativa do PIB do 1T14, na quinta-feira, afetada pelo setor externo mais fraco e uma contribuição negativa dos estoques, apenas parcialmente compensada por um consumo mais forte.

- Na Europa, a agenda se limita aos índices de confiança dos consumidores da Zona do Euro e da Alemanha e à taxa de desemprego da Alemanha.

ATA DA 26ª REUNIÃO ORDINÁRIA DO COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

Aos vinte e seis dias do mês de junho de dois mil e quatorze (26/06/2014), na sala de reuniões do CONCHAL*PREV*, sita na Rua XV de Novembro, 587, Centro, realizou-se a 26.ª Sessão Ordinária do Comitê de Investimentos do CONCHALPREV, instituído pela Portaria n.º 160, de 16 de maio de 2012. Presentes a Presidente Dalva Suely Guerra Pulz e os membros Dr. Ademir Antonio de Azevedo – Gestor de Investimentos e Diretor de Assuntos Jurídicos e a Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz – Diretora Financeira. Também presente a Srta. Caroline da Silva Martins, nomeada secretária *"ad hoc"*. PAUTA: 1) Aprovação da Ata da 25ª Reunião Ordinária do Comitê, que será apresentada ao Conselho de Administração do Instituto. A ata, depois de lida, foi aprovada por unanimidade de membros. 2) Análise da conjuntura econômica nacional e internacional no mês de maio/14. A análise da conjuntura foi realizada com textos e indicadores produzidos pelo mercado como de costume, cujos principais excertos seguem em anexo. 3) Aplicações dos recursos provenientes de repasses do presente mês. Foi apresentado o relatório consolidado de rendimentos do mês de maio, com retorno positivo de 0,96% contra meta atuarial de 0,95%. 4) Boletim Focus. Foi apresentado o último Boletim Focus com as expectativas do mercado sobre a inflação, crescimento do PIB, evolução do dólar frente ao real entre outros dados. Nada mais havendo a tratar a Presidente então encerrou a reunião e determinou que eu, ( ), Caroline da Silva Martins, Secretária *"ad hoc"* para a presente sessão, lavrasse a presente ata e agendou a próxima reunião para o dia 28 de julho de 2014, às 10h30min, saindo os membros convocados.

Dalva Suely Guerra Pulz
Presidente

Membros:

Dr. Ademir Antonio de Azevedo
Gestor de investimentos

Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz
Diretora Financeira

Caroline da Silva Martins
Secretária *"ad hoc"*

26.ª REUNIÃO ORDINÁRIA

DATA: 26/06/2014

LISTA DE PRESENÇA

NOME	CARGO	ASSINATURA

CENÁRIO MACROECONÔMICO
SEMANA A SEMANA COM PARTICIPAÇÃO DO BANCO DO BRASIL S.A E DO BANCO VOTORANTIM S.A.
COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

TAXA SELIC ESTÁVEL, POR ORA.

Após mais de um ano de aperto monetário contínuo, cujo orçamento total foi de 375 bps, o Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu ontem à noite manter a taxa Selic estável em 11,00% a.a., patamar fixado em abril último, encerrando assim o ciclo atual. Este desfecho era amplamente esperado pelo mercado, principalmente após diversas sinalizações dadas pelos diretores e o próprio presidente da instituição neste sentido.

Já na reunião anterior, quando o comitê substituíra o comunicado "Dando prosseguimento ao processo de ajuste da taxa básica de juros (...)", utilizada por seis reuniões consecutivas até então, pelo monitoramento do cenário macroeconômico para então se definir os próximos passos, era evidente que o mesmo estava próximo do fim.

Com os juros reais em torno de 5%, teoricamente mais próximos da taxa neutra, o Copom preferiu aguardar a manifestação dos efeitos defasados das ações recentes no nível de atividade. O colapso recente da confiança dos agentes econômicos certamente influenciou a decisão, a despeito do quadro inflacionário ainda desafiador. É verdade que os índices de preços estão em trajetória de moderação, após choques em produtos alimentícios no começo do ano, porém não são nada desprezíveis os riscos de rompimento do teto da meta de inflação (6,5%) neste ano.

Todavia, o cenário agora é de continuidade da taxa básica de juros neste patamar, pelo menos até as eleições presidenciais em outubro. Depois, o mais provável é que tenhamos um ajuste adicional, talvez de cerca de 100 bps, para reforçar a credibilidade da autoridade monetária no início do próximo governo e colocar a inflação em convergência para o centro da meta, ainda que em um horizonte distante. Neste ínterim, os dados mais fracos de atividade e inflação mais baixa deverão determinar a precificação de tal ajuste.

DESACELERAÇÃO DO CRÉDITO PERSISTE EM ABRIL

O Banco Central divulgou que o saldo do crédito bancário total no sistema financeiro brasileiro em abril foi de R$ 2,77 trilhões. Isso significa um aumento 0,6% no mês e de 13,4% em relação a abril de 2013, em março esse aumento foi de 13,7%. Apesar da distorção na quantidade de dias úteis em relação ao mês anterior, a tendência de desaceleração do crédito persistiu e deve se intensificar nos próximos meses, assim, terminando o ano com crescimento ao redor de 12%, segundo nossas projeções.
As concessões totais registraram crescimento de 1,0% na comparação mensal, somando R$308,4 bilhões em abril. A inadimplência do crédito com recursos livres permaneceu estável pelo terceiro mês consecutivo, tanto das famílias (6,5%) como das empresas (3,3%). Já a taxa de juros média para pessoa física na mesma modalidade teve alta no mês para 42,0% ante 41,6% em março.
Podemos observar que os critérios para concessão de crédito continuam rigorosos, principalmente nas instituições privadas. Ressaltamos que a nossa expectativa de um aumento gradual da participação dos bancos privados, que detém maior foco no crédito para consumo, não tem se confirmado. Acreditamos que a demanda mais fraca por parte das famílias, principalmente em função do elevado comprometimento da renda, está agravando os efeitos do encarecimento do crédito.

PIB DESACELERA NO 1T14 SEM GRANDES SURPRESAS

O resultado do PIB do 1T14, divulgado pelo IBGE, apresentou alta de 0,2% ante o 4T13. Em comparação com o mesmo período do ano anterior, houve crescimento de 1,9%. Estes resultados ficaram pouco abaixo das nossas estimativas, de 0,3% e 2,1% respectivamente.

Pela ótica da demanda, a formação bruta de capital fixo apresentou comportamento fraco caindo 2,1% na comparação trimestral. A baixa confiança dos empresários, incomodados com a condução da política econômica e o aumento dos custos de financiamento da atividade, indicam que a dinâmica dos investimentos deve permanecer fraca. Já o consumo das famílias caiu 0,1%, enquanto que o da administração pública cresceu 0,7%. Esses dados estão em linha com o ritmo mais fraco do mercado de trabalho e com a expectativa de aumentos dos gastos públicos, até por se tratar de um ano eleitoral. Mas mostram que o governo está sozinho tentando impulsionar a economia, ao passo que o setor privado está retraído por causa de uma desconfiança generalizada.

O crescimento pelo lado da oferta segue focado em serviços (+0,4%) e produção agropecuária (+3,6%), impulsionados pelos ganhos reais de rendimentos e reajuste do salário mínimo no início do ano. Por outro lado, a indústria (-0,8%) não tem conseguido manter um ritmo satisfatório de expansão por causa de sua baixa competitividade frente aos competidores externos. O acúmulo de estoques e a deterioração das perspectivas futuras levaram a ajustes na produção, que devem se intensificar no 2T14.

Com a divulgação do resultado do primeiro trimestre, revisamos nossa projeção para o PIB de 2014 de 1,8% para 1,3% de crescimento real. Embora o resultado do 1º trimestre tenha sido dentro do esperado, os fortes indicativos de que a desaceleração da atividade deve se intensificar, principalmente no segundo trimestre, nos levaram a esta revisão. Assim, em 2014 a atividade doméstica deve apresentar um crescimento bastante moderado, em que o consumo ainda liderará o crescimento, mas cada vez com taxas mais baixas.

DESTAQUES DA SEMANA (02 A 06 DE JNHO/2014)

Esta semana promete ser agitada. O mercado financeiro está numa grande expectativa para o desfecho da reunião de política monetária do Banco Central Europeu (BCE), na quinta-feira. O consenso aponta novos cortes das taxas de juros, a fim de estimular a economia e diminuir as chances de que a deflação afete a região. Isto implicaria uma taxa de depósito negativa pela primeira vez num banco central de tamanha relevância global. Os mercados ainda parecem estar se posicionando para o fato, de forma que sua confirmação poderá ter importantes repercussões. Também aumentará, consequentemente, a atenção sobre a entrevista coletiva do presidente do BCE, Mario Draghi, quando ele poderá detalhar melhor suas expectativas para os efeitos de tal medida. Nos EUA é a agenda de indicadores econômicos que traz números relevantes, capazes de movimentar os mercados. Os dados oficiais do mercado de trabalho são sempre acompanhados com bastante atenção e deverão confirmar um ritmo robusto de criação de emprego, consequência da aceleração do nível de atividade. Mas, chamamos a atenção, também, para a evolução dos salários, que tem ganhado relevância por ser um importante suporte para a inflação, que ainda persiste em nível muito baixo. Com relação ao Fed, propriamente, alguns diretores têm discursos programados durante a semana. No Brasil, o texto da ata da reunião do Copom da semana passada, a ser divulgado na quinta-feira, será mais uma vez acompanhado em detalhe para identificar as expectativas do comitê com relação ao cenário macroeconômico e quais fatores poderiam determinar a próxima movimentação da taxa de juros. Com relação à geopolítica, na sexta-feira, as comemorações dos 70 anos do dia D, o início do fim da 2ª Guerra Mundial, promete colocar lado a lado os vencedores do conflito, que hoje estão novamente às turras, com sanções do ocidente sobre os russos. A participação de outros lideres globais, como o novo presidente da Ucrânia, também deverá aumentar a importância do evento.

- No Brasil, a agenda de indicadores também está densa. Teremos o IPCA de maio, com uma taxa mensal bem mais baixa do que nos meses recentes, que poderá gerar respaldo ou críticas à decisão do BC de manter o juro básico estável. Na parte de atividade, destacamos novos dados do setor industrial, como a produção medida pelo IBGE, referente a abril, e a produção de veículos, da Anfavea, referente ao mês de maio.

- Nos EUA, os dados do mercado de trabalho deverão dominar a agenda, mas outros indicadores relevantes também serão divulgados, como os ISMs da indústria e de serviços.

- A Europa e a China divulgarão os PMIs da indústria e de serviços do mês de maio. Os CPIs da Europa e da Alemanha também deverão movimentar os mercados, assim como os dados do setor industrial da Alemanha.

CRESCIMENTO (AINDA MAIS) BAIXO

Nível de Atividade

O resultado oficial do PIB do primeiro trimestre, divulgado pelo IBGE no último dia 30 de maio, confirmou o que já era amplamente esperado: desaceleração da atividade, principalmente por causa do setor produtivo. No entanto, os analistas estão revisando suas projeções de 2014 para baixo, por conta do aumento das incertezas em relação à economia global e da deterioração da confiança, tanto dos consumidores quanto dos empresários, com relação às perspectivas futuras, pois há fortes indicativos de que a desaceleração da atividade deve se intensificar. Nós reduzimos nossa projeção para o fim do ano de 1,8% para 1,3%.

Inflação

O início deste ano foi marcado por uma forte pressão nos preços domésticos, principalmente em decorrência do choque nos preços dos alimentos. Mesmo com o ciclo de aperto monetário, que elevou os juros em 375 pontos de abril de 2013 a abril deste ano, as projeções para o IPCA deste e do próximo ano também não pararam de subir. Os próximos dois meses deverão mostrar um quadro mais favorável para o IPCA, seguindo a própria sazonalidade do índice, porém, as expectativas devem permanecer em patamar elevado. A visão de que há ainda uma inflação represada, sobretudo por conta dos preços administrados, deverá conter um pouco o otimismo sobre as perspectivas futuras.

Contas Públicas

A meta fiscal do 1º quadrimestre do ano, referente ao governo central, foi cumprida. Isto, no entanto, não quer dizer que as contas públicas estão bem encaminhadas. A postergação de despesas e a antecipação de receitas tiveram importante papel no resultado até o momento. O crescimento da economia não contribuirá para ampliação das receitas tributárias, de forma que a dependência de receitas extraordinárias continua elevada. Mantemos nossa estimativa de que o superávit primário deste ano ficará abaixo da meta, em 1,5% do PIB, vislumbrando a crescente probabilidade de ter que reduzi-la ao longo do ano.

Política

O próximo dia 30 é o prazo final para a realização das convenções dos principais partidos políticos, PT, PSB e PSDB, que homologarão oficialmente candidatos à Presidência da República — e também a do PMDB, para formar coligação e ocupar a vaga de vice na chapa para a tentativa de reeleição da presidente Dilma Rousseff. Todavia, boa parte dos peemedebistas está rebelada contra o governo petista e defende a neutralidade. O voto na convenção é secreto. No PSB é dada como certa a escolha do ex-governador pernambucano Eduardo Campos para a cabeça de chapa, que terá Marina Silva como vice. No PSDB, ainda é uma incógnita quem será o companheiro de chapa do senador tucano Aécio Neves. Há também expectativa para a convenção do PT, que deverá sacramentar o nome de Dilma, sepultando o movimento pela volta do ex-presidente Lula como candidato este ano. Como se vê, junho será um mês de importantes definições para a eleição de outubro. E vai ter Copa!

Mercado Financeiro

Mantida a liquidez global ainda bastante ampla, com as ações esperadas pelo Banco Central Europeu compensando o processo gradual de remoção dos estímulos por parte do Fed, esperamos que o apetite ao risco dos investidores estrangeiros continue elevado. A expectativa para os ativos brasileiros em junho, portanto, é a de

ao menos manutenção dos ganhos recentes. No caso do Ibovespa, acreditamos que o influxo para renda variável possa valorizá-lo um pouco mais, levando-o a superar a barreira dos 55 mil pontos. Para a taxa de câmbio, ela deve continuar abaixo do patamar de 2,25 reais por dólar, assim como o CDS de 5 anos que permaneceria ao redor de 150 bps. Em relação à política monetária no Brasil, o Copom encerrou, por ora, o ciclo de aperto monetário indicado em abril de 2013, deixando a taxa Selic em 11,00% a.a., patamar este que deve prevalecer apenas no curto prazo.

CENÁRIO PARA ATIVIDADE INDUSTRIAL SEGUE DESAFIADOR

O IBGE divulgou a produção industrial de abril. O índice caiu de 0,3% em relação a março, em termos dessazonalizados, e 5,8% na comparação com abril de 2013. Já a média móvel trimestral da série com ajuste sazonal mostrou queda de 0,2%. Este resultado foi ligeiramente melhor do que a nossa expectativa de -0,6% na comparação mensal e de -6,4% na comparação anual, e também da mediana das expectativas do mercado de -0,4% e -6,1%, respectivamente.
Mesmo com o aumento na quantidade de dias úteis em comparação a março, apenas 12 das 24 atividades pesquisadas mostraram crescimento. A redução da produção em abril na comparação com o mês anterior, segundo os principais grupos, continuou centrada nos setores de bens de capital (-0,5%) e bens de consumo duráveis (-1,6%). Enquanto que bens de consumo semiduráveis e não duráveis (+0,4) foi a única categoria a apresentar resultado positivo.
Isto indica que a produção deve seguir com maior dinamismo em setores de menor valor agregado, como de produtos alimentícios, estimulado principalmente por reajustes salariais. Acreditamos que, apesar de oscilações mensais, a rápida deterioração da confiança e maior restrição ao crédito devem levar a uma desaceleração mais intensa da produção. O cenário permanece desafiador para aumentos de investimentos tanto em bens de capitais quanto em construção civil. Assim revisamos a nossa projeção para a produção industrial total para uma queda de 0,3% em 2014.

AS APOSTAS DO BC

O Banco Central (BC) usou a reconhecida fragilidade da economia e as defasagens inerentes à política monetária para justificar, na ata da última reunião do Copom, divulgada hoje, o final do ciclo de elevação da taxa Selic. Pareceu-nos um tanto intenso nesta argumentação e suas projeções de inflação foram reduzidas em relação aos últimos números conhecidos.
Por ora, portanto, a Selic deverá ficar estável em 11,0% até o final do ano, porém, a materialização não concomitante das alterações esperadas para a economia poderá exigir mudanças de política no meio tempo.
O BC admitiu um ritmo menos intenso da atividade econômica, em que o consumo está crescendo menos, e citou a perspectiva de que os investimentos reagirão com os programas de concessões de serviços públicos, que, somados à qualificação da mão de obra, elevarão a produtividade da economia. Não foi delineado um horizonte para isto. Mas, a autoridade monetária espera um melhor equilíbrio da composição da demanda e da oferta agregadas.
Também foi admitido que a inflação elevada, em 12 meses, a torna mais resiliente. Neste aspecto, a ata trouxe a informação de que realinhamentos de preços estão em andamento, contribuindo para esta pressão, mas atribuindo um caráter de transitoriedade que seria consistente com a redução da inflação à frente como apontam as projeções da instituição.
A confiança dos agentes foi citada duas vezes. Seu nível baixo atual foi tido como potencializador dos efeitos da política monetária, via atividade econômica fraca. E sua melhora foi citada como fundamental para o melhor desenvolvimento da economia.

ANFAVEA SINALIZA VIÉS NEGATIVO PARA O SEGUNDO TRIMESTRE (09 a 13 de junho de 2014)

Segundo os dados da Anfavea, a produção de veículos em maio foi de 282 mil unidades, ou seja, queda de 0,4% sobre o mês anterior, em termos dessazonalizados, a terceira seguida nessa comparação. Já as vendas foram de 293 mil unidades, com pequeno aumento de 0,4% em relação a abril. Na comparação anual foram registradas quedas de 18% e

7,2%, respectivamente. Esta comparação torna mais clara a situação do setor no ano, em que nota-se a intenção de ajustar os estoques elevados, mas o que não está sendo fácil.
Acreditamos que parte da razão para o aumento dos estoques no inicio do ano foi a antecipação da produção, com expectativas de uma menor quantidade de dias de trabalho durante a copa do mundo. No entanto, as vendas caíram mais do que o esperado e permanecem fracas apesar das promoções para estimular o comércio, sendo o elevado comprometimento de renda das famílias e deterioração da confiança os principais responsáveis. Sem novos estímulos ao setor, espera-se intensificação do processo de ajuste de produção nos próximos meses, inclusive já com notícias de férias coletivas durante a copa. A sinalização para a produção industrial de maio, medida pelo IBGE, é de que o crescimento permaneça em ritmo fraco por se tratar de um setor com extensa cadeia de produção.

DESTAQUES DA SEMANA

Sem grandes eventos programados para esta semana, os mercados deverão buscar os preços de equilíbrio em face das informações produzidas na semana passada. Com relação à política monetária global, o grande destaque foi a definição de uma taxa de juros negativa para depósitos no ECB, fato observado somente em outros BCs de menor relevância, além de outras medidas de estímulo. Na direção contrária, mais um forte relatório de emprego dos EUA corrobora que aquela economia está em aceleração ainda que alguns setores com mais dificuldades estejam limitando a intensidade da atividade. Alguns diretores do Fed têm discursos programados e deverão comentar sobre o nível tão baixo atingido pela curva de juros do país em alguns dos últimos dias de maio. Mesmo o mercado brasileiro, que estará atento à divulgação dos últimos dados de atividade referentes a abril, buscará o novo equilíbrio em face do conteúdo da ata do Copom divulgada na semana passada, que ressaltou a fragilidade da economia. Neste fim de semana, a divulgação de novos dados da corrida presidencial também deverá influenciar a correspondente reprecificação dos ativos. Sobre a política local, nesta semana, se inicia o prazo legal para as convenções partidárias, que definem oficialmente os nomes dos candidatos das próximas eleições e as coligações partidárias. Dentre os partidos mais relevantes, o PMDB fará sua convenção no 1º dia do prazo, dia 10 de junho, quando decidirá se reedita a coligação com o partido da presidente Dilma. Na Ásia, destacamos, nesta semana, a divulgação de alguns dos principais indicadores econômicos de maio da China, cuja expectativa é que apresentem certa recuperação em relação aos dados do mês anterior, e a reunião de política monetária do Banco do Japão, de onde não devem sair mudanças relevantes.

- No Brasil, será divulgada a pesquisa de comércio, do IBGE, para o qual projetamos expansões moderadas da atividade com recuperações das vendas dos supermercados e de veículos em relação ao patamar muito baixo do mês anterior. Em seguida, teremos o IBC-Br, do Banco Central, referente a abril, como uma proxy mensal do PIB, que deverá apontar pequena expansão de 0,3%. Da parte de inflação, teremos apenas dados secundários.

- Nos EUA, poucos indicadores serão divulgados. Destacamos o índice de vendas no varejo, de maio, que deve apontar uma nova aceleração das vendas no período. Também serão divulgados dados de confiança de pequenos empresários e consumidores.

- Na Europa, serão divulgados dados de produção industrial dos principais países, além de dados de confiança dos investidores e balança comercial da Zona do Euro. A China divulgará alguns dos seus principais indicadores econômicos de maio, como inflação, balança comercial, vendas no varejo, produção industrial e crédito.

IBC-BR INDICA QUE A ATIVIDADE ESTÁ ESTAGNADA

O Banco Central divulgou hoje seu indicador de nível de atividade, o IBC-Br, referente ao mês de abril. O índice registrou alta de 0,1% na comparação mensal e queda de 2,3% na comparação anual, ambos abaixo da nossa estimativa de +0,3% e -1,8%, respectivamente. Acreditamos que a frágil recuperação da atividade neste mês não indica uma mudança na tendência para as próximas divulgações e que o crescimento da atividade continua inibido pela desaceleração na demanda. Isto pôde ser observado no resultado negativo das vendas no varejo de abril, divulgado ontem, principalmente em setores relacionados a consumo bens não duráveis, como supermercados e combustíveis. Sem uma recuperação da confiança, o que levaria ao aumento de consumo e investimento, o IBC-Br deve permanecer próximo de zero nas próximas divulgações.

DESTAQUES DA SEMANA (16 A 20 DE JUNHO DE 2014)

O grande destaque desta semana será a reunião do Fomc, nos EUA, com conclusão na quarta-feira. A condução da política monetária americana não deverá sofrer alterações, por enquanto. No entanto, junto com as definições tradicionais também serão apresentadas novas projeções econômicas dos membros do comitê assim como para a taxa básica de juros. Estas projeções são o que poderá influenciar a dinâmica dos mercados, que tem se questionado sobre o nível de juros no longo prazo e sua trajetória até lá. Adicionalmente, a inclusão de dois novos membros no comitê eleva o nível de incertezas. Já com relação à entrevista coletiva da Presidente do Fed, Janet Yellen, a cautela deverá ser bastante elevada, na tentativa de evitar sinalizações aparentemente indesejadas, como a perspectiva de intervalo de 6 meses entre o final das compras de títulos públicos federais e a primeira elevação da taxa básica, que produziu certa confusão no mercado. Na Europa, ocorrerão as reuniões ordinárias do Eurogrupo e do Econfin, num momento em que há um sentimento bastante positivo na região e as taxas de juros pagas pelos títulos soberanos dos diversos países diminuíram bastante. Apesar disso, a fragilidade dos países periféricos ainda é muito elevada e a austeridade fiscal não pode diminuir ainda. No Brasil, o cenário eleitoral ganhará novos elementos que tenderão a dar novos contornos à corrida presidencial, como as convenções partidárias que determinarão as coligações entre os partidos e o resultado de novas pesquisas eleitorais, que podem produzir reações de cada concorrente. O feriado nacional de quinta-feira poderá afetar a liquidez dos mercados locais, por outro lado.

- No Brasil, a agenda de indicadores econômicos concentra índices de inflação, principalmente. Na quarta-feira, o IBGE divulgará o IPCA-15 de junho que deve seguir desacelerando, ainda que em nível mais alto do que no ano passado, implicando aumento na comparação anual. Também poderemos ter os dados do Caged e da arrecadação tributária federal, referentes a maio, porém, sem uma data de divulgação confirmada.

- Nos EUA, serão divulgados indicadores que no seu conjunto ajudarão a sinalizar o ritmo efetivo da atividade econômica, com destaque para o setor residencial. Também será divulgado o CPI de maio.

- Na Europa, a agenda de indicadores está reduzida para esta semana, com destaque para a pesquisa ZEW, o CPI, a confiança dos consumidores e o balanço de transações correntes da Zona do Euro.

AMBIENTE ECONÔMICO

INTERNACIONAL

Em maio, os indicadores divulgados sugeriram aceleração da economia americana no segundo trimestre, embora ainda insuficiente para compensar a fraqueza inicial do ano. Desta forma, a previsão de início do ciclo de alta de juros foi postergada.

Com relação à zona do euro, o PIB do primeiro trimestre surpreendeu negativamente e, conjuntamente com a fraqueza da inflação, deverá motivar o ECB a introduzir novo estímulo monetário na reunião de junho.

Por fim, os indicadores referentes ao setor imobiliário chinês sugerem uma desaceleração mais significativa do setor, exacerbando os riscos para todos os segmentos da economia.

BRASIL

No Brasil, o PIB do primeiro trimestre confirmou enfraquecimento da demanda interna, com retração do consumo e do investimento. O dado sugere um crescimento muito baixo nos próximos trimestres e resultou em novas reduções pelo mercado quanto às expectativas para o ano.

Ao mesmo tempo, a sazonalidade favorável de alimentos, em conjunto com alterações metodológicas no cálculo da inflação, implicará redução da inflação corrente nos próximos meses. Neste cenário, o Banco Central resolveu interromper o ciclo de aperto monetário conforme sua sinalização recente. No tocante ao cenário eleitoral, a maior exposição do governo na mídia no mês resultou, momentaneamente, na permanência da probabilidade de reeleição da presidente.

CAGED CONFIRMA IMPACTOS DA CONFIANÇA NO MERCADO DE TRABALHO

O Ministério do Trabalho divulgou que foram criados 59 mil empregos com carteira assinada em maio, o pior desempenho para o mês na série histórica iniciada em 1992. Este resultado é inferior ao resultado de abril de 105 mil e abaixo tanto da nossa estimativa (87 mil) e quanto da mediana das expectativas do mercado (88 mil). Já o acumulado em 12 meses caiu para 665 mil ante 678 mil em abril, se situando próximo do resultado observado em maio de 2013 (664 mil). Isto indica que a recomposição do mercado de trabalho, no final do ano, pode ter sido precipitada. Na série livre de influências sazonais foi registrada uma melhora do saldo, de um aumento de 3 mil vagas em abril para um aumento de 10 mil em maio, valores bem abaixo da média de 2013 (61 mil).
O saldo de contratações desacelera sazonalmente em maio, no entanto, era esperada uma desaceleração mais branda na criação de vagas após o fraco resultado dessazonalizado de abril. Esta foi a divergência em relação à nossa projeção. Acreditamos que a deterioração da confiança, principalmente na indústria, continua inibindo aumentos na produção, de forma que a desaceleração do mercado de trabalho deverá se manter ao longo do ano. Por outro lado, os setores relacionados ao comércio e aos serviços continuaram sendo sustentados por ganhos salariais, ainda que também desacelerando nos últimos meses.

INADIMPLÊNCIA VOLTA A SUBIR, APÓS TRÊS MESES DE ESTABILIDADE

O Banco Central divulgou o saldo do crédito bancário total no sistema financeiro brasileiro de maio. Na comparação mensal o crescimento foi de 1,0% do saldo, atingindo R$ 2,80 trilhões, com uma pequena ajuda do dia das mães, como se observa na expansão do cartão de crédito. No entanto, o crescimento anual do volume total vem desacelerando, como indica a expansão de 12,7% sobre maio do ano passado, que se compara com aumento de 14,8%

em janeiro, na mesma comparação. Acreditamos que esta tendência de desaceleração do crédito deve persistir nos próximos meses, terminando o ano com crescimento ao redor de 12%, segundo nossas projeções, mas ainda com grande influência dos bancos públicos.

As concessões totais registraram crescimento de 2,0% na comparação mensal, somando R$ 315,0 bilhões em maio. No mesmo mês do ano passado a alta registrada foi de 5,4%. A inadimplência do crédito com recursos livres subiu tanto nas famílias (6,7%), como nas empresas (3,5%), após permanecerem estáveis por três meses consecutivos em 6,5% e 3,3% respectivamente. A piora da situação financeira das famílias, constatada pela sondagem do consumidor da FGV, principalmente em função do elevado comprometimento da renda deve contribui para critérios mais restritivos de concessão de crédito, principalmente nas instituições privadas. Salientamos que com a desaceleração do mercado de trabalho este quadro pode se agravar ao longo do ano, caracterizando assim um viés baixista para o crédito em 2014.

RELATÓRIO DE INFLAÇÃO INDICA SELIC ESTÁVEL NOS PRÓXIMOS MESES

O Banco Central divulgou seu Relatório de Inflação de junho com um tom neutro. Em nossa interpretação, dado o balanço de forças afetando o cenário prospectivo da inflação e do crescimento da economia, o mais provável parece ser que a taxa Selic permanecerá estável pelos próximos meses, pelo menos, até que se torne mais claro qual dessas forças prevalecerá.

As projeções do Banco Central indicam uma pressão de curto prazo na inflação, mas que passa a assumir uma tendência de redução já a partir do final deste ano. Por outro lado, o crescimento da economia em 2014 foi revisado para baixo, para 1,6%, mas há uma crença do BC de que a recuperação da economia global e a concretização de investimentos em infraestrutura recolocarão a economia em trajetória de expansão já partir do 1T15, quando o resultado acumulado de quatro trimestres subiria para 1,8%. Esta recuperação global, porém, está ligada à economia americana, o que pode implicar reversão da política monetária deste país com prováveis impactos relevantes sobre a liquidez mundial e do nível de juros.

Como já mencionado na última ata do Copom, o Banco Central identifica um realinhamento em curso dos preços administrados em relação aos preços livres e dos preços domésticos em relação aos externos, de forma que a, ainda incerta, resultante deste processo precisa ser acompanhada. Pelas projeções de inflação do BC, há uma expectativa implícita de que haverá um arrefecimento da inflação, inclusive, porque o hiato do produto em sua visão se tornou desinflacionário.

Nosso cenário, contudo, embute preocupações mais elevadas com a resistência inflacionária e com o desalinhamento dos preços administrados, de forma que concluímos ser mais provável que, após uma pausa breve, a taxa Selic deverá ser elevada novamente a partir do próximo ano.

ATA DA 27ª REUNIÃO ORDINÁRIA DO COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

Aos vinte e oito dias do mês de julho de dois mil e quatorze (28/07/2014), na sala de reuniões do CONCHAL*PREV*, sita na Rua XV de Novembro, 587, Centro, realizou-se a 27.ª Sessão Ordinária do Comitê de Investimentos do CONCHALPREV, instituído pela Portaria n.º 160, de 16 de maio de 2012. Presentes a Presidente Dalva Suely Guerra Pulz e os membros Dr. Ademir Antonio de Azevedo – Gestor de Investimentos e Diretor de Assuntos Jurídicos e a Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz – Diretora Financeira. Também presente a Srta. Caroline da Silva Martins, nomeada secretária *"ad hoc"*. PAUTA: 1) Aprovação da Ata da 26.ª Reunião Ordinária do Comitê, que será apresentada ao Conselho de Administração do Instituto. A ata, depois de lida, foi aprovada por unanimidade de membros. 2) Análise da conjuntura econômica nacional e internacional no mês de julho do presente ano. A análise da conjuntura foi realizada com textos e indicadores produzidos pelo mercado como de costume, cujos principais excertos seguem em anexo. 3) Aplicações dos recursos provenientes de repasses do presente mês. Foi apresentado o relatório consolidado de rendimentos do mês de junho, com retorno positivo de 0,78% contra meta atuarial de 0,89%. Neste mês a meta não foi atingida tendo em vista que o Comin fez uma alteração na proporção de aplicações, tendo feito um resgate na aplicação do Banco Bradesco em aplicações IRFM e foi aplicado em fundos BB e CEF IMA B, cujo retorno será percebido no fechamento deste mês de julho. 4) Boletim Focus. Foi apresentado o último Boletim Focus com as expectativas do mercado sobre a inflação, crescimento do PIB, evolução do dólar frente ao real entre outros dados. Nada mais havendo a tratar a Presidente então encerrou a reunião e determinou que eu, ( ), Caroline da Silva Martins, Secretária *"ad hoc"* para a presente sessão, lavrasse a presente ata e agendou a próxima reunião para o dia 28 de agosto de 2014, às 10h30min, saindo os membros convocados.

Dalva Suely Guerra Pulz
Presidente

Membros:

Dr. Ademir Antonio de Azevedo
Gestor de investimentos

Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz
Diretora Financeira

Caroline da Silva Martins
Secretária *"ad hoc"*

26.ª REUNIÃO ORDINÁRIA

DATA: 28/07/2014

LISTA DE PRESENÇA

NOME	CARGO	ASSINATURA

CENÁRIO MACROECONÔMICO
SEMANA A SEMANA COM PARTICIPAÇÃO DO BANCO DO BRASIL S.A E DO BANCO VOTORANTIM S.A.
COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

DESTAQUES DA SEMANA (30 DE JUNHO A 04 DE JULHO DE 2014)

A quinta-feira desta semana contará com os principais eventos dessa semana, mas dada a situação atual da economia global não devem produzir grandes desvio de tendência dos mercados. Na reunião ordinária do Banco Central Europeu (BCE), o mais provável é que as taxas de juros definidas na reunião anterior sejam mantidas, inclusive a taxa de depósitos negativa (-0,10%), uma vez que a cautela do BCE deve leva-lo a preferir observar por mais tempo o comportamento do mercado. Um evento anterior a este, porém, tem potencial para alterar esta expectativa. Trata-se da divulgação da prévia da inflação da Zona do Euro. O índice em bases anuais deverá subir de 0,5% para 0,6% e o núcleo deve ficar estável em 0,7%. Caso, porém, haja uma surpresa negativa na inflação, poderemos ver aumentar a chance de uma nova calibragem da política monetária pelo BCE. A entrevista coletiva do presidente do BCE, Mario Draghi, portanto, deverá ser acompanhada com atenção para a construção das expectativas dos próximos passos. O outro evento é a divulgação dos dados oficiais do mercado de trabalho dos EUA, antecipado por causa do feriado nacional de sexta-feira. Diversos outros indicadores apontam para robustez do emprego americano, de forma que é improvável uma surpresa capaz de alterar expectativas sobre a política monetária do país. No dia anterior, quarta-feira, a presidente do Fed, Janet Yellen, tem um discurso programado no FMI, em Washington, mas também nos parece ser pouco provável trazer grandes novidades. Ao longo da semana, alguns diretores do Fed também têm discursos programados, mas com impacto provavelmente pequeno. O Brasil terá no dia 30 de junho o último dia para a definição completa de chapas eleitorais e alianças de partidos, de forma que o cenário eleitoral passará a ter contornos mais nítidos, ainda que a sequência da Copa do Mundo de futebol durante a 1ª quinzena de julho mantenha o assunto em banho-maria.

- No Brasil, serão divulgados importantes indicadores da atividade industrial, que em geral devem continuar negativos e apontando as dificuldades do setor.
- Nos EUA, o destaque da agenda de indicadores econômicos é a pesquisa oficial de emprego, referente a junho, que deve continuar apresentando números fortes. Também serão divulgados os ISM, da indústria e de serviços, que devem registrar pequenas oscilações em relação ao resultado do mês anterior, porém, em patamar elevado.
- Na Europa, serão divulgados os PMI finais de junho, dos setores industrial e de serviços, para os principais países, mas o grande destaque da semana deverá ser a prévia da inflação da Zona do Euro, na segunda-feira. A China também divulgará os PMI da indústria e de serviços.

CONFIANÇA É O NOME DO JOGO

Nível de Atividade

O crescimento econômico do segundo trimestre deve ter ficado muito próximo da estabilidade, segundo nossas projeções, pois acreditamos que o cenário para a atividade real não deve ser tão pessimista quanto vêm sinalizando as pesquisas de confiança, as quais podem apresentar oscilações maiores do que os dados concretos de atividade. O consumo, apesar de mais fraco, deverá continuar liderando o crescimento, principalmente com os gastos da administração pública. Já os investimentos permanecerão limitados com menos incentivos governamentais, e sem grandes perspectivas de crescimento da demanda.

Inflação

O início do segundo semestre é geralmente marcado por um período de sazonalidade positiva no campo inflacionário, principalmente por conta da redução nos preços dos alimentos, que costuma acontecer nesta época do ano. De fato, a inflação entre os meses de julho e agosto será mais baixa do que a observada entre os meses de janeiro e maio, mas ainda assim deverá ficar acima dos valores observados no mesmo período do ano passado. Existe uma persistência inflacionária por parte dos preços dos serviços, que não dará alívio para o IPCA neste ano. Além disso, muitos preços administrados, que foram represados no ano passado, irão pesar contra um comportamento mais benigno no curto prazo. Assim, mantemos nossa estimativa de 6,50% para o IPCA deste ano, patamar que deverá permanecer ainda por um longo período de tempo.

Contas Públicas

Novos eventos recentes estão confirmando o cenário traçado para as contas do governo, neste ano, de que a meta fiscal somente será cumprida com elevadas receitas extraordinárias. O recolhimento tributário tem decepcionado por causa do fraco crescimento econômico. Este, por sua vez, levou o governo a estender a desoneração da folha e o corte de impostos sobre bens de consumo, impedindo uma recuperação da arrecadação, apesar que de forma limitada, pois o espaço para isso diminuiu bastante. A despeito disso não há contrapartida nas despesas, que continuam crescendo em ritmo acelerado, e não se ouvem manifestações oficiais para contê-las, nem mesmo gradualmente.

Política

Junho termina com a escolha oficial dos candidatos nas convenções, a definição das coligações e a formação dos palanques estaduais. No entanto, o eleitor ainda está completamente desconectado do processo eleitoral, de olho apenas na Copa do Mundo. Nesse meio tempo, pesquisa do CNI/Ibope revelou que a popularidade da presidente Dilma Rousseff parou de cair e os candidatos de oposição tiveram leve recuo. Todavia, o jogo mal começou.

Mercado Financeiro

Para o semestre que se inicia, o principal tema nos mercados continuará sendo o processo não sincronizado de realinhamento das políticas monetárias nos países avançados. Mesmo com mudanças marginais nelas, que podem eventualmente levar os investidores a ajustarem os portfólios, o ambiente internacional deverá seguir com liquidez suficiente para ao menos sustentar os ganhos aferidos neste ano. Para os ativos brasileiros, esperamos valorização adicional do Ibovespa até o final do ano. Já o risco-país dever-se-á consolidar abaixo de 150 bps, assim como a taxa de câmbio abaixo de 2,25 reais. Em relação à política monetária no Brasil, acreditamos que ela continue em 11,00% a.a. ainda ao longo do 2S14.

PRODUÇÃO INDUSTRIAL AMARGA TERCEIRA QUEDA MENSAL CONSECUTIVA

O IBGE divulgou a produção industrial de maio. O índice caiu 0,6% em relação a abril, em termos dessazonalizados, e 3,2% na comparação com maio de 2013. Este resultado era amplamente esperado, ficando em linha tanto com a nossa expectativa de -0,5% na comparação mensal e de -3,4% na comparação anual, como com a mediana das expectativas do mercado de -0,6% e -3,4%, respectivamente. Já a média móvel trimestral da série com ajuste sazonal mostrou queda de 0,5%, em face da terceira queda consecutiva do índice. Caso a produção fique estável em junho, livre de influências sazonais, o segundo trimestre se encerraria com queda de 1,2%.

Em maio, 15 das 24 atividades pesquisadas apresentaram queda em comparação a abril. Bens de consumo semiduráveis e não duráveis foi a única, dentre as categoria de uso, a apresentar resultado positivo na comparação mensal, de +1,0%. Já a redução na produção continuou em maior intensidade nos setores de bens de capital (-2,6%) e bens de consumo duráveis (-3,6%).

Acreditamos que a rápida desaceleração da demanda tem surpreendido recorrentemente a indústria nos últimos meses, levando ao acúmulo de estoques. Assim, os ajustes na produção têm sido constantes e os investimentos cada vez menores. O aumento da preocupação das famílias em relação a emprego e salários, constatado pelas pesquisas de confiança, é um alerta de que uma reversão desta tendência no curto prazo é improvável. Sinalização também

importante de que a queda na produção antes focada em setores com maior dependência de crédito, como bens de capital, bens duráveis e construção civil, pode afetar outros setores. Assim acrescentamos um viés baixista na nossa projeção para a produção industrial total, que é de queda de 0,3% em 2014.

DESTAQUES DA SEMANA (07 A 11 DE JULHO DE 2014)

Neste começo de terceiro trimestre inicia-se também o período de férias no hemisfério norte, de forma que os mercados podem ficar um pouco menos propensos a novos posicionamentos. Também se inicia a temporada de divulgação dos balanços de empresas americanas referente ao segundo trimestre, que foi um período de recuperação da economia na sequência do fraco início do ano. De destaque na semana teremos alguns indicadores econômicos chineses, referentes a junho. Com relação à política monetária, teremos a reunião ordinária do Banco da Inglaterra, que é tido como provável primeiro banco central dentre os países desenvolvidos a apertar a política monetária. Isto se deve aos sinais de recuperação da sua economia e à inflação mais próxima do objetivo. Ainda assim, recentemente, o presidente do banco emitiu sinais contraditórios levantando alguma confusão. O mais provável, porém, é que o processo não comece na reunião desta semana e as condições atuais sejam mantidas. Nos EUA, diversos diretores do Fed têm discursos programados, mas não deveriam produzir alterações significativas de tendência na curva de juros, pois grosso modo o posicionamento de cada um deles já é conhecido. Com relação ao Brasil, esta semana é a última da Copa do Mundo de futebol, de forma que na sequência a atividade política deverá ganhar intensidade, no mesmo momento em que provavelmente teremos o IPCA rodando em 12 meses acima do nível de 6,50%, com a divulgação do índice de junho. Esta também será a semana que antecede uma nova reunião do Copom de forma que o mercado terminará de se posicionar para o evento. Acreditamos que, pelos menos, por enquanto não deverão crescer as apostas em reversão imediata do ciclo monetário anterior, especialmente pelo fraco resultado fiscal que tem sido apresentado.

- No Brasil, a agenda concentra dados de inflação, com destaque para o IPCA, na terça-feira, cujo valor que projetamos, de +0,42% em junho, deverá levar o índice a romper o teto da meta anual de inflação, de 6,50%. A Anfavea deverá apresentar novos dados do setor automobilístico, referentes a junho, que deverão confirmar um fraco desempenho, como indicado pela reação do Ministério da Fazenda ao estender o corte de impostos sobre veículos.

- Nos EUA, pouco dados serão divulgados, com destaque para os dados de auxílio desemprego. Isto deverá dar espaço para as atenções se concentrarem na ata do Fomc e no balanço das empresas referentes ao 2T14.

Na Europa, a agenda também é limitada. A Alemanha divulgará dados de produção industrial, balança comercial e inflação. França e Inglaterra também divulgam dados de produção industrial e a Zona do Euro o índice de confiança dos investidores. A China divulgará seus índice de inflação referentes a junho.

FORTE QUEDA NA PRODUÇÃO É DESTAQUE DA ANFAVEA

Segundo os dados da Anfavea, a produção de veículos em junho foi de 216 mil unidades, ou seja, queda de 12,3% sobre o mês anterior, em termos dessazonalizados, a quarta queda consecutiva nesta base de comparação. Já as vendas foram de 264 mil unidades, com redução de 6,9% na mesma base de comparação. Já em relação a junho de 2013 foram registradas fortes quedas de 32,7% e 17,3%, respectivamente. Isso configura mais uma sinalização negativa para a produção industrial de junho, medida pelo IBGE, por se tratar de um setor com extensa cadeia de produção.
Conforme esperado o processo de ajuste da produção se intensificou em junho, com notícias de férias coletivas durante a realização copa do mundo. Isto levou a um ajuste no volume de estoque em resposta à desaceleração na demanda. Em função do ainda elevado comprometimento de renda das famílias e da maior restrição de acesso ao crédito, não é esperada uma retomada das vendas no curto prazo. O que corrobora com a piora nas perspectivas futuras de aumento nas vendas, conforme sinalizado pela sondagem da indústria da FGV. Não vemos uma reversão desse cenário para a indústria automotiva no curto prazo, sem maior auxilio do setor público. Um exemplo de estimulo foi o acordo automotivo de um ano com a Argentina, que começou a vigorar a partir do dia 1 de julho. Este

acordo deve garantir maior flexibilidade e previsibilidade nas exportações, contribuindo para amenizar a situação do setor. Outro exemplo foi a postergação do IPI em nível reduzido.

IPCA DE JUNHO FICA EM LINHA, MAS PERSPECTIVA AINDA É RUIM

O IPCA de junho registrou variação de 0,40%, pouco abaixo da nossa estimativa, mas em linha com a mediana esperada pelo mercado (0,42% e 0,40%, respectivamente).

O resultado ficou abaixo da variação observada no mês anterior (0,46%) principalmente em decorrência da desaceleração nos preços administrados, de 0,59% para 0,25%, por conta da diluição do impacto do aumento nos preços das tarifas de energia elétrica de Salvador, Fortaleza e Recife. Já os preços livres voltaram a subir, de 0,42% para 0,49%, mesmo com a deflação observada nos preços dos alimentos (-0,11%). **Outros itens contribuíram para esse comportamento**, com destaque para o aumento de 21,95% nos preços das passagens aéreas e de 25,33% nos preços dos hotéis. Juntos, esses dois itens contribuíram com 0,20 ponto percentual do total do índice e **estão relacionados com o evento da Copa do Mundo, de forma que poderemos ver uma importante reversão em breve**.

Para o IPCA de julho nossa estimativa é de uma variação ao redor de 0,25%. A desaceleração esperada para os preços dos alimentos e dos serviços deverão ser os principais responsáveis por esse comportamento.

DESTAQUES DA SEMANA (14 A 18 DE JULHO DE 2014)

A política monetária no foco. O banco central brasileiro tem reunião marcada para definir, na quarta-feira, a taxa básica de juros da economia. A dificuldade do cenário macroeconômico local deverá levar o Copom a decidir pela estabilidade da Selic em 11,0%, sem que se possa esperar algo muito relevante para o comunicado da decisão, de forma que a ata da reunião a ser divulgada na próxima semana é que ganhará relevância. Dentre os países desenvolvidos, Mario Draghi e Janet Yellen discursam, nesta semana, frente aos Congressos europeu e americano, respectivamente, porém, deverão abordar temas diametralmente opostos. Na segunda-feira, Draghi fará a abertura da sessão trimestral do comitê econômico e monetário da União Europeia, quando poderá aprofundar detalhes sobre as políticas lançadas recentemente para combater o nível muito baixo da inflação na Zona do Euro. As recentes novidades sobre o sistema financeiro português também poderão ser abordadas. Yellen, por sua vez, fará, na terça-feira, sua apresentação semestral frente ao comitê de bancos do Senado (repetirá o evento na Câmara, no dia seguinte), quando poderá delinear melhor as políticas de saída que foram apresentadas pelo Fomc em suas duas últimas reuniões, que pretendem responder à melhora da economia e à aproximação da inflação do objetivo do Fed. Os indicadores econômicos chineses, que serão divulgados na quarta-feira, também serão bem analisados, especialmente o resultado do PIB do 2T14, por suas implicações na percepção sobre o crescimento global. Voltando ao Brasil, com o final da Copa do Mundo, a política deverá ganhar as principais manchetes e a expectativa com novas pesquisas de intenção de voto concentrarão atenções.

- No Brasil, dentre os indicadores econômicos, destacam-se o nível de vendas no varejo e a proxy mensal do PIB, de maio. O primeiro, medido pelo IBGE, deve apresentar retração sobre o mês anterior em suas duas medições, ao passo que o segundo, medido pelo BC, deve registrar uma ligeira elevação. Grosso modo, contudo, o cenário de crescimento continua muito frágil. De inflação, teremos somente índices secundários.

- Nos EUA, a agenda inclui diversos indicadores com destaque para as vendas no varejo, de junho, e novos dados do setor residencial e industrial. Todos devem continuar refletindo a aceleração da economia no segundo trimestre.

- Na Europa, destacamos o índice de inflação definitivo da Zona do Euro, que deve confirmar um patamar bastante baixo. Também teremos as pesquisas ZEW, com analistas, para a Zona do Euro e a Alemanha. Além do PIB do 2T14, a China divulgará alguns dos seus indicadores de atividade referente ao mês de junho.

CONSUMO DE BENS FOI UM POUCO MELHOR QUE O ESPERADO EM MAIO

O índice restrito de vendas no varejo, medido pelo o IBGE, aumentou 0,5% em maio sobre o mês anterior em termos dessazonalizados. Quando se incluem a comercialização de veículos e de materiais de construção (índice ampliado), porém, foi registrada retração de 0,3%. Ambas as medições ficaram um pouco acima das nossas expectativas, que eram de -0,1% e -0,9%, respectivamente.

As variações são pequenas, como se nota, mas demonstram que o período imediatamente anterior à Copa do Mundo ainda foi caracterizado por algum otimismo da população em geral, ainda que ele esteja em perceptível desaceleração. Isto também fica demonstrado pela pesquisa de confiança dos consumidores, da FGV, cujo índice vem diminuindo há vários meses, mas ainda permanece acima do nível de equilíbrio. Todas as categorias do índice restrito registraram variações positivas, mas veículos, principalmente, e materiais de construção (que compõem o índice ampliado) tiveram retração no mês.

Para o restante do ano, a desaceleração do consumo de bens no varejo, segundo o índice restrito, deve seguir moderada, tendendo a fechar o ano próximo de 4,0% de expansão, ante 4,9% dos últimos 12 meses até maio. Já o índice ampliado deverá ter uma variação mais baixa, pois a comercialização de veículos, por ser um bem de maior valor, tem dado sinais de maiores dificuldades.

TAXA SELIC (NOVAMENTE) ESTÁVEL

O Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu unanimemente na noite de ontem pela manutenção da taxa Selic em 11,00%, conforme esperado por todos. Este patamar fora fixado em abril último, quando o colegiado encerrou o ciclo de aperto monetário de 375 bps iniciado um ano antes.

As atenções, portanto, concentravam-se no comunicado que se seguiu àquele desfecho. Sendo a primeira reunião após o Relatório de Inflação do 2T14, o qual revelou projeções de inflação próximas do topo da meta para este ano e acima do objetivo central até o horizonte previsível 24 meses à frente, esperava-se algo consistente com a estabilidade das condições monetárias. Por outro lado, como aquele documento também trouxera a projeção de crescimento econômico aquém do potencial, ou de apenas 1,6% para 2014, enquanto as informações mais recentes apontam para uma variação ainda mais baixa, o Copom poderia sinalizar algum ajuste de rumo da política monetária condicionada à evolução do cenário.

Ao preservar o mesmo comunicado da reunião anterior e manter a expressão “neste momento”, os diretores optaram por esperar por mais informações para melhor avaliar os efeitos defasados do aperto monetário no nível de atividade e os impactos no quadro inflacionário prospectivo.

Assim, acreditamos que o cenário mais provável seja o de manutenção da taxa básica de juros no atual nível pelo menos até as eleições presidenciais em outubro. Com a indefinição dos parâmetros (efetivos) de importantes instrumentos de política econômica para os próximos anos, tanto da política fiscal quanto parafiscal, a autoridade monetária deve continuar a adotar uma postura cautelosa no curto prazo.

CAGED – NOVOS SETORES FECHAM EMPREGOS

A criação de emprego, segundo o relatório Caged do Ministério do Trabalho, diminuiu bastante em junho. O relatório apontou 25,4 mil novos empregos no mês, valor que se torna negativo, quando é ajustado pela sazonalidade, além de ser muito menor que a média de junho dos 9 anos anteriores. Estimávamos um valor de 78 mil.

Muito provavelmente o evento da Copa do Mundo ajudou a prejudicar o desempenho econômico, que já era fraco. Setores como a indústria e a construção civil que já apresentavam resultados mensais ruins não esboçaram nenhuma melhora. Além disso, outros como o comércio passaram a apresentar fechamento de emprego de forma mais significativa.

Até é possível que, nos próximos meses, o comportamento deste indicador volte ao terreno positivo pela série dessazonalizada, mas dificilmente com valores expressivos. Portanto, acreditamos que já estão se acumulando dados que apontam para uma iminente tendência de enfraquecimento do mercado de trabalho.

DESTAQUES DA SEMANA (21 a 25 de julho/14)

O foco dos mercados, nesta semana, deverá ficar mais pulverizado que na anterior. Os grandes eventos da semana passada, como o depoimento de Janet Yellen, presidente do Fed, no Congresso e os depoimentos de Draghi, do Banco Central Europeu, e de Carney, do Banco da Inglaterra, deixarão a agenda mais fraca nesta semana, além de que não há grandes indicadores macroeconômicos para serem divulgados que possam direcionar os preços dos ativos. Os mercados internacionais, portanto, digerirão as novas informações produzidas na semana passada e se voltarão para as questões geopolíticas, por causa das novas sanções dos EUA sobre a Rússia, da queda de um avião civil em meio ao conflito separatista na Ucrânia e das negociações sobre o programa nuclear iraniano, mas, provavelmente, com impactos bastante limitados. Já no Brasil, o cenário eleitoral deverá se intensificar a cada semana e a repercussão de pesquisas de intenção de voto poderá ser relevante. Para os mercados locais, a divulgação da ata da reunião do Copom será bastante importante, por causa da mensagem emitida após a reunião, que abriu espaço para uma alteração dos juros. Assim, a divulgação de indicadores sobre o nível de atividade também terá a capacidade de definir expectativas para a próxima decisão de política monetária.

- No Brasil, destacamos a divulgação do IPCA-15 de julho, na terça-feira, que desacelerará para 0,25%, por causa da suavização das pressões sobre alimentos. Também teremos indicadores relevantes sobre o nível de atividade, como as pesquisas de confiança dos consumidores e de empresários industriais, que atingiram patamares bastante baixos nas últimas edições.
- Nos EUA, destacamos o CPI de junho, que atingiu a meta estabelecida pelo Fed, de 2,0%, e deve permanecer próximo desse nível por ora. Também serão divulgados novos dados sobre a venda de casas, o que tem sido acompanhado pelo Fed, bastante de perto.
- Na Europa, serão divulgadas as prévias dos PMIs da indústria e de serviços, referente a julho, para os principais países da região. Alemanha e Zona do Euro divulgam índices de confiança dos consumidores e a Alemanha ainda divulga sua pesquisa IFO com investidores e empresários. A China também divulgará a prévia do seu PMI industrial.

INFLAÇÃO SEGUE COMPORTAMENTO SAZONAL EM JULHO

O IPCA-15 de julho registrou variação de 0,17%, abaixo da nossa estimativa e da mediana esperada pelos analistas (0,25% e 0,20%, respectivamente).

A principal divergência com relação à nossa projeção deveu-se ao item passagens aéreas, que apresentou uma deflação de 26,77% e contribuiu com -0,13 ponto percentual do total do índice. Além disso, destacamos também a queda de 2,36% do item Água e esgoto, influenciado pelo "Programa de Incentivo à Redução de Consumo de Água" na cidade de São Paulo, que bonificou os usuários que reduziram o consumo mensal de água na região. Na direção inversa, vale mencionar o aumento de 28,63% nos preços dos hotéis que, ao contrário das tarifas aéreas, contribuiu com +0,13 ponto percentual do índice total.

Para o IPCA de julho, revisamos nossa projeção para 0,10%. Além da queda nos preços das passagens, o grupo Alimentação e bebidas deve continuar cedendo, contribuindo para a maior descompressão no final do mês.

SELIC DEVE PERMANECER EM 11,0% POR BOM PERÍODO

O Banco Central do Brasil acabou de divulgar a ata da reunião do Copom da semana passada. O texto dela não nos pareceu congruente com a manutenção, no texto do comunicado da decisão de manter a Selic em 11,0%, da expressão

"neste momento". Esta expressão parecia remeter a uma transitoriedade muito curta para a estabilidade da Selic em 11,0%. A expressão também consta da ata, mas outros trechos dela sugerem uma abordagem diferente.
Especialmente, o parágrafo 31 mencionou que as pressões inflacionárias atuais tendem a arrefecer ao longo do horizonte de projeção, mas, também, fez uma importante ressalva para o curto prazo, até mesmo em tom mais explícito do que o habitual da autoridade monetária. Citou que o cenário prospectivo aponta inflação resistente nos próximos trimestres, mas que ela entraria em convergência para sua meta, se as condições monetárias forem mantidas.
Para não deixar dúvidas, o texto ainda trouxe um reforço de explicação do raciocínio dizendo textualmente que a estratégia "não contempla redução do instrumento de política monetária". Pareceu-nos, portanto, que a intenção foi de dirimir as especulações da última semana sobre um possível corte da Selic na reunião de setembro.
Em adição, a mencionada expectativa de convergência da inflação para a meta nos trimestres finais do horizonte de projeção, mediante o arrefecimento das pressões inflacionárias atuais, em nossa interpretação, foi uma sinalização de que a taxa Selic, tampouco, deverá subir no próximo ano.
O parágrafo 31 foi uma bem-vinda tentativa de reforçar credibilidade na condução da política monetária. Ajustes em outras variáveis macroeconômicas poderão completar o esforço para trazer a inflação para baixo.
Assim, nossa expectativa, diante do exposto, é de que a Selic permanecerá em 11,0% até o final do próximo ano. É raro e difícil que a Selic fique tanto tempo no mesmo valor. No entanto, por ora é o cenário que se vislumbra. Afinal, os realinhamentos de preços em andamento deverão manter o IPCA em nível elevado também no próximo ano. A fragilidade da economia poderia ajudar a reduzir o ritmo de aumento dos preços, em contrapartida, mas isso não é muito trivial por causa do comportamento dos salários. Ademais, o comportamento da taxa de câmbio, que tem sido bem administrada, é mais um fator de risco para os preços dada a evolução do contexto global.

DESTAQUES DA SEMANA (28/07 A 01/08/2014)

Eventos importantes estão programados para esta semana, mas possivelmente, por causa do momento macroeconômico, não deverão produzir alterações consistentes de rota nos ativos financeiros. A reunião do Fomc desta semana não apresentará novas projeções dos membros do comitê e não haverá uma entrevista coletiva da presidente do Fed, Janet Yellen. O resultado da reunião não deve trazer qualquer surpresa e apenas o comunicado da decisão tomada tem espaço para alguma novidade. Ainda assim, não acreditamos nisso, pois o principal assunto que chamaria a atenção é algum detalhamento a mais sobre a estratégia de saída da política monetária extremamente frouxa, o que seria mais apropriado para a ata da reunião, que será divulgada em três semanas. A agenda de indicadores econômicos dos EUA conta com diversos indicadores importantes, mas uma oscilação suficiente para alterar expectativas não deverá acontecer por enquanto, de forma que eles têm mais chance de constituir um passo a mais nesta direção. Isto deixará espaço para que os resultados corporativos continuem concentrando parte das atenções do mercado. No Brasil, o cenário está sendo cada vez mais comandado pelas pesquisas eleitorais, com efeitos sobre os preços dos ativos. Não estão previstas novas divulgações de pesquisas de intenção de voto, neste fim de semana, porém, ao longo da próxima semana é bastante provável que haja alguma divulgação nova. As revistas semanais, por seu conteúdo investigativo, poderão trazer novidades de bastidores, de forma que voltam a ganhar renovada importância. Paralelamente, alguns indicadores econômicos poderão influenciar o cenário, como os fracos resultados fiscais ou o nível de atividade industrial, ambos de junho, que criarão um ambiente para a produção de críticas à política econômica.

· No Brasil, deverão ser anunciados déficits primários do governo central e do setor público consolidado referente ao mês de junho, reforçando a noção de que a meta fiscal do ano não deverá ser atingida. Na sexta-feira, o IBGE divulgará o resultado da produção industrial de junho que deve ser de uma contração significativa ante maio, em parte por causa dos efeitos da Copa do Mundo, mas em grande medida por causa da baixa confiança que se instalou no país.

· Nos EUA, além da reunião do Fomc, destaca-se o resultado oficial do mercado de trabalho, de onde se deverá observar mais uma criação de emprego expressiva. No entanto, são os salários que deverão ser melhor examinados por causa do foco que o Fed colocou neste item, dadas suas consequências sobre a inflação. Também será divulgado o resultado preliminar do PIB do 2T14, que deve apresentar uma recuperação

expressiva da economia, além do deflator do consumo, que a medida de inflação que norteia as análises do Fed.

· Na Europa, destacamos a divulgação da prévia do índice de inflação ao consumidor da Zona do Euro, referente a julho, pois ele tem oscilado em patamar muito baixo gerando preocupações com a queda de preços e reações da política monetária. Também serão divulgados os PMIs industriais de julho dos principais países da região, além da confiança do consumidor e da taxa de desemprego da Zona do Euro. A Alemanha divulga alguns dados econômicos, como a inflação e as vendas no varejo. A China também divulgará seus PMIs industriais, de julho. Zona do Euro divulgam índices de confiança dos consumidores e a Alemanha ainda divulga sua pesquisa IFO com investidores e empresários. A China também divulgará a prévia do seu PMI industrial.

CRÉDITO SEGUE EM EXPANSÃO MODERADA, MAS HETEROGÊNEA

Podemos destacar dois aspectos principais do mercado de crédito, referente a junho, por meio do relatório mensal, divulgado a pouco pelo Banco Central. O volume total no sistema financeiro continua desacelerando moderadamente, como já tem sido observado nos últimos três anos, e a inadimplência, especialmente de pessoas físicas, voltou em junho ao nível de abril, indicando que a elevação de maio foi pontual.
O estoque total de crédito aumentou 0,9% em relação ao mês anterior e 11,8% em relação a junho do ano passado. Nesta última comparação, foi a menor taxa observada na série do BC, que contribuiu para o crescimento médio em 12 meses diminuir para 14,4% e continuar na direção de fechar o ano com expansão próxima de 12%, ante 15,8% do ano passado. Também não há novidade em que o processo vem sendo liderado pelos bancos privados. O estoque cedido por ele aumentou 0,3% sobre o mês anterior, ao passo que o estoque dos bancos públicos aumentou 1,5%.

Com relação à inadimplência, o resultado total do sistema financeiro atingiu 3,0%, abaixo dos 3,1% do mês anterior, mas na mesma taxa de dezembro do ano passado. Dentre os diversos grupos, é a inadimplência de crédito com recursos livres para pessoas físicas que tem a maior taxa e esta voltou para 6,5%, ante 6,7% de maio último e de dezembro do ano passado.

Os bancos privados têm se mantido mais cautelosos por causa das perspectivas econômicas, de forma que este quadro geral não deverá ter grandes alterações tão logo. Assim, a evolução do total do crédito continuará respaldando a desaceleração do consumo total das famílias e do PIB como um todo.

O setor que ainda conta com algum dinamismo de crédito é o imobiliário (+2,1% no mês), apesar de que outros indicadores de atividade já apontam uma desaceleração mais expressiva deste setor. Já o crédito do BNDES, mais correlacionado com investimentos, apresenta um ritmo mais lento. No último mês seu estoque cresceu 0,6% no mês, por sua relação com grandes projetos, cujos dispêndios se estendem por muitos meses. Nos últimos 12 meses o estoque do BNDES aumentou 16,0%.

ATA DA 28ª REUNIÃO ORDINÁRIA DO COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

Aos vinte e oito dias do mês de agosto de dois mil e quatorze (28/08/2014), na sala de reuniões do CONCHAL*PREV*, sita na Rua XV de Novembro, 587, Centro, realizou-se a 28.ª Sessão Ordinária do Comitê de Investimentos do CONCHALPREV, instituído pela Portaria n.º 160, de 16 de maio de 2012. Presentes a Presidente Dalva Suely Guerra Pulz e os membros Dr. Ademir Antonio de Azevedo – Gestor de Investimentos e Diretor de Assuntos Jurídicos e a Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz – Diretora Financeira. Também presente a Srta. Caroline da Silva Martins, nomeada secretária *"ad hoc"*. PAUTA: 1) Aprovação da Ata da 27.ª Reunião Ordinária do Comitê, que será apresentada ao Conselho de Administração do Instituto. A ata, depois de lida, foi aprovada por unanimidade de membros. 2) Análise da conjuntura econômica nacional e internacional no mês de agosto do presente ano. A análise da conjuntura foi realizada com textos e indicadores produzidos pelo mercado como de costume, cujos principais excertos seguem em anexo. 3) Aplicações dos recursos provenientes de repasses do presente mês. Foi apresentado o relatório consolidado de rendimentos do mês de julho, com retorno positivo de 0,83% contra meta atuarial de 0,50%. Além do cumprimento da meta mensal, o resultado do mês ajudou a diminuir a diferença entre a meta anual e o consolidado do ano, respectivamente 7,34% e 5,56%. Nossas projeções indicam que nos próximos meses as mudanças da carteira surtirão efeitos mais positivos, melhorando a performance de rendimentos. Se considerarmos a meta semestral a diferença torna-se irrisória, sendo 6,24% de meta e 6,10% de retorno consolidado. No comparativo trimestral e mensal acima já detalhado verificamos que o consolidado superou a meta. 4) Boletim Focus. Foi apresentado o último Boletim Focus com as expectativas do mercado sobre a inflação, crescimento do PIB, evolução do dólar frente ao real entre outros dados. Nada mais havendo a tratar a Presidente então encerrou a reunião e determinou que eu, ( ), Caroline da Silva Martins, Secretária *"ad hoc"* para a presente sessão, lavrasse a presente ata e agendou a próxima reunião para o dia 29 de setembro de 2014, às 10h30min, saindo os membros convocados.

Dalva Suely Guerra Pulz
Presidente
Membros:

Dr. Ademir Antonio de Azevedo
Gestor de investimentos

Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz
Diretora Financeira

Caroline da Silva Martins
Secretária *"ad hoc"*

28.ª REUNIÃO ORDINÁRIA

DATA: 28/08/2014

LISTA DE PRESENÇA

NOME	CARGO	ASSINATURA

CENÁRIO MACROECONÔMICO
SEMANA A SEMANA COM PARTICIPAÇÃO DO BANCO DO BRASIL S.A E DO BANCO VOTORANTIM S.A.
COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

PRODUÇÃO INDUSTRIAL DIMINUIU PELO 4º MÊS SEGUIDO

A produção industrial diminuiu 1,4% em junho em relação a maio. Na comparação com junho do ano passado a queda foi de 6,9% e a 1ª metade do ano terminou com redução média de 2,6% em relação ao mesmo período do ano passado. O resultado do mês ficou ligeiramente melhor do que nossas estimativas de -1,8% no mês e de -7,7% na comparação anual.

A retração, tanto na comparação mensal quanto na comparação anual, foi disseminada e envolveu todos os quatro grandes grupos divididos pelo IBGE. Os veículos automotores se destacaram, numa virtual parada das montadoras, influenciando a queda de 9,7% no mês da produção de bens de capital (como caminhões) e de 24,9% de bens duráveis de consumo (veículos leves).

O período da Copa do Mundo de futebol, com alguns feriados a mais que o normal, pode ter tido uma influência importante no resultado do mês. Porém, verificando-se que esta foi 4ª retração mensal consecutiva da produção industrial total, nota-se que o ambiente de baixa confiança, com apontado pelas Sondagens da FGV, de estabilidade do emprego, menor disponibilidade de crédito para consumo pelos bancos privados e menor propensão ao consumo de bens de valor unitário elevado pela população, tem formado um cenário mais difícil para o setor.

O resultado do setor industrial (-2,0% no 2T14 ante 1T14) deverá levar o PIB total do 2T14 a uma pequena retração. No entanto, olhando para frente, esta forte queda da indústria nos últimos meses deverá implicar em alguma recuperação da produção industrial nos próximos meses e consequentemente do PIB total do 3T14.

DESTAQUES DA SEMANA (04 A 08/08/2014)

Depois da agenda intensa dos EUA na semana passada, o foco dos mercados deverá migrar, principalmente, para a Europa, nesta semana. O evento de destaque será a reunião de política monetária do Banco Central Europeu (BCE). Não se esperam novas alterações das taxas de juros, porém, a prévia da inflação da Zona do Euro, para julho, voltou a diminuir e atingiu 0,4%, em termos anuais. Assim, a entrevista coletiva do presidente da instituição, Mario Draghi, será acompanhada com atenção para avaliar sua percepção sobre o assunto, pois o núcleo da inflação permaneceu em 0,8%, o que poderia indicar algum elemento pontual no índice total. Seus comentários poderão indicar se há alguma intenção iminente de alterar as condições monetárias para a região, inclusive tendo em vista as condições de liquidez do sistema financeiro. No mesmo dia, o Banco da Inglaterra também fará sua reunião de política monetária e tampouco deverá alterar as condições monetárias atuais. Lá, porém, a expectativa seria por um aperto, ao contrário da Zona do Euro, dada a evolução positiva recente do país e nível de inflação mais elevado. Os bancos centrais da Austrália e do Japão também têm reuniões deliberativas de política monetária e, igualmente, deverão manter suas taxas de juros atuais, mas podendo influenciar os mercados com comentários prospectivos. Assim, os mercados deverão receber um reforço nas expectativas de que a ampla liquidez mundial deverá permanecer por mais tempo, assim como também indicou o Fed na semana passada, e os preços dos ativos poderão se beneficiar de tal cenário. Como contraponto a um otimismo mais forte, continuarão no pano de fundo os riscos geopolíticos e as negociações em torno da dívida argentina, que ainda não foram concluídas.

- Na agenda de indicadores brasileiros destaca-se a divulgação do IPCA de julho, na sexta-feira, para o qual projetamos inflação de 0,08%, que deverá ser o menor índice do ano. Na parte de atividade, destacamos os dados da Anfavea, para julho, de produção de veículos, que apesar de estar em patamar bastante reduzido, deverá registrar uma elevação na margem, em termos dessazonalizados.

- Nos EUA, a agenda conta com poucos indicadores, donde se destaca a medição semanal de pedidos de auxílio desemprego e o ISM do setor de serviços, de julho.

- Na Europa, a agenda está mais ampla esta semana, com dados de produção industrial, de balança comercial e com os PMIs de serviços para os diversos países. Da Zona do Euro, também serão divulgados o PPI e o índice de confiança de investidores da Sentix.

- A China poderá divulgar, no final da semana, alguns indicadores de julho, como a inflação e a balança comercial.

NO ENTORNO DA ESTABILIDADE

Nível de Atividade

O IBGE poderá registrar uma recessão técnica para o Brasil, com a divulgação dos dados do PIB do 2T14 no final deste mês. As projeções do mercado estão no limiar entre estar ou não em recessão técnica, no entanto, a indústria brasileira vem apresentando dificuldades há mais tempo que isso e surgem os primeiros indícios de que outros setores começam a apresentar resultados ruins. Investimentos mais pesados em infraestrutura e reformas em diversos aspectos da legislação são mais relevantes para que se deixem estes resultados fracos para trás, consistentemente. Por enquanto, contudo, alguns indicadores econômicos atingiram patamares semelhantes ao período mais profundo da última crise global e, portanto, reduzimos nossa estimativa para o crescimento de 2014 para 0,8%.

Inflação

O início deste ano foi marcado por uma forte pressão nos preços domésticos, principalmente em decorrência do choque nos preços dos alimentos. E mesmo com o ciclo de aperto monetário, que elevou os juros em 375 pontos de abril de 2013 até abril último, as projeções para a inflação deste e do próximo ano não pararam de subir. O IPCA acumulado no primeiro semestre deste ano foi de 3,75%, superior aos 3,15% do ano passado. Ainda que o cenário seja mais favorável no curto prazo, a visão de que há ainda uma inflação represada, sobretudo por conta dos preços administrados, deverá conter um pouco o otimismo sobre as perspectivas futuras.
Contas Públicas A cada mês parece mais distante o cumprimento da meta fiscal deste ano. A desaceleração econômica está frustrando a geração de receitas tributárias e esse quadro não se reverterá até o final do ano. As receitas extraordinárias programadas pelo governo também não devem ser suficientes para o cumprimento da meta oficial. Sendo assim, revisamos nossa estimativa de superávit primário do setor público consolidado para 1,3% do PIB apenas.

Política

Passada a Copa, as atenções devem se voltar para as eleições de outubro. As últimas pesquisas divulgadas pelo Ibope e Datafolha, que foram a campo na semana seguinte ao encerramento do Mundial de futebol, mostram certa estabilidade. No entanto, há relevante disparidade na comparação dos números dos dois institutos na simulação de um eventual segundo turno.

Mercado Financeiro

Não antevemos reversão abrupta da ampla liquidez no ambiente externo nesta segunda metade do ano, ainda que ajustes pontuais nos portfólios globais possam ocorrer diante de surpresas macroeconômicas positivas, principalmente vindas dos EUA. Para os ativos brasileiros, em agosto, esperamos manutenção dos ganhos recentes, embora haja espaço para um novo movimento de valorização do Ibovespa até o final do ano que o levasse para acima dos 60 mil pontos. O risco-país deve prosseguir próximo de 150 bps, assim como a taxa de câmbio deverá retornar abaixo de 2,25 reais. Em relação à política monetária, continuamos com o cenário de manutenção da taxa Selic em 11,00% a.a. ao longo de 2014, mas revisamos nosso cenário para estabilidade também em 2015.

DESTAQUES DA SEMANA (11 A 15 DE AGOSTO DE 2014)

Os riscos geopolíticos deverão ser o principal foco dos mercados nesta semana. Não temos discursos de grandes atores da cena econômica programados para o período e a agenda de indicadores (vide abaixo) não apresenta grandes destaques. Assim, a disputa do ocidente com a Rússia em torno da Ucrânia deve continuar gerando preocupações. A aplicação de sanções econômicas de ambos os lados está se acirrando e os investidores se mostram arredios em determinados momentos à tomada de risco. Indiretamente, o crescimento econômico poderá ser prejudicado, especialmente o europeu, mas as consequências ainda não são muito bem dimensionáveis. Por outro lado, deveremos ter alguns países que se beneficiarão como poderá ser o caso do Brasil, pelo menos no curtíssimo prazo, a partir da maior abertura da Rússia a nossas commodities alimentares. Mas, o problema geopolítico é mais amplo, porque outras regiões têm apresentado turbulência, como a invasão de Israel na Faixa de Gaza e o início de uma insurgência no Iraque em que os EUA estavam preparando alguma ação militar no final da semana passada. Em ambientes com este tipo de preocupação, o capital tende a procurar ativos de menor risco e tem-se uma realocação de portfólios com implicações sobre os preços dos ativos em geral.

- No Brasil, teremos a divulgação da pesquisa mensal de comércio (PMC), de junho, que trará dois resultados distintos. O índice restrito deve seguir em expansão (+0,4%) refletindo um ritmo de consumo moderado da população. Porém, a inclusão de veículos, no índice ampliado, deverá produzir um resultado fortemente negativo (-1,4%), pois o período da Copa do Mundo ajudou a desviar a atenção da população. Em seguida a estes dados, o BC deverá divulgar sua proxy mensal do PIB, com o índice IBC-Br de junho, para o qual projetamos uma retração de 1,0% em relação ao mês anterior, seguindo o comportamento de outros indicadores já disponíveis.

- Nos EUA, a agenda de indicadores é bem fraca, com destaque para as vendas no varejo, de julho, que devem apresentar uma moderação do consumo de bens no período.

- Na Europa, destacam-se as divulgações dos resultados do PIB do 2T14 dos principais países e da Zona do Euro, para os quais já há diversos comentários apontando decepção com os resultados. Também teremos as pesquisas ZEW, para a Alemanha e a Zona do Euro, com a avaliação econômica de analistas.

- A China divulgará novos indicadores econômicos do mês de julho, como produção industrial, vendas no varejo, investimentos, empréstimos bancários e agregados monetários.

INFLAÇÃO DESACELERA, MAS AINDA PERMANECE PRÓXIMA DO TETO DA META

O IPCA-15 de agosto registrou variação de 0,14%, em linha com a nossa estimativa e da mediana esperada pelos analistas (0,13% e 0,15%, respectivamente) e desacelerando em relação ao mês anterior (0,17%)

Conforme o esperado, **a redução de preços de produtos que tiveram uma alta expressiva durante a Copa do Mundo foram os destaques da desaceleração do índice no mês.** Outro fator importante foi deflação mais intensa dos preços dos alimentos, puxada pela queda nos preços dos in natura. Na direção inversa, vale mencionar a alta de 10,2% nas tarifas de passagens aéreas e o reajuste de energia elétrica, de 4,25%.

Para o IPCA de agosto, revisamos nossa projeção de 0,26% para 0,20%. Além da forte queda nos preços de Hotel, o grupo Alimentação e bebidas deve continuar em patamar negativo, compensando parcialmente o aumento nas tarifas de energia elétrica e contribuindo para uma menor aceleração do índice fechado de agosto.

DESTAQUES DA SEMANA (25 A 29/08/2014)

A economia americana tem (sempre) um peso muito relevante no comportamento dos mercados e, neste momento, os analistas estão procurando elementos fortes que definam o melhor momento para uma ação do Fed. Na semana passada tivemos a divulgação da ata da última reunião do Fomc e o simpósio de Jackson Hole. Apesar de uma parte dos membros do Fed aparentarem querer antecipar esta ação, a liderança da instituição, com Yellen, Dudley e Fischer, aparenta querer consolidar a recuperação da economia. Uma parte do foco, para esta definição, portanto, está na evolução da economia, mas, nesta semana, a agenda de indicadores é um tanto limitada, vide abaixo, o que abrirá um espaço que poderá ser ocupado por notícias locais de cada mercado. Na Europa, ocorrerá um encontro dos líderes da região, mas na pauta não há itens que devam influenciar as expectativas do mercado financeiro global, limitando-se a questões de relevância regional, ainda que não totalmente desprezíveis por causa do crescimento econômico da região e global. No Brasil, o evento de destaque deverá ser a divulgação do resultado do PIB do 2T14, quando os analistas conhecerão detalhes do comportamento da economia nacional. Isto acabará produzindo novas revisões das projeções de crescimento para este ano de acordo com as surpresas que surgirem. Veja nosso comentário específico sobre este item.

- No Brasil, dentre os indicadores econômicos, teremos o resultado do PIB do 2T14 para o qual projetamos uma retração de 0,2% em relação ao trimestre anterior. A FGV também divulgará suas pesquisas de confiança com consumidores e empresários industriais. Seus resultados poderão sinalizar o comportamento futuro destes agentes econômicos e, depois de retrações expressivas, é provável que tenhamos resultados melhores que os anteriores agora. O governo também divulgará os resultados fiscais, referentes a julho, cujo primário deve ficar negativo.

- Nos EUA, com uma agenda de indicadores reduzida, o destaque deve ser a revisão do PIB do 2T14 e o deflator do consumo (PCE). O primeiro item deverá praticamente referendar os dados divulgados inicialmente. Já o PCE, depois de se recuperar de níveis muito baixos, deverá se estabilizar em 1,6%, mantendo certo conforto para o Fed executar políticas de estímulo à economia.

- Na Europa, o destaque será a divulgação da prévia do CPI de agosto da Zona do Euro, cujo resultado poderá influenciar as expectativas de novas ações do Banco Central Europeu. O núcleo do índice deve ficar estável em 0,8%, porém, o índice total cederá mais um pouco, para 0,3%, de acordo com as projeções do mercado. Também serão divulgados dados de confiança de consumidores e taxas de desemprego.

CRIAÇÃO DE VAGAS COM CARTEIRA ASSINADA SEGUE SE REDUZINDO

O Ministério do Trabalho divulgou o relatório Caged, com os dados de emprego formal, referentes ao mês de julho. O relatório assinalou criação líquida de 12 mil vagas no mês, resultado que ficou acima tanto da nossa estimativa (2 mil) e quanto da mediana das expectativas do mercado (6 mil). No entanto, o saldo ficou abaixo do já fraco desempenho de junho (25 mil) e bem inferior à média para o mês dos últimos três anos, de 155 mil novas vagas. Já na série livre de influências sazonais o saldo ficou praticamente estável.

A desaceleração temporária da atividade, em função da Copa do Mundo, contribuiu novamente para intensificar a redução das contratações, principalmente em setores ligados à indústria e à construção civil. Nos próximos meses é possível que se observe um retorno do emprego nestes setores, com a retomada da produção, o que ainda não significa melhora consistente do mercado de trabalho.

ATA DA 29ª REUNIÃO ORDINÁRIA DO COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

Aos vinte e nove dias do mês de setembro de dois mil e quatorze (29/09/2014), na sala de reuniões do CONCHAL*PREV*, sita na Rua XV de Novembro, 587, Centro, realizou-se a 29.ª Sessão Ordinária do Comitê de Investimentos do CONCHALPREV, instituído pela Portaria n.º 160, de 16 de maio de 2012. Presentes a Presidente Dalva Suely Guerra Pulz e os membros Dr. Ademir Antonio de Azevedo – Gestor de Investimentos e Diretor de Assuntos Jurídicos e a Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz – Diretora Financeira. Também presente a Srta. Caroline da Silva Martins, nomeada secretária *"ad hoc"*. PAUTA: 1) Aprovação da Ata da 28.ª Reunião Ordinária do Comitê, que será apresentada ao Conselho de Administração do Instituto. A ata, depois de lida, foi aprovada por unanimidade de membros. 2) Análise da conjuntura econômica nacional e internacional no mês de setembro do presente ano. A análise da conjuntura foi realizada com textos e indicadores produzidos pelo mercado como de costume, cujos principais excertos seguem em anexo. 3) Aplicações dos recursos provenientes de repasses do presente mês. Este mês fizemos o resgate da aplicação IRFM1 do Banco do Brasil, os recursos foram aplicados na mesma instituição no fundo IRFM. Foi apresentado o relatório consolidado de rendimentos do mês de agosto, com retorno positivo de 2,12% contra meta atuarial de 0,74%. Neste mês a meta foi superada com bastante folga devido as adequações de investimento realizadas nos meses anteriores. 4) Boletim Focus. Foi apresentado o último Boletim Focus com as expectativas do mercado sobre a inflação, crescimento do PIB, evolução do dólar frente ao real entre outros dados. Nada mais havendo a tratar a Presidente então encerrou a reunião e determinou que eu, ( ), Caroline da Silva Martins, Secretária *"ad hoc"* para a presente sessão, lavrasse a presente ata e agendou a próxima reunião para o dia 31 de outubro de 2014, às 10h30min, saindo os membros convocados.

Dalva Suely Guerra Pulz

Presidente

Membros:

Dr. Ademir Antonio de Azevedo
Gestor de investimentos

Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz
Diretora Financeira

Caroline da Silva Martins
Secretária *"ad hoc"*

29.ª REUNIÃO ORDINÁRIA

DATA: 29/09/2014

LISTA DE PRESENÇA

NOME	CARGO	ASSINATURA

CENÁRIO MACROECONÔMICO
SEMANA A SEMANA COM PARTICIPAÇÃO DO BANCO DO BRASIL S.A E DO BANCO VOTORANTIM S.A.
COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

COMPORTAMENTO DO PIB NO 1S14 PREJUDICA DESEMPENHO DO ANO

O PIB, calculado pelo IBGE, registrou uma contração de 0,6% da economia no 2T14 em relação ao 1T14 e de 0,9% em relação ao 2T13. Os resultados ficaram piores do que nós esperávamos (-0,2% e -0,3%, respectivamente) e por causa da revisão do resultado do primeiro trimestre, para -0,2%, confirmaram uma recessão técnica do país.

Os dados do IBGE, porém, confirmaram o que apontamos em relatório anterior de que este não é o pior problema. Segundo as estatísticas divulgadas a indústria registrou a 4ª retração consecutiva, agora com -1,5% em relação ao trimestre anterior. Este desempenho foi impulsionado pelos setores de transformação e de construção civil e, em parte, suavizado pela indústria extrativa, que cresceu em todo esse período, e no último trimestre avançou 3,2%. Intimamente ligado ao comportamento da indústria, pelo lado da oferta, está uma expressiva retração dos investimentos, pelo lado da demanda, que caíram 5,3% do 1º para o 2º trimestre, também registrando a quarta queda seguida.

Este comportamento da indústria já era esperado, mas o que teve maior peso na divergência da nossa projeção com o resultado final foi o setor de serviços (-0,5%). Especialmente o comércio de veículos, por causa da intensidade da sua retração, uma vez que outros dados disponíveis já apontavam a direção observada. A consequência foi que o item de comércio, envolvendo as vendas no varejo, teve um resultado bem mais fraco que o esperado.

O desempenho da economia no 1S14 (queda média de 0,4% em relação ao final do ano passado), porém, influenciará decisivamente o comportamento do PIB no ano de 2014. Acreditamos que grande parte da retração do PIB industrial e dos investimentos está atrelada à queda significativa do nível de confiança dos agentes, com demonstrado pelas pesquisas da FGV. Estas, contudo, esboçam uma acomodação e até possível reversão em breve, de que forma que o desempenho da economia também deverá melhorar um pouco até o final do ano. Considerando, portanto, números positivos para o PIB do 3º e do 4º trimestres, nossas projeções apontam para um crescimento de 0,3% do PIB em 2014.

DESTAQUES DA SEMANA (01 A 05/09/2014)

Importantes bancos centrais se reúnem, nesta semana, para deliberarem sobre a política monetária e importantes dados econômicos serão divulgados nos EUA e na Europa. Os mercados globais estarão atentos à reunião do conselho do Banco Central Europeu (BCE), na quinta-feira. Os analistas não vinham esperando uma nova ação sobre as taxas de juros definidas pela autoridade, porém, a prévia do CPI, como divulgado na semana passada, que se manteve em patamar muito baixo trouxe um pouco de volatilidade nestas expectativas, o que poderá ser reforçado com a divulgação dos resultados dos PMI da indústria e de serviços, que devem corroborar a expectativa de fragilidade econômica da região, demandando uma reação com estímulos. O Banco da Inglaterra, com reunião de política monetária no mesmo dia, não deverá alterar as condições atualmente definidas. O mercado flertou com a ideia de uma elevação iminente dos juros ingleses, porém, uma moderação da inflação e alguns dados econômicos não tão robustos quanto se estimava retiraram parte do ímpeto dessa expectativa. Já o BC australiano não deverá alterar sua taxa básica de juros, nesta terça-feira. No Brasil, as expectativas também são de manutenção da taxa básica Selic. Desde a última reunião do Copom, não surgiram novas sinalizações dos membros do comitê que alterassem esta expectativa, com inflação anual elevada e perspectiva, da equipe econômica do governo, de que a economia já está em recuperação depois da recessão do 1º semestre. Nos EUA, as atenções dos mercados se concentrarão nos indicadores econômicos. Os dados desta semana, vide abaixo, têm potencial de mexer com as expectativas, dada a discussão dentro do Fed sobre o nível de ociosidade do mercado de trabalho do país, com consequências sobre a estratégia de política monetária, e o ritmo real da recuperação da economia.

- No Brasil, será divulgado o IPCA de agosto, cuja variação deve se elevar em relação aos resultados anteriores. Teremos, também, dados do setor industrial, como o nível de produção, de julho, medido pelo IBGE, que deve apresentar nova retração em relação ao mês anterior, afetada pela Copa do Mundo. Com relação a agosto, a Anfavea divulgará os dados dos setor automobilístico.

- Nos EUA, serão divulgados os dados oficiais do mercado de trabalho, que devem continuar apontando robusta criação de emprego, ainda que a reação dos salários não esteja indo na mesma toada, pois a ociosidade, apesar de tudo, ainda é elevada. Também serão divulgados os ISMs industrial e de serviços com perspectivas otimistas.
- Na Europa, os destaques ficarão com os PMIs da indústria e de serviços que registrarão a fragilidade da economia da região. Também serão divulgadas revisões do PIB do 2T14. A China também divulgará seus índices PMI.

COPOM – TAXA SELIC ESTÁVEL EM 11,00% DURANTE AS ELEIÇÕES

Conforme amplamente antecipado pelo mercado, o Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu manter a taxa Selic em 11,00% a.a., em votação unânime, pela quarta reunião consecutiva.

O destaque, portanto, ficou por conta da supressão da locução adverbial temporal "neste momento" no comunicado, que com exceção dessa alteração, manteve-se idêntico comparativamente às duas reuniões anteriores – "Avaliando a evolução do cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 11,00% a.a., sem viés".

De fato, tal expressão sugeria, a nosso ver, certa efemeridade da intenção da autoridade monetária frente à trajetória futura da taxa básica de juros. Ao retirá-la, dissipam-se quaisquer dúvidas com relação à estratégia delineada na ata do encontro anterior, em julho, quando explicitamente foi descartada a possibilidade de redução do instrumento de política monetária, no curto prazo.

Assim, mesmo que a ata dessa reunião, a ser divulgada em uma semana, apresente um balanço mais favorável para as perspectivas inflacionárias devido ao desempenho econômico aquém do esperado pelo Copom – a expectativa anterior para o crescimento do PIB para 2014 estava em 1,6%, a qual deve ser revisada para baixo após a retração da atividade econômica no 1S14 –, ainda acreditamos que o Copom mantenha com a taxa Selic estável até o final deste ano. Diante das incertezas que cercam o cenário para o próximo ano, trabalhamos, por ora, também com o nível atual dela ao longo de 2015.

RETOMADA DO CRESCIMENTO SERÁ MODERADA

Nível de Atividade

O IBGE confirmou uma retração da economia no 2T14, de 0,6%. Esse resultado arrastou o resultado do 1T14 para um valor negativo e caracterizou-se tecnicamente uma recessão. O movimento era amplamente esperado, porém sua intensidade foi maior. Ainda assim, esse não é o maior problema brasileiro se olharmos a produção industrial nacional. Esta já vem apresentando resultados bastante fracos há muito tempo. Agora, porém, setores que antes vinham apresentando comportamento mais positivo passaram a ser impactados, também. Nessa toada, tivemos que reduzir mais uma vez nossa expectativa de crescimento do PIB de 2014, agora, para 0,3% em relação ao ano passado, ante estimativa anterior de +0,8%.

Inflação

A inflação ao consumidor deve voltar a acelerar a partir de agosto. O grupo Alimentação e Bebidas deverá puxar a alta dos preços livres no segundo semestre, com o fim do período sazonalmente mais favorável. Por outro lado, os preços administrados devem permanecer em patamar mais comportado entre outubro e dezembro. Assim, reiteramos a nossa expectativa de IPCA acumulado de 6,30% no fim do ano.

Contas públicas

Os números fiscais de julho não trouxeram grandes novidades, exceto por intensificarem o fraco resultado que já conhecíamos. O saldo total do superávit primário acumulado neste ano é pequeno e continua distante da meta do final do ano. No entanto, o endividamento público ainda é administrável. Faremos uma atualização sobre os valores do período.

Política

Agosto, mais uma vez, mostrou-se o mês do desgosto para a política brasileira. A trágica morte de Eduardo Campos em um acidente aeronáutico provocou verdadeira reviravolta na corrida presidencial, com a entrada de Marina Silva na disputa, como candidata a presidente na chapa do PSB. Pesquisas do Ibope e do Datafolha mostram que se a eleição em segundo turno fosse hoje, ela venceria com folga. No entanto, é preciso ter cuidado, pois, como novamente se viu, o imponderável por aqui é quase regra. Ainda falta um mês para as urnas no primeiro turno e mais 20 dias até o segundo turno. Será uma campanha dura. O jogo apenas recomeçou.

Mercados

A resultante das políticas monetárias não sincronizadas dos dois principais bancos centrais (Fed & BCE) tem sido a manutenção da liquidez global e a procura por ativos de risco, mesmo diante de alguns riscos geopolíticos. Esperamos que os ativos brasileiros continuem se beneficiando desse ambiente externo mais favorável. Assim, o Ibovespa deve prosseguir com a tendência altista nos próximos meses. Rompida a barreira dos 60 mil pontos, o índice deve continuar até o próximo objetivo aos 63 mil pontos, ou aos maiores patamares em quase dois anos. Para o risco-país, a expectativa é de consolidação abaixo dos 150 bps, enquanto a taxa de câmbio deve oscilar ao redor 2,25 reais frente ao dólar norte-americano. Em relação à política monetária no Brasil, o Copom deve prosseguir com a estratégia de manutenção das condições monetárias atuais – entenda-se taxa Selic em 11,00% a.a. – ainda durante um período considerável de tempo.

INFLAÇÃO CONTINUA NO TETO DA META

O IPCA de agosto registrou variação de 0,25%, em linha com a nossa estimativa e da mediana esperada pelos analistas (ambas em 0,25%) e acelerando em relação ao mês anterior (0,01%). **Este resultado levou o acumulado 12 meses para 6,51%**, ou seja, ligeiramente acima do topo meta de 6,50%.

A inflação seguiu o seu comportamento típico para essa época do ano, quando **se destacam o reajuste da tarifa de energia elétrica, o aumento dos custos com educação e a alta dos preços de carnes e alimentação fora de domicilio**. Outro fator importante foi a alta de 10,2% nas tarifas de passagens aéreas, já conhecido no IPCA-15.

Para o IPCA de setembro, projetamos variação ao redor de 0,40%. A maior pressão nos preços dos alimentos, sobretudo dos cereais e das carnes, além da elevação dos preços dos vestuários, que costumam subir nesta época do ano devido à troca de coleção nas lojas devem ser os destaques no mês. Além disso, é esperado um aumento no preço de gás de botijão, o que deve compensar parte da desaceleração no grupo Habitação, devido à diluição dos reajustes de energia elétrica.

DESTAQUES DA SEMANA (08 A 12/09/2014)

Nesta semana, os mercados deverão seguir se ajustando às novidades trazidas, na semana passada, pelos bancos centrais da Zona do Euro e da Inglaterra. A nova indicação de que a liquidez global ainda deverá seguir bastante ampla deverá compensar, sob o ponto de vista dos Emergentes, o provável aperto monetário que o Fed deverá implementar a partir de meados do ano que vem. A disponibilidade de capital tenderá a favorecer os preços dos ativos de risco. Não estão previstos novos eventos diretamente relacionados com a política monetária global para esta semana, exceto pela divulgação pelo BC brasileiro da ata da última reunião do Copom, que, no entanto, não deverá trazer grandes alterações em relação à ata da reunião de julho. Apenas alguns diretores do Fed têm palestras programadas, mas seus efeitos devem ser limitados. O foco de atenção deve migrar, em parte, para a política fiscal,

pois os ministros de finanças da Zona do Euro e da União Europeia se reunirão no final de semana sob cenário de desaceleração econômica na Europa, com a inflação em nível muito baixo. Se, por um lado, quer-se avançar na consolidação fiscal da região, por outro, a região tem demandado novos estímulos. Por fim, os líderes da União Europeia, da Rússia e da Ucrânia se reunirão, na sexta-feira, para discutir suas relações comerciais, com foco no suprimento de gás, o que não deixa de envolver aspectos geopolíticos.

- No Brasil, teremos a divulgação dos últimos indicadores econômicos de julho. Depois dos fracos resultados dos três meses anteriores, esperamos expansões na margem. Na quinta-feira, as vendas no varejo devem apontar aumento relevante, no conceito ampliado, em relação ao mês anterior, impulsionadas pelos veículos. Isto implicará uma expansão de 1,7% no IBC-Br, do Banco Central, referente a julho, que será divulgado no dia seguinte.

- Nos EUA, serão divulgados os dados oficiais do mercado de trabalho, o destaque fica para o índice de vendas no varejo, de agosto, que será divulgado na sexta-feira, e deve apresentar moderada aceleração frente ao fraco resultado de julho.

- Na Europa serão divulgados, ao longo da semana, os dados de produção industrial, de julho, dos diversos países da região e da Zona do Euro, na sexta-feira. A China divulgará seus índices de inflação, na quarta-feira, e, em seguida, os dados do setor externo, que ainda não têm data pré-definida.

ATA DO COPOM, QUASE UM NÃO-EVENTO – COMO DEVERIA SER

A ata da reunião do Copom da semana passada trouxe poucas alterações em seu texto e nada relevante o suficiente para alterar a expectativas de que a política monetária deverá ficar estável por algum tempo, possivelmente até o final do ano que vem.

Algumas pequenas alterações poderiam significar um viés ligeiramente mais baixista para a taxa de juros, mas não as consideramos fortes o suficiente para isso e preferimos manter a expectativa de que a Selic deve ficar estável em 11,0%. Foi eliminada a parte do texto que falava que a inflação tem apresentado resistência, indicando alguma suavização. Também foi sinalizada uma perspectiva de moderação da dinâmica dos preços de commodities internacionais, o que traria menores pressões para o cenário doméstico. E, por fim, foi apontado o alinhamento da absorção interna e do PIB, significando que a atividade econômica está se desenvolvendo em ritmo mais lento e impactando as importações.

MERCADO DE TRABALHO FORMAL SURPREENDE EM AGOSTO

O Ministério do Trabalho divulgou hoje, mais cedo que o normal, o relatório Caged, com os dados de emprego formal, referentes ao mês de agosto. Foi registrada a criação líquida de 101 mil vagas no mês, que ficou acima da nossa estimativa e também da mediana das expectativas do mercado, ambas em 67 mil. Este resultado indica um crescimento forte ante o saldo de julho, que foi de apenas 12 mil vagas. Já na série livre de influências sazonais o saldo também cresceu, mas sem conseguir compensar o período fraco de junho e julho.

A recuperação no Caged de agosto foi impulsionada em grande parte pelos setores de comércio e de serviços, ambos acima da nossa expectativa. A indústria também contribuiu com menor destruição de posto de trabalho devido à retomada da produção após as paralisações da Copa do Mundo e ao começo da sazonalidade positiva para as festas de fim de ano. Para as próximas divulgações esperamos que a criação de posto de trabalho com carteira assinada continue em patamar positivo, ainda que abaixo da média dos últimos anos.

DESTAQUES DA SEMANA (15 A 19/09/2014)

O grande evento desta semana será a reunião de política monetária do Fed, com conclusão na quarta-feira. Muito se tem especulado na mídia, recentemente, sobre uma provável alteração da linguagem usada para sinalizar o horizonte de vigência da estratégia de política monetária da instituição. Isto deve mesmo acontecer, inclusive porque é um passo necessário na trajetória de saída da política monetária altamente acomodatícia. Hoje as expectativas oscilam em algum momento do 2º trimestre do ano que vem para uma ação concreta na taxa básica de juros. Porém, uma alteração agora daquela linguagem não implica necessariamente alteração deste horizonte, diferente de como aparentemente é a interpretação mais corrente do mercado. A presidente do Fed, Janet Yellen, paralelamente, tem dado reiteradas indicações de que tem dúvidas sobre o tamanho da ociosidade do mercado de trabalho. A reunião desta semana será acompanhada de uma entrevista coletiva de Yellen e de uma atualização das projeções econômicas dos membros do Fomc, que também serão esmiuçadas para a identificação da forma mais provável de condução da política monetária. Outros dois eventos também receberão bastante atenção. A primeira operação de TLTRO, na quinta-feira, pelo Banco Central Europeu (BCE) será bastante simbólica e concretizará a ação do BCE de elevar a liquidez dos mercados. A indicação do presidente do BCE, Mario Draghi, é de injetar novamente 1 trilhão de euros no mercado. Este, portanto, será um importante contrapeso à ação do Fed sob o ponto de vista da liquidez global. No mesmo dia, ocorrerá a votação escocesa sobre a possível separação do país em relação ao Reino Unido, que promete mexer com alguns mercados. As últimas pesquisas de opinião têm oscilado em torno do equilíbrio das forças a favor e contra, o que deixa o cenário um tanto obscuro. Com relação ao Brasil, se destacará a participação da presidente Dilma na cerimônia de abertura da Assembleia Geral da ONU.

- No Brasil, dentre os indicadores econômicos, destacam-se os índices de inflação. O IPCA-15 de setembro será divulgado na sexta-feira, com expectativa de elevação em relação ao mês anterior, para 0,36%. Será precedido, na terça-feira, pelo IPC-S da segunda semana de setembro com a mesma tendência de alta, para 0,32%, e pelo IGP-10 de setembro, na quarta-feira, com expectativa de alta de 0,30%.

- Nos EUA, o CPI, na quarta-feira, deverá ficar estável na comparação anual. Ao longo da semana, alguns dados do setor industrial devem indicar expansão moderada do setor. E o mesmo deverá ser registrado para o setor residencial, com o índice da NAHB, na quarta-feira, recuperando mais 1 ponto e atingindo 56, em setembro.

- Na Europa, o índice final de agosto do CPI não deve trazer grandes surpresas ao confirmar um nível muito baixo da inflação da região. A mesma fragilidade econômica da região, por trás desse índice, se refletirá na pesquisa da ZEW com analistas, cujo otimismo vem cedendo desde o início do ano.

TAXA DE DESEMPREGO SEGUE MUITO BAIXA

O IBGE divulgou a sua Pesquisa Mensal de Emprego (PME) referente ao mês de agosto, bem como as informações completas dos meses de maio, junho e julho que, anteriormente, devido à paralisação dos servidores vinham tendo divulgação de apenas quatro das seis regiões pesquisadas. Sem grandes surpresas, a taxa de desemprego atingiu 5,0% em agosto e permaneceu ligeiramente abaixo desse nível no período entre maio e julho. Este resultado, o menor para um mês de agosto desde o início da pesquisa, pode parecer um tanto contraditório em relação aos outros dados setoriais de atividade, que têm sinalizado desaceleração da economia. Contudo, se observarmos a taxa de ocupação é possível notar uma tendência de desaceleração desde agosto de 2013, indicando menor criação de empregos, mais em linha com outros indicadores, como de emprego com carteira assinada do CAGED.

Uma vez que a população ocupada não teve crescimento expressivo no período, a manutenção da taxa de desemprego em patamares historicamente baixos se deu pela redução na busca por trabalho. A taxa de participação de 56% em agosto, abaixo da à média histórica de 57%, esclarece melhor este ponto. Algumas

informações ajudam a explicar esse comportamento, como o rendimento médio real ainda em patamar bastante elevado e o auxilio de programas sociais, que podem estar contribuindo para que a entrada no mercado de trabalho possa ser postergada em troca de maior especialização, principalmente entre os mais jovens. Ademais a desaceleração do crescimento da massa real de salários deve ser a principal informação da pesquisa, sinalizando que a recuperação da economia pela expansão consumo será lenta.

DESTAQUES DA SEMANA (29/09 A 03/10/2014)

Os mercados globais continuarão com foco na política monetária dos EUA, nesta semana, por causa da falta de consenso sobre o momento de início da elevação da taxa de juros, fato que deve ter um impacto relevante sobre a precificação de ativos ainda por alguns meses. A divulgação de indicadores econômicos, como os do mercado de trabalho e de inflação, poderá balizar a formação de expectativas, dado que não há eventos oficiais relevantes na agenda. Apenas o ex-presidente do Fed Ben Bernanke fará palestra durante o fim de semana e poderá lançar luz a pontos específicos a serem observados pelos analistas. Dentre os atuais membros do Fed, apenas um tem evento público programado. A política monetária europeia poderá fazer um contraponto para o comportamento dos mercados com a reunião ordinária do Banco Central Europeu (BCE), na quinta-feira. Não é esperada uma nova redução das taxas de juros de forma que as atenções se concentrarão na entrevista do presidente do BCE, Mario Draghi. Os mercados esperam novos detalhes da política de compra de ativos pela instituição uma vez que os indicadores de atividade continuam apontando fragilidade e os índices de inflação têm se mantido muito baixos. No início da semana haverá uma nova divulgação do CPI da Zona do Euro, referente a setembro, que também poderá balizar esta reunião. No Brasil, os resultados fiscais do governo também serão acompanhados de perto, pois a expectativa é de que seja registrado um superávit primário muito pequeno, a despeito de novas receitas extraordinárias do mês de agosto, e, provavelmente, a meta indicativa do 2º quadrimestre não será atingida. Para o restante do ano, parte das expectativas será formada com o leilão, desta terça-feira, da tecnologia 4G, que trará uma receita significativa para o Tesouro. O Banco Central postergou para esta segunda-feira a divulgação do Relatório de Inflação, que trará uma atualização das projeções da instituição para o IPCA e o PIB. A China entrará em uma semana de feriado a partir de quarta-feira.

- No Brasil, dentre os indicadores econômicos destacamos o nível de produção industrial, medido pelo IBGE, que atingiu patamar muito baixo durante a Copa do Mundo e registrou pequena recuperação em julho. Deve haver uma nova retração em agosto, refletindo o cenário de dificuldades do setor. Os resultados fiscais do governo também se destacarão nesta semana, como mencionado anteriormente.

- Nos EUA, destaque para os dados oficiais do mercado de trabalho, na sexta-feira, que devem voltar a apresentar resultados robustos. Na segunda-feira, será divulgado o deflator do consumo, de agosto, que deve voltar a ceder na comparação anual.

- Na Europa, além dos PMIs de setembro, para indústria e serviços, será divulgada a prévia da inflação ao consumidor, da Alemanha e da Zona do Euro. A China também divulgará os PMIs de setembro.

ATA DA 30ª REUNIÃO ORDINÁRIA DO COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

Aos trinta e um dias do mês de outubro de dois mil e quatorze (31/10/2014), na sala de reuniões do CONCHAL*PREV*, sita na Rua XV de Novembro, 587, Centro, realizou-se a 30.ª Sessão Ordinária do Comitê de Investimentos do CONCHALPREV, instituído pela Portaria n.º 160, de 16 de maio de 2012. Presentes a Presidente Dalva Suely Guerra Pulz e os membros Dr. Ademir Antonio de Azevedo – Gestor de Investimentos e Diretor de Assuntos Jurídicos e a Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz – Diretora Financeira. Também presente a Srta. Caroline da Silva Martins, nomeada secretária *"ad hoc"*. PAUTA: 1) Aprovação da Ata da 29.ª Reunião Ordinária do Comitê, que será apresentada ao Conselho de Administração do Instituto. A ata, depois de lida, foi aprovada por unanimidade de membros. 2) Análise da conjuntura econômica nacional e internacional no mês de outubro do presente ano. A análise da conjuntura foi realizada com textos e indicadores produzidos pelo mercado como de costume, cujos principais excertos seguem em anexo. 3) Aplicações dos recursos provenientes de repasses do presente mês. Este mês fizemos o resgate de parte da aplicação em IRFM, os recursos foram aplicados em fundos IMA B e IMA B5+, conforme cópias dos APR's anexos. Foi apresentado o relatório consolidado de rendimentos do mês de setembro, com retorno negativo de 1,26% contra meta atuarial de 1,06%. Neste mês a meta não foi atendida devido a incertezas no mercado provocadas pelo período eleitoral. 4) Boletim Focus. Foi apresentado o último Boletim Focus com as expectativas do mercado sobre a inflação, crescimento do PIB, evolução do dólar frente ao real entre outros dados. Nada mais havendo a tratar a Presidente então encerrou a reunião e determinou que eu, ( ), Caroline da Silva Martins, Secretária *"ad hoc"* para a presente sessão, lavrasse a presente ata e agendou a próxima reunião para o dia 28 de novembro de 2014, às 10h30min, saindo os membros convocados.

Dalva Suely Guerra Pulz
Presidente

Membros:

Dr. Ademir Antonio de Azevedo
Gestor de investimentos

Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz
Diretora Financeira

Caroline da Silva Martins
Secretária *"ad hoc"*

30.ª REUNIÃO ORDINÁRIA

DATA: 31/10/2014

LISTA DE PRESENÇA

NOME	CARGO	ASSINATURA

CENÁRIO MACROECONÔMICO
SEMANA A SEMANA COM PARTICIPAÇÃO DO BANCO DO BRASIL S.A E DO BANCO VOTORANTIM S.A.
COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

MANUTENÇÃO DAS CONDIÇÕES MONETÁRIAS, APESAR DE PROJEÇÕES MAIS ALTAS NA INFLAÇÃO

Apesar de o Relatório de Inflação, divulgado há pouco (29/09/2014) pelo Banco Central, falar em manter estáveis as condições monetárias e repetir que a política monetária deve se manter vigilante em momentos como o atual, as projeções de inflação apresentadas sofreram uma elevação relevante.

Considerando uma taxa de câmbio de 2,25 reais por dólar, no cenário de referência, o IPCA de 2015 passou a ser projetado em 5,8%, ante 5,7% do relatório anterior, e para o 2T16 em 5,3% ante 5,1% anteriormente. Neste relatório, o horizonte foi estendido para o 3T16 e a projeção do IPCA foi colocada em 5,0%. Como esperávamos, a convergência da inflação para a meta ainda está sendo muito lenta, conforme esses dados do Banco Central. A preocupação com a inflação ainda se eleva se considerarmos a taxa de câmbio atual, superior a 2,40, que é tida como mais próxima da realidade do cenário de médio prazo.

No cenário de mercado, as projeções reportadas foram de 6,1% para 2015, de 5,5% para o 2T16 e de 5,2% para o 3T16. Elas também subiram de 6,0% para 2015 e de 5,0% para 2T16, do relatório anterior. Neste cenário, as projeções consideram a taxa de câmbio de 2,48 para o final de 2015 e de 2,56 de média para 2016.

Apenas para ciência, as projeções de 2014 foram reduzidas de 6,4% para 6,3% em ambos os cenários.

Parece-nos, portanto, que, apesar do discurso, aumentou o risco do cenário prospectivo de inflação, o que poderia exigir uma elevação da taxa de juros. Por ora, contudo, esse risco ainda parece contido e poderá ser suplantado pela fragilidade da economia doméstica, de forma que preferimos manter nossa expectativa de que a Selic ficará estável, em 11,0%. Nesta linha, o Banco Central cita o crescimento abaixo do potencial das economias maduras e a acomodação dos preços de commodities que tendem a favorecer o balanço de riscos para o cenário de inflação local.

A CHAVE ESTÁ NO MERCADO DE TRABALHO

Nível de Atividade

Com base em dados preliminares do terceiro trimestre, estimamos que a retração da economia, muito provavelmente, tenha sido interrompida, mas que seu desempenho ainda tenha sido bastante modesto no período. O mercado de trabalho apresenta sinais de desaceleração, assim como já vinha acontecendo com o crédito, mas a massa de salários ainda deve permitir algum dinamismo do consumo da população. Já os empresários esperam uma definição do cenário eleitoral antes de ampliarem sua atividade.

Inflação

No final de setembro se observou, ainda que à sombra da corrida eleitoral, um pequeno aumento da preocupação com a inflação. Contribuíram para esse sentimento a elevação mais intensa dos preços de alimentação e a recente disparada do dólar em relação ao real. Além disso, há risco de reajuste nos preços da gasolina e nas tarifas de transportes públicos, estas represadas desde as manifestações em meados de 2013. Ambos ainda são pouco discutidos entre os analistas de mercado e tão pouco incorporados às projeções, principalmente por conta dos reflexos políticos de tais reajustes. Optamos por manter a nossa projeção para o IPCA de 6,3% para o final deste ano, considerando que os preços praticados internacionalmente continuam em patamar baixo permitindo alguma acomodação do choque no câmbio e também descartamos, por enquanto, a possibilidade de reajuste de combustíveis e transportes públicos.

Contas públicas

Novas informações disponibilizadas no final de setembro reforçaram a perspectiva de que o esforço fiscal será muito pequeno, em 2014. Mecanismos já previstos na lei permitirão que a meta fiscal seja considerada oficialmente cumprida. Porém, o significado econômico do esforço fiscal atingido será bastante diferente deste, no final do período. Será

verificado que a dívida pública em relação ao tamanho da economia terá sua trajetória de diminuição interrompida nos últimos dois anos.

Política

A corrida presidencial entra na reta final para o primeiro turno exatamente como começou: a mais disputada e imprevisível campanha eleitoral desde a redemocratização do País. As últimas pesquisas revelam que os ventos favoráveis voltaram a soprar em direção a Dilma Rousseff (PT). No entanto, haveria empate estatístico entre a candidata à reeleição e Marina Silva (PSB) no segundo turno, dentro do limite da margem de erro. Nem ao menos é possível ainda descartar a possibilidade de ver Aécio Neves na segunda etapa da disputa; ou até mesmo Dilma vencer logo no primeiro. Novas pesquisas vêm por aí e vai haver debate na TV Globo às vésperas das urnas. A conferir.

Mercados

Após o ajuste dos preços dos ativos brasileiros no último mês frente às linhas gerais de como o Fed removerá seus estímulos, esperamos certa acomodação agora em outubro. O Ibovespa poderia se recuperar, porém sem força suficiente para retornar acima dos 58 mil pontos. Já o risco-país deve continuar ao redor de 160 bps, mas a taxa de câmbio parece ter se ajustado ao ambiente externo de um dólar mais fortalecido, ou seja, em torno de 2,45 reais. Em relação à política monetária no Brasil, seguimos com o cenário de manutenção das condições monetárias atuais ainda por um tempo, este corroborado pelas projeções do RTI do 3T14, que mostram uma persistência inflacionária ao longo do próximo ano.

BENS INTERMEDIÁRIOS PUXAM ALTA DA PRODUÇÃO INDUSTRIAL EM AGOSTO

Segundo o IBGE, a produção industrial cresceu 0,7% em agosto na comparação mensal, em termos dessazonalizados. Este resultado ficou acima da nossa expectativa (-0,2%) e também da mediana das expectativas do mercado (+0,1%). No entanto, mesmo considerando o mês julho (+0,7%), o resultado foi insuficiente para compensar o fraco desempenho de junho (-1,6%) o que levou a média móvel trimestral para -0,1%. Apesar dos últimos dois resultados positivos, a situação da indústria ainda é bastante delicada. Em setembro, a indústria precisará de um crescimento mensal da mesma magnitude para encerrar o terceiro trimestre com crescimento.

Em agosto, 14 das 24 atividades pesquisadas apresentaram altas em relação ao mês anterior, sendo que segundo as categorias de uso, bens intermediários (+1,1%) foi a única a registrar crescimento, tendo como destaque para produtos alimentícios (+1,1%). Acreditamos que o aumento da produção se deve em boa parte à base mais baixa do segundo trimestre do ano, com redução de dias trabalhados devido à Copa do Mundo. Por outro lado, os setores relacionados a bens duráveis tiveram a maior queda nessa base de comparação (-3,0%), apesar das medidas de estimulo ao crédito para o setor.

Já na comparação anual, a produção registrou a sexta queda no ano, dessa vez de -5,4%. No acumulado 12 meses a produção teve queda de 1,8%, a mais intensa desde dezembro 2012 (-2,3%), enquanto que a variação acumulada em 2014 foi de -3,1%. Ambas as medidas auxiliam na melhor compreensão do momento atual da indústria. Conforme sinalização das pesquisas de confiança, esse cenário não deverá se alterar tão cedo.

DESTAQUES DA SEMANA (06 A 10/10/2014)

Com o foco na política monetária, nesta semana dois eventos se destacarão. A divulgação da ata da última reunião do Fomc poderá trazer mais detalhes da estratégia de retirada de estímulos monetários pelo Fed e qual o grau da divisão interna do comitê, de forma que os investidores tentarão avaliar o quão iminente é uma eventual elevação da taxa de juros nos EUA, o que é bastante relevante para a precificação dos ativos globais. Diversos membros do Fomc têm eventos públicos que poderão servir para se colocarem numa ponta ou noutra do espectro de projeções para a taxa básica de juros, como apresentado no dia da reunião por meio de um gráfico de pontos. O mais relevante será o discurso de Dudley, na terça-feira. O ex-presidente do Fed, Ben Bernanke, também fará um discurso na quarta-feira. O segundo evento de destaque é a reunião ordinária de política monetária do Banco da Inglaterra, na quinta-feira. Este é tido como o mais próximo de um aumento de juros, dentre os principais bancos centrais. Não deve haver uma alteração, por ora. Porém, sinais poderão ser emitidos de forma a influenciar as expectativas sobre esta possibilidade. Alguns indicadores do país passaram a apresentar uma acomodação recentemente e isto poderá influenciar na tomada desta decisão. Na parte final da

semana, ocorrerá um novo encontro dos ministros de finanças e presidentes de bancos centrais do G20. A reunião ocorrerá na véspera do encontro de outono do FMI, em Washington, em conjunto com o Banco Mundial. No Brasil, os mercados abrirão a semana sob as informações do desfecho da eleição geral, do domingo dia 6, e deverão procurar um ajuste de preços correlato ao resultado.

- Dentre os indicadores econômicos, no Brasil, destaca-se a divulgação do IPCA de setembro, na quarta-feira, para o qual projetamos elevação de 0,50%, o que o levaria para 6,7% na comparação anual. A Anfavea deve divulgar, na segunda-feira, os dados do setor automobilístico, referentes a setembro. O pequeno crescimento das vendas deve levar a um pequeno crescimento da produção de veículos no mês, mas ainda em patamar bastante baixo.

- Nos EUA, os pedidos de auxílio desemprego (quinta-feira) devem continuar oscilando próximos a 300 mil por semana. O resultado fiscal de 2014 (sexta-feira) deve ter ficado abaixo de 3% do PIB de déficit.

- Na Europa, teremos dados do setor industrial e de balança comercial, referentes a agosto. A China, voltando de feriado, divulgará o PMI de serviços de setembro, calculado pela consultoria Markit.

IPCA ACUMULADO EM 12 MESES ATINGE O MAIOR PATAMAR DESDE OUTUBRO DE 2011

O IPCA de setembro registrou variação de 0,57%, acima tanto da nossa estimativa (+0,50%) quanto da mediana esperada pelos analistas de mercado (+0,48%), segundo a Bloomberg. Este resultado foi mais do que o dobro da variação do mês anterior (0,25%) e levou o acumulado 12 meses para 6,75%, o maior nível desde outubro de 2011 (6,97%).

O retorno dos grupos Alimentação e Bebidas e Vestuário ao patamar positivo foi o destaque do índice. Ressaltamos a aceleração nos preços de carnes, frutas, nos gastos com alimentação fora de domicilio e a alta sazonal nos preços de roupas com a troca da coleção nas lojas. Embora amplamente esperado, esses movimentos foram mais intensos sendo as principais divergências em relação à nossa projeção. A já conhecida alta nas tarifas de passagens aéreas (+17,9%), os aumentos dos custos de telefone com internet (+1,3%) e do botijão de gás e a ainda elevada tarifa de energia elétrica também foram determinantes para o resultado final do índice.

Com essa surpresa, revisamos a nossa projeção para o IPCA no ano de 6,30% para 6,40%. Já para o mês de outubro é esperada variação ao redor de 0,50%, em razão da diluição dos custos de habitação, desaceleração nos preços de passagens aéreas e uma alta mais branda de Alimentação e Bebidas.

DESTAQUES DA SEMANA (13 A 17/10/2014)

O debate econômico global se voltou para o ritmo de crescimento nas últimas semanas, especialmente depois do relatório semestral do FMI, em que a instituição reduziu sua perspectiva para este e o próximo ano. Neste sentido, o foco dos mercados nesta semana estará em dois aspectos principais. A agenda de indicadores econômicos conta com uma série de dados que, em conjunto, contribuirá para a formação das expectativas. Além de dados sobre a economia americana, que poderão indicar se há algum desvio na recuperação da maior economia do planeta, a China divulgará dados de inflação, que servirão como um termômetro das condições macroeconômicas do país. Ademais, na Europa teremos uma nova edição da pesquisa ZEW com analistas, que também busca captar expectativas sobre o crescimento do velho continente. O outro ponto focal será a agenda de discursos de diversos membros de bancos centrais dos dois lados do Atlântico, que poderão analisar o contexto atual e ao mesmo tempo sinalizar o posicionamento das instituições às quais pertencem. Diversos membros do Fomc têm apresentações públicas ao longo da semana e poderão contextualizar o crescimento global, dado o enfoque atual e as preocupações descritas na ata da última reunião de política monetária do Fed, e o crescimento do seu próprio país. Da Europa, destacamos um discurso de Draghi (Banco Central Europeu – BCE), na quarta-feira, e outro de Weidmann (Banco Central da Alemanha), na quinta-feira, em que poderão sinalizar o nível de embasamento do BCE para a adoção de novas políticas de estímulo monetário. O discurso de Yellen programado para esta semana deve abordar o tema da desigualdade e deverá ter menos impacto sobre os mercados. Em paralelo, na segunda-feira e na terça-feira, os Ministros de Finanças da Zona do Euro e da União Europeia se reunirão ordinariamente para analisar a política econômica da região além do orçamento de 2015.

- No Brasil, dentre os indicadores econômicos, serão divulgados os últimos dados de atividade do mês de agosto, que ajudarão a formar expectativas sobre a evolução da economia no período e a refazer as estimativas para o crescimento do PIB do 3T14. As vendas ampliadas do varejo devem registrar uma retração de 1,8% em relação

ao mês anterior, mas não impedirão uma pequena expansão do IBC-Br (+0,2%), no mês. Isto, contudo, não significará um resultado muito expressivo da economia no trimestre, como um todo.

- Nos EUA, a agenda de indicadores é ampla, com novos dados de vendas no varejo, dos setores industrial e residencial, de confiança do consumidor e do mercado de trabalho. Em conjunto, eles devem continuar apontando o crescimento da economia americana. Também será interessante observar alguns sub itens relacionados ao setor externo das pesquisas qualitativas do setor industrial, dadas as preocupações com o crescimento global.

- Na Europa, o destaque ficará com as pesquisas ZEW da Zona do Euro e da Alemanha, referentes a outubro, que apontarão a percepção mais recente dos analistas econômicos com a situação da região. A China divulgará seus índices de inflação de setembro.

VAREJO SEGUE DESACELERANDO NO ACUMULADO EM DOZE MESES

O IBGE divulgou a Pesquisa Mensal de Comércio (PMC) referente ao mês de agosto. Na comparação mensal, livre de influências sazonais, se observou alta de 1,1% das vendas no conceito restrito, e uma queda de 0,4% no conceito ampliado, que inclui veículos e materiais de construção. Já na comparação anual os índices apresentaram reduções de -1,1% e de -6,8%, respectivamente. As variações no acumulado em doze meses ainda estão positivas, mas bem aquém da média de 2013, tanto no restrito (+3,6% ante +5,7%) quanto no ampliado (+0,6% ante +5,9%).

Ainda segundo o IBGE, as vendas em oito dos dez segmentos pesquisados cresceram em relação ao mês anterior, sendo os principais destaques combustíveis (+1,7%), Vestuários (+3,2%) e Móveis e Eletrodomésticos (+1,3%). Importante notar que os segmentos com redução nas vendas foram os dois com maior peso no índice, ou seja, Supermercados (-0,1%) e Veículos (-2,5%), este último o responsável pelo resultado negativo das vendas no conceito ampliado.

O resultado da PMC ficou acima da nossa expectativa tanto no conceito restrito (+0,8% M/M e -1,6% A/A) quanto no ampliado (-1,2% M/M e -8,3% A/A). A principal divergência em relação à nossa projeção ocorreu devido à queda menos intensa das vendas de Veículos, entretanto também era esperado um crescimento maior das vendas de Supermercado e que foi compensado por uma surpresa positiva em Móveis e Eletrodomésticos. Em suma, o desempenho do comércio continua a refletir o menor dinamismo do mercado de trabalho e a maior restrição do acesso ao crédito.

Para o IBC-Br de agosto, que deverá ser divulgado amanhã pelo Banco Central, mantemos a nossa projeção de +0,2% na comparação mensal e de -1,0% na comparação anual.

MERCADO DE TRABALHO FORMAL TEM PIOR SETEMBRO DESDE 2001

O Ministério do Trabalho divulgou hoje o relatório Caged, com os dados de emprego formal, referentes ao mês de setembro. Registrou-se a criação líquida de 124 mil vagas, o pior resultado para o mês desde 2001, e abaixo tanto da nossa estimativa (147 mil) quanto da mediana das expectativas do mercado (142 mil), segundo a Bloomberg. O saldo cresceu em relação ao mês anterior, de 101 mil novas vagas, com destaque para o aumento sazonal de contratações na indústria, devido à preparação para as comemorações de fim de ano. Já na série livre de influências sazonais o saldo positivo ficou abaixo do observado no mês anterior, ao passar de 25 mil para 5 mil, corroborando a perspectiva de crescimento cada vez mais fraco do emprego.

Para as próximas divulgações esperamos que a criação de posto de trabalho com carteira assinada continue positiva, mas abaixo do resultado deste mês. Se essa dinâmica for confirmada, o Caged poderá encerrar o ano com metade da criação de vagas observada em 2013.

DESTAQUES DA SEMANA (20 A 24/10/2014)

As preocupações com o crescimento global, de fato, se ampliaram muito na semana passada e este assunto deverá continuar no centro das discussões. A redução das taxas de juros nas principais economias foi muito expressiva em face de indicadores frágeis, da Europa, da China e até mesmo de alguns dados dos EUA, além de análises pessimistas produzidas na reunião anual do FMI. A economia americana não parece estar em rota de desaceleração expressiva, mas os temores

são de contágio vindo de outras partes. O valor do dólar subiu muito e poderá prejudicar as exportações do país, além da menor demanda dos parceiros comerciais. Estes aspectos levaram os mercados a colocar em dúvida, ao longo da semana passada, uma elevação dos juros pelo Fed e especulou-se até com um novo programa de afrouxamento quantitativo. Isto iria na contramão dos sinais mais recentes emitidos pelos membros do Fomc e levou à grande volatilidade dos preços dos ativos por causa da maior incerteza. Esta semana antecede uma nova reunião de política monetária do banco central americano e, portanto, seus membros ficam mais distantes da mídia, o que inibirá as correções de expectativas que poderiam se fazer necessárias. Na Europa, os líderes da região se reúnem no final da semana e o desenvolvimento economia da região deverá ser a principal pauta. O presidente do Banco Central Europeu (BCE) tem cobrado ações concretas dos países da região, mas não se deve esperar nada mais do que declarações de estímulo, sem ações práticas. A agenda de indicadores econômicos da China e da Europa deverá se constituir no ponto forte desta semana. No Brasil, a última semana antes da eleição presidencial deverá ser bastante volátil tanto pelo cenário eleitoral em si quanto pelo contexto econômico global.

- No Brasil, dentre os indicadores, destacamos a divulgação do IPCA-15 de outubro, que deve se acelerar em relação ao mês anterior, para 0,49%, seguindo a sazonalidade de alta do final do ano, mas mantendo a variação anual estável. Da parte de atividade, serão divulgadas as interessantes pesquisas de confiança, da FGV, com os empresários industriais e com os consumidores. Também deverá ser divulgada uma nova pesquisa de emprego, pelo IBGE.

- Nos EUA, será divulgado o CPI, de setembro, que deve continuar ligeiramente abaixo de 2,0% na comparação anual. Também serão divulgados novos dados do setor residencial e de pedidos de auxílio desemprego.

- Na Europa, o destaque fica com as divulgações das prévias de outubro dos PMIs da indústria e de serviços. A China divulgará o resultado do PIB do 3T14 e novos indicadores do mês de setembro.

TAXA DE OCUPAÇÃO CAI EM SETEMBRO

O IBGE divulgou a sua Pesquisa Mensal de Emprego (PME) referente ao mês de setembro. A taxa de desemprego atingiu 4,9% no mês, patamar ligeiramente abaixo do mês de agosto (5,0%). Este resultado ficou em linha com nossa estimativa (4,9%) e abaixo da mediana das expectativas de mercado (5,1%), segundo a Bloomberg. A taxa de atividade caiu de 56,2% para 55,9% e teve, novamente, um papel determinante na taxa de desemprego, uma vez que a quantidade de ocupados também se reduziu em setembro, de 53,3% para 53,2%.

A redução da ocupação se deu em setores relacionados à construção e indústria, sendo uma boa parte incorporada pelos setores de serviços. Já a renda média cresceu marginalmente (+0,1%), apesar da mudança na composição do mercado de trabalho, o que manteve a massa salarial praticamente estável no mês (-0,05%). Grosso modo, a pesquisa segue sinalizando que uma recuperação da economia, no curto prazo, liderada pela expansão do consumo será lenta.

INFLAÇÃO ESTÁVEL EM 12 MESES

O IPCA-15 de outubro registrou variação de 0,48%, em linha com a nossa estimativa (0,49%) e pouco abaixo da mediana esperada pelos analistas de mercado (0,52%), segundo a Bloomberg. **Este resultado manteve o acumulado 12 mês estável em 6,62% na comparação com o mês anterior, ou então, no patamar mais elevado desde o início do ano.**

O grupo Alimentação e bebidas, que subiu de 0,28% em setembro para 0,70% no resultado de hoje, **foi o principal responsável pelo comportamento do índice geral**, em grande parte devido às altas de carnes, frutas e cerveja. Além disso, destacamos as altas dos grupos Vestuário (0,70%), com o fim do período sazonalmente mais favorável e Habitação (0,80%), sendo que este último ficou mais pressionado devido à elevação do preço do botijão de gás e à ainda elevada tarifa de energia elétrica. Por outro lado, a desaceleração de passagens aéreas e o menor impacto das tarifas de telefonia trouxeram algum alívio ao índice.

Para o IPCA fechado de outubro, projetamos variação ao redor de 0,46%, com a diluição dos gastos com habitação mais do que compensando a aceleração adicional dos preços dos alimentos, sobretudo de legumes e de alimentação fora do domicílio.

DESTAQUES DA SEMANA (27 A 31 DE OUTUBRO DE 2014)

Os mercados globais deverão operar, no início desta semana, em compasso de espera pela reunião do Fomc, que ocorrerá na quarta-feira. Desta vez, ocorrerá apenas a reunião em si e a divulgação de um comunicado no final. Não serão divulgadas novas projeções para a taxa de juros nem haverá uma entrevista coletiva de Janet Yellen. Nas duas últimas semanas, depoimentos de membros do Fomc deram espaço para especulações de que o final do QE3 poderia ser adiado. Isto aconteceu à medida que cresceram os temores com o crescimento econômico mundial e afetou bastante as taxas de juros neste período. Tal adiamento não parece muito razoável, pois o Fed costuma ser muito fiel a sua comunicação oficial, procurando provocar o mínimo de volatilidade possível nos mercados. Assim, o mais provável é que o derradeiro corte de US$ 15,0 bilhões nas compras mensais do Fed seja anunciado. Ademais, a economia americana tem mantido um ritmo de crescimento moderado e tem apresentado impactos limitados provenientes da crise em outras regiões do globo. No Brasil, os mercados brasileiros abrirão a semana ajustando-se ao resultado da eleição presidencial do dia 26 de outubro. Junto com o Fed, na quarta-feira, o Copom se reunirá para definir o valor da taxa Selic. Nossa expectativa é de que ela seja mantida em 11,0%, pois o ambiente econômico ainda exige avaliação pelo Banco Central, especialmente sobre como os agentes econômicos se comportarão após o final do período de incertezas pelo qual o país acabou de passar, além de que a inflação ainda permanece em patamar muito elevado.

- Dentre os indicadores econômicos, no Brasil, destacamos os dados fiscais de setembro, na quinta e sexta-feira, que devem apresentar um grande déficit primário. Da parte de nível de atividade teremos o relatório mensal de crédito, do Banco Central, na quinta-feira, no qual a maior atenção recairá sobre os números de inadimplência de pessoas físicas, que tiveram pequena elevação na última edição.

- Nos EUA, a agenda de indicadores é diversificada esta semana. Destacamos os dados preliminares do PIB do 3T14, na quinta-feira, e os índices de confiança do consumidor, na terça e na sexta-feira. Também teremos dados dos setores residencial e industrial e os pedidos semanais de auxílio desemprego.

- Na Europa, as prévias da inflação de outubro da Alemanha (quinta-feira) e da Zona do Euro (sexta-feira) são os destaques da semana. A pesquisa IFO da Alemanha também será observada com atenção pelos mercados. A China divulgará seu PMI industrial oficial, de outubro, na sexta-feira.

ARRECADAÇÃO FEDERAL CONTINUA FRACA

A arrecadação tributária continua fraca, consequência da fragilidade econômica e das desonerações fiscais promovidas nos últimos anos. Em setembro foram recolhidos R$ 90,7 bilhões, resultado em linha com as expectativas dos mercados (R$ 91,0 bilhões) e um pouco abaixo da nossa estimativa de R$ 91,8 bilhões. O aumento de 0,9% real em relação ao mesmo mês do ano passado se manteve em linha com a média do ano e não aponta ainda uma perspectiva de melhora.

Este resultado levará a um déficit primário expressivo nas contas do governo. Adaptando nossas estimativas pelo resultado da arrecadação deveremos ter um déficit de R$ 11,0 bilhões na esfera do governo central e um déficit de R$ 12,3 bilhões do setor público consolidado. Em proporção do PIB, o resultado em 12 meses do governo central deverá ceder para 0,8% e o do setor público deverá ficar nos mesmos 0,9% do mês anterior.

SURPRESA NOS JUROS

O Banco Central elevou a taxa Selic inesperadamente para 11,25%, na reunião de ontem (29/10/2014) do Copom, numa decisão dividida entre seus componentes, com 3 dos 8 diretores preferindo manter a taxa em 11,0%.

O BC citou um balanço desfavorável de riscos para a inflação por causa de ajustes de preços relativos, o que remete à moeda, que se desvalorizou bastante nos últimos dois meses, em meio ao processo eleitoral com suas incertezas inerentes. Mencionou ainda que seria mais apropriada uma atitude imediata para formar um cenário mais favorável para a inflação nos próximos dois anos a um custo menor.

A pressão da inflação já vem sendo verificada há meses, mas o processo eleitoral surgiu como razão para suspender o ciclo de aumento da Selic desde a reunião de maio e o BC vinha sinalizando que sua projeção para o IPCA apontava um valor abaixo do teto da meta (6,5%) no final deste ano, sem ter alterado esta comunicação previamente. Aumentar a Selic no momento em que o índice oficial de inflação, o IPCA, em 12 meses está acima do teto da meta reforça impressões anteriores de que a meta que importa é não deixar o IPCA terminar um ano calendário acima de 6,5% e denota uma preocupação atrasada com a desancoragem das expectativas.

Isto posto, a expectativa agora é de que este não seja um aumento isolado dos juros e que a criticidade da condição inflacionária será combatida de forma mais ampla. Esperamos, portanto, que um novo ciclo de alta da Selic esteja em andamento e que novos aumentos de 25bps sejam efetivados nas próximas reuniões do Copom. O aperto monetário deve ser acompanhado de alterações nos demais pilares da política econômica, como as políticas fiscal e parafiscal e até com um aperto no crédito dos bancos públicos, além de um realinhamento dos preços administrados, para elevar a confiança na política econômica.

ATA DA 31ª REUNIÃO ORDINÁRIA DO COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

Aos vinte e oito dias do mês de novembro de dois mil e quatorze (28/11/2014), na sala de reuniões do CONCHAL*PREV*, sita na Rua XV de Novembro, 587, Centro, realizou-se a 31.ª Sessão Ordinária do Comitê de Investimentos do CONCHALPREV, instituído pela Portaria n.º 160, de 16 de maio de 2012. Presentes a Presidente Dalva Suely Guerra Pulz e os membros Dr. Ademir Antonio de Azevedo – Gestor de Investimentos e Diretor de Assuntos Jurídicos e a Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz – Diretora Financeira. Também presente a Srta. Caroline da Silva Martins, nomeada secretária *"ad hoc"*. PAUTA: 1) Aprovação da Ata da 30ª Reunião Ordinária do Comitê, que será apresentada ao Conselho de Administração do Instituto. A ata, depois de lida, foi aprovada por unanimidade de membros. 2) Análise da conjuntura econômica nacional e internacional no mês de outubro do presente ano. A análise da conjuntura foi realizada com textos e indicadores produzidos pelo mercado como de costume, cujos principais excertos seguem em anexo. *"JUROS - A estrutura a termo da taxa de juros registrou importante perda de inclinação no mês de outubro. O movimento reflete a elevação da ponta curta da curva, enquanto os contratos mais longos registraram queda nas taxas. Em outubro, o principal fator que levou a uma alta nos contratos com vencimento mais curto foi a surpreendente decisão do Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom) em elevar em 0,25p.p. a taxa básica de juros da economia. O movimento não era esperado pelos analistas e pelo mercado, dado que, nos seus últimos documentos (Ata do Copom e Relatório de Inflação de setembro) a autoridade monetária vinha sinalizando a intenção de manter a taxa de juros estável, sob a justificativa que visualizava a convergência do IPCA em direção à meta a partir de 2016, segundo suas projeções. De acordo com o comunicado da decisão, a elevação da Selic para 11,25% respondeu a desvalorização da taxa de câmbio e os impactos que essa dinâmica poderia ter sobre as projeções de IPCA. Assim como nos outros mercados, a curva de juros registrou ao longo do mês forte volatilidade, refletindo as incertezas quanto ao cenário doméstico. Entre os contratos futuros de juros mais negociados na BM&F, o contrato com vencimento em JAN/15 encerrou o último dia do mês de outubro com taxa de 11,27% (de 10,95% do mês anterior); o vencimento JAN/16 projetava 12,24% (de 11,95%) e o vencimento JAN/17 encerrou com taxa de 12,29% (de 11,25% no último*

dia do mês anterior)". 3) Aplicações dos recursos provenientes de repasses do presente mês. Foi apresentado o relatório consolidado de rendimentos do mês de outubro, com retorno positivo de 1,95% contra meta atuarial de 0,91%. Neste mês a meta foi superada com bastante folga devido as adequações de investimento realizadas nos meses anteriores. 4) Boletim Focus. Foi apresentado o último Boletim Focus com as expectativas do mercado sobre a inflação, crescimento do PIB, evolução do dólar frente ao real entre outros dados. Nada mais havendo a tratar a Presidente então encerrou a reunião e determinou que eu, ( ), Caroline da Silva Martins, Secretária *"ad hoc"* para a presente sessão, lavrasse a presente ata e agendou a próxima reunião para o dia 29 de dezembro de 2014, às 10h30min, saindo os membros convocados.

Dalva Suely Guerra Pulz
Presidente

Membros:

Dr. Ademir Antonio de Azevedo
Gestor de investimentos

Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz
Diretora Financeira

Caroline da Silva Martins
Secretária *"ad hoc"*

31.ª REUNIÃO ORDINÁRIA

DATA: 28/11/2014

LISTA DE PRESENÇA

NOME	CARGO	ASSINATURA

CENÁRIO MACROECONÔMICO
SEMANA A SEMANA COM PARTICIPAÇÃO DO BANCO DO BRASIL S.A E DO BANCO VOTORANTIM S.A.
COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

DESTAQUES DA SEMANA (03 A 07 DE NOVEMBRO DE 2014)

O monitoramento da política monetária global muda de lado do Atlântico, nesta semana. Depois de o Fed, na semana passada, ter concluído o QE3 e reafirmado sua indicação de que a saída da política de juro zero ainda deve levar um período considerável de tempo e o Banco Central brasileiro ter retomado o ciclo de elevação de juros, imediatamente após as eleições presidenciais, nesta semana teremos reuniões de política monetária dos bancos centrais europeu (BCE) e inglês (BoE). Entre esses dois as direções tendem a ser opostas. A economia da Zona do Euro tem dado reiterados sinais de fragilidade. Isto levou o BCE a reforçar políticas de afrouxamento monetário e a preparar o terreno para intensifica-las mais à frente, faltando "apenas" convencer os alemães. A inflação deste agrupamento de países tem se mantido muito baixa, criando temores de que a região possa experimentar uma situação semelhante à japonesa da década de 1990. Os mercados acompanharão minuciosamente a reunião do BCE, na quinta-feira, e a entrevista do seu presidente, Mario Draghi, em seguida, para inferir seu direcionamento. No mesmo dia, o BoE também faz reunião de política monetária com olho sobre sinais titubeantes da sua economia. O BoE ainda é esperado que seja o primeiro dos principais BCs globais a elevar sua taxa de juros, mas suas últimas comunicações levantaram a possibilidade de levar um tempo mais longo antes desse primeiro movimento. Voltando para a margem esquerda do Atlântico, no Brasil, o Banco Central publicará a ata da reunião do Copom da semana passada, na qual inesperadamente a taxa Selic foi elevada em 25bps. A concisão do comunicado da decisão não permitiu inferir, porém, a velocidade e o tamanho deste ciclo monetário. Assim, procuraremos no texto da ata por sinalizações sobre isso.

- No Brasil, a agenda conta com diversos indicadores importantes, como o IPCA de outubro, na sexta-feira, que deverá ceder para 0,45%. Da parte de atividade, teremos novos dados do setor industrial, com a produção industrial voltando a crescer em setembro e a produção de veículos da Anfavea voltando a recuar.

- Nos EUA, destacamos os dados oficiais do mercado de trabalho, na sexta-feira, que deve continuar apontando expansão. Os índices qualitativos do ISM, para indústria e serviços, devem apontar a preservação do otimismo, com ligeira redução na margem.

- Na Europa, serão divulgados os PMIs da indústria e de serviços, do mês de outubro, que devem retratar a fragilidade da economia europeia, ligeiramente acima do nível de equilíbrio. Também serão divulgados dados da produção industrial, de setembro. A China também divulgará os PMIs de outubro.

CONFIANÇA, PROCURA-SE

Nível de Atividade

Os empresários ainda se veem num ambiente de grandes incertezas mesmo após a definição do cenário eleitoral. O setor industrial, cuja confiança está em nível bastante deprimido, parece o mais ávido por mudanças que permitam alocar mais capital em novos investimentos. Entretanto acreditamos que as limitações ao estruturais difcilmente serão revertidas no curto prazo, independente das politicas oficiais de estímulo adotadas até o fim do ano. Assim, mantemos a nossa projeção de um crescimento de 0,3% do PIB em 2014 com viés baixista caso a confiança não melhore.

Inflação

Após a surpresa na divulgação do IPCA de setembro, a inflação deverá mostrar alguma acomodação em outubro, mas ainda permanecendo em patamar elevado. Geralmente, a sazonalidade do último trimestre é mais desfavorável para a inflação. Além disto, pressões adicionais por conta do câmbio desvalorizado e a possibilidade de reajuste de combustíveis poderão levar a inflação acumulada do ano para o limite de 6,5%, ameaçando assim o cumprimento da meta. No início de 2015, a expectativa é que a inflação continuará bastante pressionada pela manutenção da sazonalidade desfavorável somada a fatores específicos ligados a impostos e a energia elétrica.

Contas públicas

Qualquer possibilidade de cumprimento da meta fiscal deste ano, mesmo considerando todos os abatimentos legais permitidos, se esvaiu no último dia de outubro, quando o governo apresentou os resultados referentes a setembro. Agora, o próprio secretário do tesouro indicou que reduzirá a meta. A esperança é que um novo mandato presidencial reverta essa dinâmica desfavorável para que as expectativas sejam reanimadas.

Política

Passada uma semana das urnas, o clima no País ainda é de certa ressaca eleitoral. Nas redes sociais e nas ruas, vencidos e vencedores seguem se digladiando, como se a campanha ainda estivesse em curso. No Congresso, a oposição mostra as garras e há ameaça de rebelião na base aliada na Câmara. O PSDB entrou com representação no TSE para investigar denúncias de problemas no processo de votação e apuração da eleição. Especulações sobre nomes e trocas de ministros recheiam as edições diárias dos jornais. Surpreendentemente, o Copom voltou a puxar os juros, o governo anunciou o maior déficit fiscal da história e já sinalizou que vai propor mudanças nas metas orçamentárias de 2014 e também para o ano que vem. Quais serão os novos rumos da economia? Só uma pessoa pode responder: Dilma Rousseff. A presidente reeleita está descansando, depois da mais disputada, imprevisível e feroz campanha desde a redemocratização. Mas o fato é que seu novo mandato já teve início.

Mercados

Com as taxas internacionais de juros em níveis extremamente comprimidos, é provável que o cenário de busca por rentabilidade prevaleça, o que beneficiaria o fluxo estrangeiro para ativos brasileiros. A intensidade dos ganhos, todavia, dependerá das sinalizações que a próxima equipe econômica, ainda a ser definida pela presidente Dilma, dará para as políticas fiscal e parafiscal, por exemplo. Assim, esperamos que o Ibovespa volte a se valorizar até a região dos 55 mil pontos. O risco-país deve oscilar ao redor dos 150 bps, enquanto a taxa de câmbio deve se estabilizar entre 2,45 e 2,50 reais. Em relação à taxa Selic, esperamos que o BCB prossiga com o ajuste das condições monetárias de forma gradual, ou seja, em ritmo de 25 bps, pois ele poderá ser complementado com apertos na área fiscal.

PRODUÇÃO INDUSTRIAL ENCERRA O TERCEIRO TRIMESTRE EM QUEDA

Segundo o IBGE, a produção industrial caiu 0,2% em setembro na comparação mensal, em termos dessazonalizados. Este resultado ficou abaixo tanto da nossa projeção (+0,4%) quanto da mediana das expectativas do mercado (+0,2%), segundo a Bloomberg. Considerando também as revisões de julho e agosto (ambos de +0,9% para +0,7% e +0,6%, respectivamente), a indústria encerrou o terceiro trimestre de 2014 com resultado negativo de 0,2% ante o trimestre anterior, a quinta queda consecutiva nesta base de comparação. Já na comparação anual, a produção foi 2,1% menor do que no mesmo período de 2013.

Apesar do resultado negativo, apenas 7 das 24 atividades pesquisadas apresentaram redução em relação ao mês anterior. Segundo as categorias de uso, a de bens intermediários, que representa cerca de metade do índice geral, foi a única a registrar queda (-1,6%) e caracterizou o maior desvio em relação à nossa projeção, tendo como destaque os produtos alimentícios (-4,1%). O aumento da produção de bens duráveis (+8,0%), principalmente por causa da fabricação de veículos (+10,1%) foi insuficiente para elevar a produção total no mês.

O fraco desempenho da indústria de produtos alimentícios pode ser associado em parte aos problemas com a safra de cana-de-açúcar, devido à forte estiagem que vem atingindo principalmente a região sudeste do país, de forma que uma rápida recuperação deste até o fim do ano é pouco provável. Além disso, as vendas de veículos caíram em outubro, segundo dados da Fenabrave, o que deve levar a novos ajustes de estoques, ou seja, a uma menor produção doravante. Assim, o resultado de setembro adiciona um viés ainda mais baixista para a indústria em 2014, que deve se retrair por volta de -2,0% no ano.

ATA DO COPOM JUSTIFICA AÇÃO NOS JUROS

A ata da reunião do Copom realizada no final de outubro, nos dias 28 e 29, trouxe a justificativa para o aumento inesperado da taxa Selic em 25 bps para 11,25%. .

Conforme destacado no comunicado que se seguiu a decisão, a maioria dos diretores optou por agir imediatamente diante da intensificação dos ajustes de preços relativos. Em destaque, a taxa de câmbio desvalorizou-se em mais de 10% passando de R$2,25/US$ para R$2,50/US$, na hipótese para o cenário de referência. Tal movimento, por si só, já elevaria as projeções de inflação, grosso modo, em cerca de 50 bps ao longo do horizonte relevante, colocando em risco o cumprimento da meta do próximo ano e adiando ainda mais a convergência para o centro da meta a partir de 2016.

Já os três diretores que votaram pela manutenção argumentaram que ainda havia incertezas com relação à magnitude e a persistência de tais ajustes. Todavia, diferentemente do documento da reunião de abril de 2013, quando se iniciou o ciclo anterior de aperto das condições monetárias, também numa votação dividida, com seis membros a favor do aumento da taxa Selic em 25 bps, enquanto dois queriam a manutenção da taxa em 7,25%, não ficou explícito agora que era do julgamento de todos os membros a necessidade de uma ação de política monetária, apesar da condicionalidade temporal que a expressão "neste momento" confere à visão da minoria.

Não vimos nesta ata evidências claras que pudessem sinalizar tanto o passo quanto o montante total que a autoridade monetária tenha como plano de voo para mitigar os riscos inflacionários doravante. Todavia, ao enfatizar que momentos como o atual requerem que a política monetária mantenha-se "especialmente" vigilante, o comitê deixa as portas abertas para readequar a estratégia caso se intensifiquem ainda mais os ajustes citados.

Por ora, até mesmo pela ação monetária preemptiva e a expectativa de medidas restritivas por parte do governo que reforcem a premissa de neutralidade do impulso fiscal para a demanda agregada em 2015, mantemos o cenário de continuidade do ritmo de ajuste em doses de 25 bps, porém que deva levar a taxa básica de juros acima dos 12% ao longo do 1S15.

IPCA SURPREENDE POSITIVAMENTE EM OUTUBRO

O IPCA de outubro registrou variação de 0,42%, abaixo tanto da nossa estimativa (+0,45%) quanto da mediana das expectativas dos analistas de mercado (+0,48%), segundo a Bloomberg. **Este resultado ficou abaixo da variação do mês anterior (0,57%) e levou o acumulado 12 meses para 6,59%.**

A descompressão dos grupos Habitação e Transportes contribuiu para trazer a inflação para um patamar inferior ao observado em setembro. O primeiro por conta da diluição dos efeitos de energia elétrica e gás de botijão, e o segundo pela menor variação dos preços de passagem aérea, já observada no IPCA-15 de outubro. Apesar de já ser esperado, **o ritmo da desaceleração de Transportes foi mais fraco devido à alta nos preços de veículos. Além desses fatores, a acomodação mais intensa do grupo Alimentação e Bebidas (principal divergência em relação à nossa projeção)** contribuiu para o número mais baixo de inflação.

Já para o mês de novembro é esperada variação ao redor de 0,60%, com uma aceleração nos preços de Alimentação e Bebidas e principalmente em razão dos reajustes de preços administrados, com destaques para energia elétrica e gasolina, este último em vigor a partir do dia sete de novembro. **Com a confirmação dos reajustes de combustíveis, anunciada**

ontem à noite, revisamos a nossa projeção para o IPCA no ano de 6,40% para 6,50%, apesar da surpresa positiva no mês de outubro.

DESTAQUES DA SEMANA (10 A 14/11/2014)

Após a semana anterior carregada de dados econômicos, principalmente nos EUA, onde eles mostraram um quadro bastante auspicioso para a atividade industrial e o mercado de trabalho naquele país, as atenções dos investidores agora devem se voltar para o desempenho da segunda maior economia mundial, qual seja, a China. A semana que se inicia trará os principais indicadores referentes ao mês de outubro do nível de atividade, inflação e setor externo, os quais serão, como sempre, esmiuçados para o melhor dimensionamento do pouso suave da economia chinesa no começo do último trimestre do ano. As pesquisas de confiança do empresariado naquele mês mostraram certa moderação da atividade, em que pesem elas continuarem em território expansionista. Não menos importantes serão as divulgações dos números preliminares do PIB da Zona do Euro e da Alemanha referentes ao 3T14. Esses podem delinear um quadro de recessão técnica para a última, definida como dois trimestres consecutivos de retração, após variação negativa de 0,2% no trimestre anterior. Do outro lado do Atlântico, os destaques serão as vendas no varejo tanto nos EUA quanto no Brasil, ambas a serem divulgadas na quinta-feira (14). Porém, enquanto lá os dados são referentes a outubro, por aqui, devido à maior defasagem, elas contemplam o desempenho do setor no mês de anterior.

- No Brasil, além das vendas no varejo de setembro que, no conceito restrito, dever-se-ão expandir +0,1% em relação ao mês anterior e contrair 0,3% comparativamente a setembro de 2013, e ainda mostrar variações de +0,3% e -1,7%, nas mesmas bases de comparação, quando incluídas as vendas de veículos e material de construção, teremos indicadores secundários de inflação como a 1ª prévia do IGP-M de novembro, o IPC-S e o IPC da FIPE da 1ª semana do mês.

- Nos EUA, destacamos a pesquisas de confiança dos pequenos empresários da NFIB referente a outubro na terça-feira (11), o orçamento federal também daquele mês e a prévia da confiança do consumidor de novembro, que deve seguir em trajetória ascendente com o novo recuo do preço da gasolina.

- Na Europa, as atenções estarão nos dados do PIB do 3T14 da Zona do Euro e da Alemanha, que podem confirmar nova retração da atividade para a maior economia da região. Também sairão as leituras finais de inflação de outubro para ambos. Para a China, teremos os dados de produção industrial, vendas no varejo, balança comercial, inflação e crédito que ajudarão a delinear o estado atual da economia no começo do 4T14.

MERCADO DE TRABALHO FORMAL TEM PIOR OUTUBRO DESDE 1998

O Ministério do Trabalho divulgou hoje o relatório Caged, com os dados de emprego formal, referentes ao mês de outubro. Registrou-se o encerramento de 30,3 mil vagas, o pior resultado para o mês desde 1998. Este resultado ficou abaixo tanto da nossa estimativa (+61,8 mil) quanto da mediana das expectativas do mercado (+55,5 mil), segundo a Bloomberg.

O saldo caiu em relação ao mês anterior, de +123,8 mil novas vagas, e teve como destaque a redução de postos de trabalho na indústria e na construção civil, além da menor absorção do excedente de mão-de-obra por parte do setor de serviços, sendo estes dois últimos os principais desvios em relação à nossa projeção. Já na série livre de influências sazonais, o saldo ficou negativo e abaixo do observado no mês anterior, ao passar de +10 mil para -30 mil, corroborando para a perspectiva de crescimento mais fraco do consumo em 2014.

Para as próximas divulgações não esperamos uma melhora significativa na dinâmica da criação de posto de trabalho com carteira assinada. Se esse cenário for confirmado, o Caged poderá encerrar o ano com metade da criação de vagas observada em 2013.

VOLUME DE VENDAS CRESCE 0,4% EM SETEMBRO

O IBGE divulgou a Pesquisa Mensal de Comércio (PMC) referente ao mês de setembro. Na comparação mensal, livre de influências sazonais, se observou alta de 0,4% das vendas no conceito restrito, e um crescimento de 0,5% no conceito ampliado, que inclui veículos e materiais de construção. Já na comparação anual os conceitos apresentaram movimentos contrários, o primeiro subindo de +0,5% e o segundo caindo de -1,2%. Com isso, as vendas do terceiro trimestre caíram na em relação ao trimestre anterior, tanto no restrito (-0,4%) quanto no ampliado (-1,9%).

Ainda segundo o IBGE, as vendas em cinco dos dez segmentos pesquisados cresceram em relação ao mês anterior, sendo os principais destaques combustíveis (+0,7%), materiais de construção (+0,5%) e Móveis e Eletrodomésticos (+1,8%). Importante notar que dentre os segmentos com redução nas vendas estão os dois com maior peso no índice, Supermercados (-0,3%) e Veículos (-0,6%).

O resultado da PMC ficou acima da nossa expectativa tanto no conceito restrito (+0,1% M/M e -0,3% A/A) quanto no ampliado (+0,3% M/M e -1,7% A/A). A principal divergência em relação à nossa projeção ocorreu devido à queda menos intensa das vendas de Supermercado, entretanto, também era esperado um crescimento nas vendas de Veículos que foi compensado por uma surpresa positiva em materiais de construção.

Em suma, apesar do desempenho positivo no mês, a situação do comércio continua a refletir o menor dinamismo do mercado de trabalho e a maior restrição do acesso ao crédito, principalmente nas vendas de veículos. No acumulado em doze meses, o volume de vendas chegou ao patamar negativo no conceito ampliado (-0,1%), bem aquém da média observada em 2013 (+5,9%).

Para o IBC-Br de setembro, que deverá ser divulgado na próxima segunda-feira pelo Banco Central, a nossa projeção é altas de +0,2% na comparação mensal e de +0,6% na comparação anual.

INFLAÇÃO CAI EM 12 MESES

O IPCA-15 de outubro registrou variação de 0,38%, surpreendendo positivamente a nossa estimativa (0,49%) e a mediana esperada pelos analistas de mercado (0,50%), segundo a Bloomberg. Com este resultado, o **acumulado** em **12 meses registrou 6,42%, diminuindo em relação ao mês anterior (6,62%) e voltando para um patamar abaixo do teto da meta.**

Em relação ao mês de outubro, os principais grupos que contribuíram para essa desaceleração foram Alimentação e bebidas, Habitação e Vestuário. No grupo Habitação, o destaque é a acomodação dos preços de gás de botijão. Já em Vestuário, a desaceleração foi conduzida pela queda nos preços de calçados e acessórios, destoante do movimento sazonal de alta. Em Alimentação e Bebidas, a queda da alimentação fora do domicilio foi o principal fator.

De maneira geral, a surpresa em relação a nossa projeção foi espalhada entre os grupos. As principais divergências em relação à projeção se deveram aos grupos de Alimentação e bebidas e Transportes. O primeiro pela já citada queda da alimentação fora do domicílio e o segundo pelas quedas de automóveis e passagens áreas.

Para o IPCA fechado de novembro, projetamos variação entre de 0,50% e 0,55%, acelerando em relação ao número divulgado hoje. A consolidação de dois impactos de itens administrados são os principais fatores dessa alta; o reajuste de combustíveis anunciado pela Petrobras no dia 7 de novembro e o aumento das tarifas de energia elétrica da Light, no Rio de Janeiro. Além disso, pressões maiores em Alimentação e bebidas também contribuem para esse movimento.

MERCADO DE TRABALHO SEGUE BASTANTE AJUSTADO

O IBGE divulgou a sua Pesquisa Mensal de Emprego (PME) referente ao mês de outubro. A taxa de desemprego atingiu 4,7% no mês, abaixo da taxa de setembro e da mediana das expectativas de mercado, segundo pesquisa da Bloomberg, ambas em 4,9%, e também da nossa projeção, de 5,1%. Na série livre de influências sazonais, a taxa ficou estável em 4,8%.

A taxa de atividade subiu para 56,2% ante 55,9% no mês anterior, enquanto que a taxa de ocupação passou de 53,2% para 53,6%, na mesma base de comparação. Isso implica dizer que a absorção de mão de obra foi maior do que o aumento da busca por emprego, ao contrário do que se observou em setembro quando, apesar da menor criação de vagas, a taxa de desemprego diminuiu devido à maior redução da taxa de participação.

O aumento da ocupação se deu principalmente nas atividades relacionadas à administração pública, construção e indústria. Já o rendimento médio real cresceu (+2,3%), o que levou a massa salarial a uma expansão expressiva em outubro, de 3,0%. Grosso modo, a pesquisa segue sinalizando que o mercado de trabalho segue bastante ajustado.

ATA DA 32ª REUNIÃO ORDINÁRIA DO COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

Aos vinte e nove dias do mês de dezembro de dois mil e quatorze (29/12/2014), na sala de reuniões do CONCHAL*PREV*, sita na Rua XV de Novembro, 587, Centro, realizou-se a 32.ª Sessão Ordinária do Comitê de Investimentos do CONCHALPREV, instituído pela Portaria n.º 160, de 16 de maio de 2012. Presentes a Presidente Dalva Suely Guerra Pulz e os membros Dr. Ademir Antonio de Azevedo – Gestor de Investimentos e Diretor de Assuntos Jurídicos e a Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz – Diretora Financeira. Também presente a Srta. Caroline da Silva Martins, nomeada secretária *"ad hoc"*. PAUTA: 1) Aprovação da Ata da 31ª Reunião Ordinária do Comitê, que será apresentada ao Conselho de Administração do Instituto. A ata, depois de lida, foi aprovada por unanimidade de membros. 2) Análise da conjuntura econômica nacional e internacional no mês de novembro do presente ano. A análise da conjuntura foi realizada com textos e indicadores produzidos pelo mercado como de costume. O Gestor salientou que no mês corrente tem havido uma forte queda no rendimento das aplicações devido a crise na Rússia por conta do embargo internacional, bem como por conta da operação da Polícia Federal sobre os casos de corrupção na Petrobrás. 3) Aplicações dos recursos provenientes de repasses do presente mês. Foi apresentado o relatório consolidado de rendimentos do mês de novembro, com retorno positivo de 1,93% contra meta atuarial de 1,00%. Neste mês a meta foi superada com devido a melhora da percepção da economia nacional com a indicação da equipe econômica para o próximo mandato da Presidenta Dilma. Também influenciaram os resultados notadamente dos fundos IMA a indicação de que os juros seriam estabilizados. No entanto esta aparente manutenção dos juros no patamar de 10,75% não se sustentou o que impactara negativamente no resultado do mês de dezembro/14. O mercado atualmente considera a taxa Selic no final do ciclo de aperto em 12,25% no final de 2015, levando ao fechamento das taxas na marcação a mercado. 4) Boletim Focus. Foi apresentado o último Boletim Focus com as expectativas do mercado sobre a inflação, crescimento do PIB, evolução do dólar frente ao real entre outros dados. Nada mais havendo a tratar a Presidente então encerrou a reunião e determinou que eu, ( ), Caroline da Silva Martins, Secretária *"ad hoc"* para a presente sessão, lavrasse a presente ata e

agendou a próxima reunião para o dia 30 de janeiro de 2015, às 10h30min, saindo os membros convocados.

Dalva Suely Guerra Pulz
Presidente

Membros:

Dr. Ademir Antonio de Azevedo
Gestor de investimentos

Sra. Maria Paula Coletta de Lima Pulz
Diretora Financeira

Caroline da Silva Martins
Secretária *"ad hoc"*

32.ª REUNIÃO ORDINÁRIA

DATA: 29/12/2014

LISTA DE PRESENÇA

NOME	CARGO	ASSINATURA

CENÁRIO MACROECONÔMICO
SEMANA A SEMANA COM PARTICIPAÇÃO DO BANCO DO BRASIL S.A E DO BANCO VOTORANTIM S.A.
COMITÊ DE INVESTIMENTOS – COMIN

DESTAQUES DA SEMANA (01 A 05/12/2014)

A política monetária global estará no centro das atenções, nesta semana, com reuniões determinantes de taxas de juros na Zona do Euro, na Inglaterra e no Brasil. As direções, no entanto, não serão as mesmas. O Banco Central Europeu (BCE), preocupado com a fragilidade econômica da região e o nível baixo da inflação, tem trabalhado no sentido de afrouxar as condições monetárias para estimular a economia, além de cobrar medidas dos governos nacionais. O Banco da Inglaterra (BoE), percebendo um reflexo da desaceleração de algumas das principais economias globais, tem sinalizado que poderá ser mais suave do que o incialmente imaginado no processo de normalização da sua política. Em ambos os casos, as principais diretrizes da política monetária não deverão sofrer alterações, mas a comunicação deverá trazer reforços para a direção pretendida. Já no Brasil, o Copom deverá acelerar o aperto monetário elevando a taxa Selic para 11,75% a fim de retomar o controle das expectativas inflacionárias e limitar as pressões correntes. Aqui, a desvalorização da moeda desequilibrou o balanço para a inflação exigindo uma reação e o governo reeleito tem apresentado uma postura de maior ortodoxia econômica com atuação em diversas frentes para preservar as conquistas dos últimos anos e recolocar a economia em trajetória de crescimento. Por fim, nos EUA não haverá uma reunião do Fomc, mas os mais importantes indicadores econômicos mensais serão divulgados e devem afetar as expectativas da política monetária. Além deles, diversos membros do Fed têm discursos programados nesta semana, inclusive os três mais importantes.

- No Brasil, destacamos a divulgação do IPCA de novembro, que deverá acelerar para 0,53% ante 0,42%, com pressões em alimentação e transportes. Também serão divulgados novos dados do setor industrial. A produção de outubro deverá apresentar mais uma vez um resultado bastante fraco (+0,1%) em relação ao mês anterior, pois o nível de confiança do setor ainda é baixo e os estoques estão elevados. Já com relação a novembro, a Anfavea divulgará novos dados do setor automobilístico, que permitirão estimar os resultados gerais da indústria no período. Também conheceremos o saldo da balança comercial de novembro, que deve registrar um déficit expressivo.

- Nos EUA, serão divulgados os dados oficiais do mercado de trabalho, de novembro, que poderão apresentar uma desaceleração da criação de emprego, embora sem prejudicar a trajetória de redução da taxa de desemprego, que deve ficar em 5,8%. Também serão divulgados os ISM da indústria e de serviços, referentes a novembro. O primeiro deverá ceder levemente de um patamar muito elevado e o segundo deverá subir acompanhando a expansão do consumo da população.

- Na Europa, os destaques, dentre os indicadores econômicos, são as divulgações dos PMIs da indústria e de serviços, que devem cair em relação ao mês anterior, retratando a fragilidade econômica da região. A China também divulgará os mesmos PMIs.

PRODUÇÃO INDUSTRIAL FICA ESTÁVEL EM OUTUBRO

Segundo o IBGE, a produção industrial ficou estável em outubro na comparação com o mês anterior, em termos dessazonalizados. Este resultado ficou abaixo tanto da nossa projeção (+0,1%) quanto da mediana das expectativas do mercado (+0,3%), segundo pesquisa da Bloomberg. Já na comparação anual, a produção caiu 3,6% em relação ao mesmo período de 2013 também abaixo tanto da nossa estimativa quanto da mediana do mercado, de -3,3% e -3,0% respectivamente.

Em linha com resultado do índice fechado, 16 das 24 atividades pesquisadas apresentaram redução em relação ao mês anterior tendo como destaque as quedas de produtos farmacêuticos (-9,7%) e de veículos (-2,2%) e a alta de produtos alimentícios (+2,5%) e de produtos derivados do petróleo (+0,9%). Segundo as categorias de uso, bens intermediários e

bens de capital seguiram o comportamento do índice geral e tiveram variação nula na comparação mensal, enquanto que o grupo de bens de consumo apresentou aumento de 0,2% na mesma base de comparação.
A desvalorização cambial observada em setembro e outubro parece ter surtido efeito na indústria, principalmente em relação aos produtos químicos, mais dependentes de importação, de forma que a continuidade deste movimento cambial adiciona um viés baixista ao resultado da produção do mês de novembro, pelo menos neste setor. Entretanto, ressaltamos que os produtos derivados do petróleo são uma exceção pontual a esse movimento devido à forte queda do preço internacional desta commodity. Além disso, as vendas de veículos, segundo dados da Fenabrave, não tiveram um forte desempenho em novembro, de forma que o processo de ajuste de estoques deverá ter continuidade.

COPOM INTENSIFICA AJUSTE, MAS SINALIZA PARCIMÔNIA
O Copom (Comitê de Política Monetária) decidiu em votação unânime intensificar o ajuste monetário, elevando a taxa Selic em 50 bps para 11,75%. O ciclo, ora em curso, havia sido inesperadamente retomado na reunião anterior, em outubro, quando a maioria dos diretores optou por uma alta de 25 bps, apenas três dias após o 2º turno das eleições presidenciais. Até então, a taxa básica de juros ficara estável em 11,00% por seis meses.
Esse desfecho era esperado pela maior parte dos analistas, que nas últimas semanas veio revisando pra cima o ritmo do aperto diante das sinalizações dos próprios membros do comitê da necessidade de se manter especialmente vigilante com o balanço de riscos menos favorável para a inflação.
Nos últimos dias, os investidores passaram até mesmo a apostar, ainda que com menor probabilidade, num cenário alternativo no qual o processo de ajuste das condições monetárias dar-se-ia em passos ainda mais fortes, talvez com altas de 75 bps. O racional seria a busca pela convergência mais rápida das expectativas para o centro da meta.
Neste sentido, destaca-se a avaliação expressa no comunicado de que o esforço adicional de política monetária tende a ser implementado com parcimônia, a qual reforça a estratégia incremental ao mesmo tempo em que se reduzem as especulações naquele cenário. Em que pesem as expectativas continuarem acima do objetivo central, até mesmo em horizontes mais longos, as preocupações com o nível de atividade, somadas à contribuição do deslocamento da política fiscal para campo restritivo, já anunciado pelo novo ministro da Fazenda, pesaram a favor do gradualismo.
Por ora, mantemos o cenário de mais elevações da taxa Selic, que chegaria a 12,50% no final do 1T15, porém com viés de o ciclo ser estendido para além desta expectativa inicial, talvez até mesmo além de 13%, a depender da evolução do quadro inflacionário nos próximos meses.

A VEZ DO AJUSTE. E SUAS CONSEQUÊNCIAS.
NÍVEL DE ATIVIDADE
O Brasil continuará crescendo pouco em 2015. Nossa expectativa é que o ano que está se encerrando registrará apenas 0,1% de crescimento do PIB, o qual deve acelerar para 0,5% no próximo ano. Os ajustes pelos quais o país passará pesarão na economia, que já não está mais contando com a força do consumo das famílias para impulsioná-la, pois seus condicionantes estão em deterioração. Nem tampouco com um desempenho muito positivo da economia global, em que diversas regiões relevantes apresentam grandes dificuldades. No entanto, a chave para, pelo menos, termos uma melhora de perspectivas ao longo ano será a recuperação da confiança dos agentes, que poderá vir a partir da confirmação da política econômica austera que está para ser implementada.
INFLAÇÃO
Para 2015, a nossa expectativa é que o IPCA permaneça próximo ao teto da meta, sendo que em sua composição esperamos a intensificação dos movimentos observados no ano anterior. Uma recomposição mais vigorosa de preços administrados contrabalanceada por um arrefecimento adicional de preços livres, principalmente em razão da retomada das altas de juros e a manutenção de um baixo ritmo da atividade. Entretanto, desvalorizações adicionais da taxa de câmbio tendem a limitar essa contribuição baixista da atividade sobre os preços livres.
CONTAS PÚBLICAS
A trajetória das contas públicas atualmente é insustentável. Um ajuste fiscal é inevitável. Não será fácil de executar, na velocidade proposta, mas sua completa implementação é vital para a recuperação da confiança, para a aceleração do crescimento e para adequação das variáveis macroeconômicas. A credibilidade do futuro ministro Levy aumenta bastante a perspectiva de que os objetivos traçados serão atingidos, ainda que ao custo de uma provável retração no início do próximo ano. Tributos serão elevados e gastos, inclusive de investimentos, serão reduzidos. Ao longo do período de aperto fiscal, de uns três anos, o tamanho relativo da dívida deverá crescer sensivelmente, mas na saída o país apresentará maior consistência e sustentabilidade.

CONTAS EXTERNAS

O saldo comercial em 2015 deve ter uma tímida recuperação. Nossa projeção é de um superávit pequeno de US$ 1 bilhão. Este somado a um déficit menor do grupo serviços das transações correntes por conta da taxa de câmbio mais desvalorizada faria com que o déficit nas transações correntes em porcentagem do PIB recuasse em 0,4 p.p. para 3,5%. Todavia, o Brasil deve atrair recursos suficientes para financiar esse déficit, mesmo com o ambiente externo mais desafiador dada a continuidade da normalização de política monetária nos EUA. A taxa de câmbio flutuante absorverá, como sempre, a volatilidade do fluxo internacional de capitais, mas a intensidade será tanto maior quanto maior a necessidade de recursos externos. Portanto, é recomendável que a política econômica busque cada vez mais estimular a formação de poupança doméstica para mitigar os impactos dos períodos de instabilidade internacional nos preços de ativos brasileiros.

MERCADO FINANCEIRO

Para o próximo ano, esperamos que os ativos brasileiros sejam influenciados por uma combinação de forças externas e internas. Nos primeiros meses, antevemos a continuidade das preocupações com o crescimento mundial, o fortalecimento do dólar e a queda dos preços das commodities. Essas devem forçar as autoridades monetárias a adicionarem mais estímulos. Ou seja, a liquidez abundante e a busca por rentabilidade podem manter a demanda ainda aquecida por ativos de países emergentes, principalmente na categoria de renda fixa. Trabalhamos com a hipótese do CDS de 5 anos do Brasil manter-se ao redor de 150 bps ao longo do ano, podendo, contudo, sofrer certa pressão à medida que se aproximaria o processo de aumento de juros nos EUA. Neste sentido, o ajuste de política econômica a ser perseguido no Brasil, combinando maior austeridade nas contas públicas e aperto monetário, deve ser favorável a essa classe de ativos. Na renda variável, ainda deverá prevalecer a volatilidade, sem uma tendência clara para os preços das ações do Ibovespa. Por fim, esperamos que a o Real continue perdendo valor frente ao dólar, em parte pelos termos de troca mais moderados em 2015.

BC CONTA COM DIVERSAS FRENTES PARA QUE A INFLAÇÃO INICIE CONVERGÊNCIA

O Banco Central divulgou a ata da reunião do Copom da semana passada, em que a Selic foi elevada em 50bps para 11,75%.

O texto mencionou que o balanço de riscos para a inflação ainda é desfavorável por causa do realinhamento de preços relativos. No entanto, foi mencionada a possibilidade de um cenário em que a inflação deve se manter pressionada em 2015, mas que poderá, ainda no ano que vem, iniciar uma trajetória de convergência para a meta.

Parece apontar, portanto, que esta possibilidade seria concretizada a partir da adoção de novas medidas com este intuito. Essas medidas devem envolver a política fiscal, o crédito subsidiado e a própria política monetária.

Sobre a política fiscal, mencionou que ela tende à neutralidade, mas que poderá, inclusive, migrar para a zona de contenção fiscal. Sobre o crédito, atribui elevada probabilidade a que sejam implementadas iniciativas para moderar a concessão de subsídios por intermédio dessas operações.

Isto é, o Copom conta com o aperto nesses dois campos para ajudar na tarefa de fazer com que a inflação inicie a convergência para a meta, o que deverá ser complementado pela política monetária especialmente vigilante, em que a Selic será aumentada nas próximas reuniões do Copom.

Dado o cenário atual e prospectivo da inflação, consideramos, por ora, que será necessário para esta tarefa levar a Selic para 12,50%. Isto deve ser feito com mais um aumento de 50bps em janeiro e outro de 25bps em março.

Ademais, com este arcabouço, a confiança deverá melhorar e a atividade econômica poderá entrar em trajetória de recuperação no segundo semestre de 2015.

VENDAS CRESCERAM ACIMA DAS EXPECTATIVAS EM OUTUBRO

O IBGE divulgou a Pesquisa Mensal de Comércio (PMC) referente ao mês de outubro. Na comparação mensal, livre de influências sazonais, se observou alta de 1,0% das vendas no conceito restrito, e um crescimento de 1,7% no conceito ampliado, que inclui veículos e materiais de construção. Já na comparação anual, os conceitos apresentaram movimentos contrários, o primeiro subindo 1,8% e o segundo caindo 2,6%.

Ainda segundo o IBGE, o volume de vendas, livre de influências sazonais, aumentou em nove dos dez segmentos pesquisados. Os destaques ficaram por conta de veículos (+4,3%), supermercados (+1,3%), combustíveis (+0,5%) e vestuário (+2,0%), sendo os dois primeiros os segmentos de maior peso no índice.

O resultado da PMC ficou acima da nossa expectativa tanto no conceito restrito (+0,3% M/M e +0,6% A/A) quanto no ampliado (+0,8% M/M e -3,4% A/A). Grosso modo, era esperada uma expansão disseminada das vendas, refletindo o crescimento da massa salarial observado na pesquisa de emprego do IBGE, mas a intensidade desta expansão surpreendeu.

Em suma, as vendas no varejo tiveram um bom desempenho em outubro, mas a comparação com o ano anterior ainda preocupa. No acumulado em doze meses, as vendas cresceram 3,1% no conceito restrito, abaixo da média de 4,3% em 2013, e caíram 0,5% no conceito ampliado, bem aquém da média observada no ano passado (+3,6%). A expansão da massa salarial, principalmente devido aos ganhos reais de renda, continua a sustentar algum crescimento do comércio, enquanto que a maior restrição no acesso ao crédito ainda se caracteriza como uma barreira a uma maior expansão do setor.

DESTAQUES DA SEMANA (08 A 12 DE DEZEMBRO DE 2014)

A economia americana segue evoluindo com mais dinamismo do que outras regiões do mundo, como têm demonstrado os últimos indicadores de atividade. Sua inflação, por outro lado, permanece confortavelmente abaixo da meta de 2%. No entanto, prospectivamente, o fortalecimento da economia deverá impulsionar os salários domésticos, com impacto em breve na aceleração dos preços. Observando este cenário, o Fed já está preparando terreno para limitar a aceleração da inflação. A sinalização mais recente é de que o próximo movimento do Fed será, na sua última reunião de política monetária deste ano, na próxima quarta-feira, a supressão da expressão "por um período considerável de tempo" do comunicado de sua decisão. Abrir-se-ia espaço para uma alteração da taxa básica de juros a partir de meados do ano que vem, possivelmente ainda no 2T14. Ainda que bastante aguardado, a concretização desta atitude deverá produzir impactos nos mercados globais. Este será o principal evento da próxima semana no cenário internacional. Além deste, na Europa, seus líderes nacionais se encontrarão no final da semana para discutirem a fragilidade econômica da região. No Brasil, a agenda desta semana está cheia. Além da possibilidade de divulgação do Relatório de Inflação (veja pág.3), pelo Banco Central, está marcada para quinta-feira a última reunião do CMN deste ano. Nela será definida, entre outros assuntos, a TJLP (veja pág.3) que deverá vigorar no 1T15. A decisão que vier a ser tomada sobre ela se configurará numa concreta sinalização dos novos rumos da política econômica para o segundo mandato da presidente Dilma, sem desmerecer outros eventos que estão por vir. Ao longo da semana, o mercado também deverá acompanhar com atenção as discussões no Legislativo sobre os trâmites da lei orçamentária, que podem implicar em restrição de gastos no início de 2015.

- No Brasil, a agenda de indicadores também é bastante ampla. Na inflação, teremos o IPCA-15 de dezembro, na sexta-feira, que deve registrar uma importante aceleração para 0,78%. O IBC-Br deverá captar uma ligeira expansão da economia no mês de outubro, ao passo que os dados do mercado de trabalho deverão continuar apontando enfraquecimento. Das contas externas, o saldo em transações correntes deve continuar bastante deficitário. Das contas públicas, a arrecadação tributária deve continuar baixa, por causa do fraco crescimento da economia.

- Nos EUA, a agenda de indicadores é mais limitada, com destaque para o CPI de novembro. Também serão divulgados novos dados dos setores industrial e residencial, que em geral devem apontar que estão em boas condições.

- Na Europa, teremos as prévias de dezembro dos PMIs da indústria e de serviços. Os índices para a Zona do Euro estão muito próximos do equilíbrio e não inspiram muito otimismo. Já as pesquisas ZEW e IFO, depois de fortes retrações ao longo do ano, tiveram melhoras tênues em suas últimas edições, o que, no entanto, não parece configurar uma tendência ainda. A expectativa para os novos resultados é de que os índices permaneçam em patamar baixo. A China também divulgará a prévia do seu PMI industrial.

CRIAÇÃO DE POSTOS DE TRABALHO FORMAL CONTINUA DESACELERANDO

O Ministério do Trabalho divulgou hoje o relatório Caged, com os dados de emprego formal, referentes ao mês de novembro. Registrou-se a abertura de 8,4 mil vagas, acima tanto da nossa estimativa (-20,0 mil) quanto da mediana das expectativas do mercado (-32,0 mil), segundo pesquisa da Bloomberg. O saldo subiu em relação ao mês anterior, de -30,3 mil, mas ficou abaixo do resultado de novembro de 2013, de +47,5 mil.

Grosso modo, a criação de vagas seguiu a sazonalidade do mês, em que se observam muitas contratações no setor de comércio e demissões na indústria e na construção civil, sendo o movimento nos últimos dois setores mais intenso do que de costume dado o atual momento da economia. O desvio em relação à projeção se restringiu à intensidade destes movimentos, principalmente na maior absorção de mão de obra no varejo. Já na série livre de influências sazonais, o saldo ficou positivo e acima do observado no mês anterior, ao passar de -36 mil para +5 mil, ainda corroborando a perspectiva de desaceleração do mercado de trabalho.

Para a última divulgação de 2014 não é esperada uma melhora significativa na criação de posto de trabalho com carteira assinada, de forma que o mercado de trabalho formal poderá encerrar o ano criando menos da metade das 732 mil novas vagas de 2013.

AMBIENTE ECONÔMICO

INTERNACIONAL

Em novembro, o Banco Central da China decidiu realizar o primeiro corte de juros desde meados de 2012, sugerindo aumento das preocupações quanto ao enfraquecimento da economia. Em que pese estímulos monetários terem sido eficientes em outras ocasiões para impulsionar a economia, entendemos que o enfraquecimento da economia chinesa tem atualmente natureza estrutural e, assim, medidas tipicamente anticíclicas deverão ter impacto limitado.

Nos EUA, destaca-se a continuidade do fortalecimento dos dados econômicos e, em especial, do mercado de trabalho.

Por fim, a queda abrupta do petróleo registrada no mês é um vetor positivo para o crescimento global em 2015, especialmente para os países desenvolvidos.

BRASIL

A nomeação de um ministro da fazenda com perfil ortodoxo, e o anúncio de uma reversão da deterioração da política fiscal observada nos últimos anos, sugere uma trajetória de correção nos desequilíbrios acumulados pela economia brasileira. Ainda assim, o Banco Central sinalizou uma aceleração no ritmo de aperto monetário em sua próxima reunião, dado o elevado patamar atingido pelo índice que mede a inflação ao consumidor (IPCA).

A combinação de uma política fiscal restritiva, com uma atividade mais fraca, confirmada pelo fraco desempenho do PIB, deve se refletir em um ciclo de aperto monetário moderado, levando a Selic para 12,50% frente ao patamar de 11,25% (final de novembro).

DESEMPREGO SOBE MARGINALMENTE EM NOVEMBRO

O IBGE divulgou a sua Pesquisa Mensal de Emprego (PME) referente ao mês de novembro. A taxa de desemprego atingiu 4,8% no mês, acima tanto do resultado de outubro (4,7%) quanto da mediana das expectativas de mercado (4,5%), segundo pesquisa da Bloomberg, e abaixo da nossa projeção, de 4,9%. Na série livre de influências sazonais, a taxa subiu para 5,3% ante 4,8% no mês anterior.

A taxa de atividade subiu para 56,5% ante 56,2% em outubro, enquanto que a taxa de ocupação passou de 53,6% para 53,8%, na mesma base de comparação. Isso explica melhor o comportamento do mercado de trabalho no mês, ou seja, a absorção de mão de obra foi insuficiente para acomodar o aumento da busca por emprego em novembro, sendo que as contratações se deram principalmente no emprego informal e na administração pública.

Já o rendimento médio real cresceu 0,7% em relação ao mês anterior bem abaixo do crescimento de outubro (+2,3%). Essa desaceleração era esperada, em parte devido ao mês de outubro ter concentrado reajustes salariais e também pela alteração da composição do mercado de trabalho em novembro com maior participação do emprego sem carteira assinada, historicamente de menor remuneração. A massa salarial registrou uma expansão de 1,2%, o que deve dar alguma sustentação ao consumo no curto prazo, ainda que o crescimento tenha sido menor do que os 3,0% de outubro.

INFLAÇÃO ACELERA EM DEZEMBRO

O IPCA-15 de dezembro registrou variação de 0,79%, próxima a nossa estimativa (0,78%) e acima da mediana esperada pelos analistas de mercado (0,75%), segundo a Bloomberg. Com este resultado, **o acumulado 12 meses do IPCA-15 encerra o ano em 6,46%**.

A inflação acelerou em relação ao IPCA-15 do mês anterior (0,38%) e ao IPCA de novembro (0,51%). Os principais grupos que contribuíram para essa aceleração foram Transportes e Alimentação e Bebidas. No primeiro, o destaque são os preços de passagens aéreas que subiram 42,4%, sendo responsável por um impacto de 19bps no índice. Adicionalmente, a incorporação do reajuste de gasolina e diesel atingiu o pico nessa divulgação do IPCA-15. Em Alimentação e Bebidas, a aceleração da alimentação fora do domicilio foi o principal fator.

A surpresa em relação a nossa projeção foi concentrada nos preços de serviços e a principal divergência foi justamente a maior variação de passagens aéreas.

Para o IPCA de dezembro, projetamos variação em torno de 0,78%, em patamar próximo ao número divulgado hoje. Se nossa estimativa estiver correta, o IPCA fechará 2014 em 6,41%, levemente abaixo do teto da meta (6,50%).

DESTAQUES DA SEMANA (22 a 26 de dezembro de 2014)

Esta semana encurtada pelas festas de Natal contará com alguns eventos relevantes para o cenário de médio prazo. Uma nova rodada de negociações entre russos e ucranianos ocorrerá no domingo, dia 21. A queda dos preços do petróleo com efeitos relevantes sobre a moeda russa obrigou o país a tomar medidas para conter o movimento, como, por exemplo, uma forte elevação dos juros. Os sinais de fraqueza do país levaram o ocidente a aproveitar o momento para intensificar as sanções econômicas. O objetivo seria conseguir algum recuo na posição belicista russa com relação à Ucrânia como ponto de partida para retirar, ou aliviar, o bloqueio econômico e reverter o processo recente de deterioração. Na Grécia ocorrerá uma nova rodada da votação presidencial indireta, no Congresso, na terça-feira, dia 23. O insucesso em algum candidato obter pelo menos 200 dos 300 votos levará à terceira e última rodada indireta, no dia 29, com limite reduzido de 180 votos. Se o processo não for concluído, eleições parlamentares diretas deverão ser chamadas e, neste caso, os temores são de que a nova composição do parlamento tenderia a privilegiar menos a austeridade fiscal. Este desfecho, se ocorrer, poderá gerar uma nova rodada de turbulência. No Brasil, as atenções continuarão sobre a transição política com mudanças aguardadas no ministério e, especialmente na equipe econômica, além das empresas estatais e bancos públicos. Cada novo nome ajudará a formar expectativas sobre o que esperar do segundo mandato da presidente Dilma. No Congresso, com a LDO 2015 já aprovada, a atividade parlamentar não deverá ser relevante, uma vez que dificilmente o orçamento federal será votado ainda em 2014. O relatório trimestral de inflação deverá ser divulgado nesta terça-feira.

- No Brasil, a agenda de indicadores ainda conta com alguns dados relevantes. A FGV divulga índices de confiança, como o industrial e dos consumidores, referentes a dezembro. Seus resultados indicarão se já há alguma reação da sociedade com as políticas que têm sido sinalizadas. O Banco Central divulgará relatório com dados do crédito em novembro. Ele deve continuar retratando desaceleração. O Tesouro Nacional poderá divulgar o resultado primário do governo central, que deverá ser um déficit.

- Alguns dados relevantes também serão divulgados nos EUA. Destacamos o núcleo do deflator do consumo de novembro, que deve continuar oscilando próximo de 1,6%, em patamar ainda confortável para que o Fed avalie com paciência sua estratégia de política monetária. Outros indicadores importantes são o gasto e a renda pessoal de novembro, dados do setor residencial, a confiança do consumidor e os pedidos de auxílio desemprego.

- Na Europa, a agenda de indicadores é bastante limitada. Teremos o resultado do PIB de alguns países, como França e Inglaterra, e a confiança dos consumidores da Zona do Euro.

RECEITAS EXTRAORDINÁRIAS PUXAM A ARRECADAÇÃO NOVAMENTE

A Receita Federal recolheu R$ 104,5 bilhões em tributos, no mês de novembro. O resultado ficou acima da nossa expectativa (R$ 97,9 bilhões) e da mediana das projeções do mercado (R$ 100,5 bilhões). Na comparação com novembro do ano passado ainda foi registrada uma forte redução da arrecadação, com queda de 12,9% em termos reais, por causa da forte entrada de recursos referentes à concessão de Libra e à reabertura do Refis da crise, em novembro do ano passado.

Uma nova abertura do Refis, em novembro deste ano, trouxe um volume maior do que esperávamos para os cofres públicos e foi a principal diferença com relação a nossa projeção. Excluindo esses recursos, em ambos os meses de novembro, haveria uma redução da arrecadação de 2,0% em termos reais, reflexo da atividade econômica ainda fraca.
Esse volume total de recursos deverá ajudar a equilibrar o resultado primário governo central no mês. Sua divulgação está prevista para o dia 26. Já o setor público consolidado deverá registrar um superávit de R$ 3,3 bilhões, porque passadas as eleições os dispêndios dos governos regionais devem diminuir bastante. Este resultado será divulgado no dia 29. O acumulado em 12 meses do setor público, no entanto, se aproximará bastante do equilíbrio entre receitas e despesas.

CICLO DA SELIC NÃO DEVE DIFERIR DO QUE JÁ ESTÁ PRECIFICADO

O Relatório de Inflação, divulgado a pouco pelo Banco Central, traz sinais mistos para a expectativa com relação à política monetária. Em seu conjunto, contudo, não nos parecem apontar para um cenário muito diferente do que está sendo considerado pelos mercados e pelos analistas com relação à evolução da taxa Selic. Mantemos, portanto, nossa expectativa de que o ciclo de aperto monetário seguirá no ritmo de 50bps, em janeiro, e que a Selic atingirá 12,50% no final do ciclo.
As projeções para o IPCA reportadas no relatório indicam uma expressiva redução nos próximos dois anos. No cenário de referência, com câmbio constante em R$ 2,55 e Selic em 11,75%, o IPCA passaria de 6,4% em 2014 para 6,1% em 2015 e para 5,0% em 2016. No cenário de mercado, com a evolução projetada pelos mercados para as taxas de câmbio e de juros, os valores do IPCA seriam de 6,4%, 6,0% e 4,9%, respectivamente. O decaimento das projeções está ligado ao aperto monetário em si, ao aperto fiscal embutido no cenário e à fragilidade da economia (projeções do BC para o PIB são de 0,2% em 2014 e 0,6% em quatro trimestres até o 3T15).
Em que pesem esses valores do IPCA nos parecerem muito baixos, não se pode desconsiderar que eles buscam administrar expectativas e sinalizam que a taxa de juros não precisa, na visão do BC, ser muito diferente do que já está sendo considerado pelos mercados, isto é, em torno de 12,50% no final do ciclo, para que a inflação se comporte como a autoridade monetária julga necessário.
Nas projeções acima, o Banco Central usa os valores de 6,2% e de 5,2% para os preços administrados em 2015 e 2016, respectivamente. Nossas projeções, por outro lado, apontam para 8,0% de aumento do conjunto dos preços administrados em 2015, dado o realinhamento desses preços que está em andamento. Isto implicaria uma diferença de 40bps na projeção do IPCA. Parece-nos, portanto, que as projeções do BC estão subestimadas e serão revisadas ao longo do ano. Não se pode desconsiderar também a incerta trajetória da taxa de câmbio que tem efeitos relevantes sobre a inflação.
Com relação aos sinais mais duros, porém, notamos uma tentativa de correção da comunicação do BC. A palavra parcimônia causou dúvidas interpretativas nos mercados e foi excluída do sumário executivo. A nosso ver, ela cumpriu o papel de eliminar a possibilidade de que o mercado precificasse o ritmo da Selic em 75bps. Por outro lado, foi mantida a expressão de que a política monetária se manterá especialmente vigilante para minimizar os riscos para a inflação. Também foi adicionada uma nova expressão em que o BC diz que fará o que for necessário para levar a inflação para a meta de 4,5% em 2016. Essa tarefa nos parece pouco provável de ser cumprida, dadas as condições que se impõem, porém, é bem vinda a menção ao centro da meta. Ela abre um viés de que o ciclo da Selic poderá ser mais longo do que ora vislumbramos. Mas, ainda assim, não nos parece que seria mais extenso do que 13,0% para a Selic. Deixaremos, por enquanto, a possibilidade de levar a Selic para 13,0% por conta do Relatório de Inflação que normalmente tem trazido um tom mais "hawkish" do que as ações efetivas do BC.

DESTAQUES DA SEMANA (29/12/2014 A 02/01/2015)

Nesta semana, que engloba a virada para o ano de 2015, com feriados na maior parte dos países, poucos eventos relevantes para o mundo econômico e financeiro deverão estar nas manchetes. Provavelmente, virão do Brasil mesmo as principais notícias. A formação do ministério para o segundo mandato da presidente Dilma está sendo aguardada com bastante ansiedade pelos mercados. Possivelmente, inclusive, poderão surgir novas indicações da política econômica ou de nomes da equipe do ministério da Fazenda.

- No Brasil, dentre os indicadores econômicos, destaque para o resultado primário do setor público, cujo pequeno superávit primário esperado para novembro deverá levar ao equilíbrio do resultado no acumulado de 12 meses. O IGP-M de dezembro deve ficar em 0,67%, levando o ano a terminar com a menor alta dos últimos 5 anos, de 3,73%.

- Nos EUA, a agenda bastante limitada destaca o ISM industrial de dezembro que deve apresentar recuo, como sugerem os índices regionais, mas ainda mantendo patamar elevado. Também será divulgado o índice de confiança do consumidor, da Conference Board, e os pedidos semanais de auxílio desemprego.
- A Europa e a China contarão com as divulgações do PMIs finais de dezembro do setor industrial, que, em geral, têm apresentado resultados em torno do ponto de equilíbrio. Na China também ocorrerá a divulgação do PMI de serviços que ainda tem oscilado em patamar mais elevado (53,9 em novembro).

Rua XV de Novembro, nº 587, Centro, Conchal (SP) - CEP: 13.835-000
Telefone: (19) 3866-3948- C.N.P.J.: 04.106.469/0001-60
Endereço eletrônico www.conchalprev.com.br – e-mail: conchalprev@conchal.sp.gov.br