

CENÁRIO MACROECONÔMICO E ANÁLISE SETORIAL¹

1

CENÁRIO EXTERNO

A economia global deverá manter seu ritmo de melhora gradual em relação ao período do pós-crise de 2008, com o crescimento mundial sendo mais equilibrado entre as economias desenvolvidas e as emergentes. Contudo, deverá ser observado um ritmo de expansão menor do que o do período pré-crise. Cabe destacar que não faz parte do cenário a ocorrência de um evento capaz de alterar de forma significativa a conjuntura internacional.

Nos países desenvolvidos, o crescimento deverá ser puxado pelos Estados Unidos (EUA) e Reino Unido, enquanto Zona do Euro e Japão deverão apresentar uma atividade mais fraca, com os primeiros tendo uma política monetária menos expansionista, enquanto os últimos deverão manter os estímulos por um longo período de tempo.

Nos países emergentes, deverá se observar uma distinção entre eles. Alguns emergentes terão espaço para combater a esperada reversão de fluxo de capitais em direção aos EUA, pois apresentam inflação baixa, contas externas ajustadas e políticas monetária e fiscal sem desalinhamento. Já outros países com elevada inflação, baixo crescimento e/ou maior dependência de capital externo deverão sofrer mais com essa saída dos fluxos de capitais. Além disso, a China deverá se manter como o principal motor de crescimento, embora num ritmo menor do que o visto na década passada.

1.1 ATIVIDADE ECONÔMICA

A economia global deverá manter seu processo de recuperação com os estímulos adotados desde o pós-crise 2008/2009. O ano de 2015 deverá apresentar um maior crescimento devido, principalmente, à recuperação mais consistente da economia dos EUA. A China, embora permaneça como o principal motor de crescimento, deverá contribuir numa intensidade menor para o crescimento da atividade global, tendo em vista a reorientação gradual do seu modelo de crescimento baseado nos investimentos para um mais voltado ao consumo.

Com relação aos países emergentes, a perspectiva de crescimento irá depender da exposição de cada um deles à economia mundial e da condução da política econômica de cada país. Dessa forma, os desafios serão distintos, indo desde gargalos de infraestrutura (oferta) e menor crescimento da demanda a menor preço das *commodities*.

¹ Aprovado pela Decisão Dir-179/2014, de 04.08.2014.

A Tabela 1 a seguir mostra a evolução do crescimento médio do PIB no pré e no pós-crise de 2008/2009² e sua comparação com a média dos últimos 20 anos. É possível notar que, em todos os países e blocos, a recuperação da atividade está num patamar abaixo do período anterior à crise e da média dos últimos 20 anos, com destaque para a queda na China e no Brasil.

Tabela 1 – Crescimento médio do PIB (em %)

PIB	2003-2007	2011-2015	Diferença das médias	Média 1996-2015
Mundo	4,8	3,4	1,4	3,6
Desenvolvidos	2,8	1,7	1,1	2,1
EUA	2,9	2,1	0,7	2,4
Emergentes	7,7	5,2	2,5	5,6
China	11,7	7,8	3,8	9,4
América Latina	4,8	3,0	1,8	3,2
Brasil	4,0	1,7	2,3	2,7

Fontes: FMI e FAPES. Elaboração: FAPES.

Com relação ao longo prazo e em linha com o visto na tabela, não é esperado que a atividade global apresente o mesmo ritmo de crescimento observado no período pré-crise. As estimativas para o crescimento de longo prazo têm sido revistas constantemente para baixo, o que indica uma expectativa de que o PIB global tenha reduzido seu crescimento potencial.

Um motivo levantado para a expectativa de menor crescimento de longo prazo (potencial) das economias desenvolvidas se refere à hipótese de estagnação secular levantada pelo economista *Lawrence Summers*. Resumidamente, o economista explica o motivo pelo qual a queda da taxa real de juros de pleno emprego (FERIR, no inglês), em conjunto com a baixa inflação, impede que o pleno emprego seja alcançado, o que contribuiria para explicar a aparente dificuldade das economias industrializadas em conseguir uma crescente estabilidade financeira com pleno emprego, afetando o seu potencial de crescimento³.

Outro ponto, este relacionado a algumas economias emergentes, reside na questão da armadilha da renda média⁴, onde países em desenvolvimento saem de uma condição de renda baixa da população para uma renda média, mas não conseguem desenvolver suas economias de forma a alcançar um nível de renda comparável ao dos países desenvolvidos. Isso ocorre porque, após atingir um nível de renda médio, estes países em desenvolvimento encontram barreiras para o seu crescimento no encarecimento da sua mão de obra e na baixa competitividade das suas economias, o que não permite que se alcance um nível de renda alto.

Uma terceira possível explicação para esta menor expectativa de expansão pode estar relacionada a questões demográficas. O envelhecimento da população, em especial nas economias desenvolvidas, pode levar a uma menor demanda e a uma menor taxa poupança, tendo em vista que uma população mais velha tende a ter menos incentivos para poupar. Dessa forma, haveria uma menor expectativa de investimentos na economia, o que reduziria o PIB. Além disso, o envelhecimento da população pode resultar numa menor produtividade potencial. Com isso, a estimativa para o PIB potencial se reduz, o que pressiona as expectativas de crescimento para baixo, em especial as de longo prazo.

² Para o período pós-crise, o ano de 2010 não entrou na amostra porque se entendeu que mais do que crescimento em si, a maior parte do resultado respondeu ao efeito base provocado pela forte queda apresentada no ano de 2009.

³ O leitor interessado no tema pode obter o texto completo no link "<http://www.voxeu.org/article/secular-stagnation-facts-causes-and-cures-new-vox-ebook>"

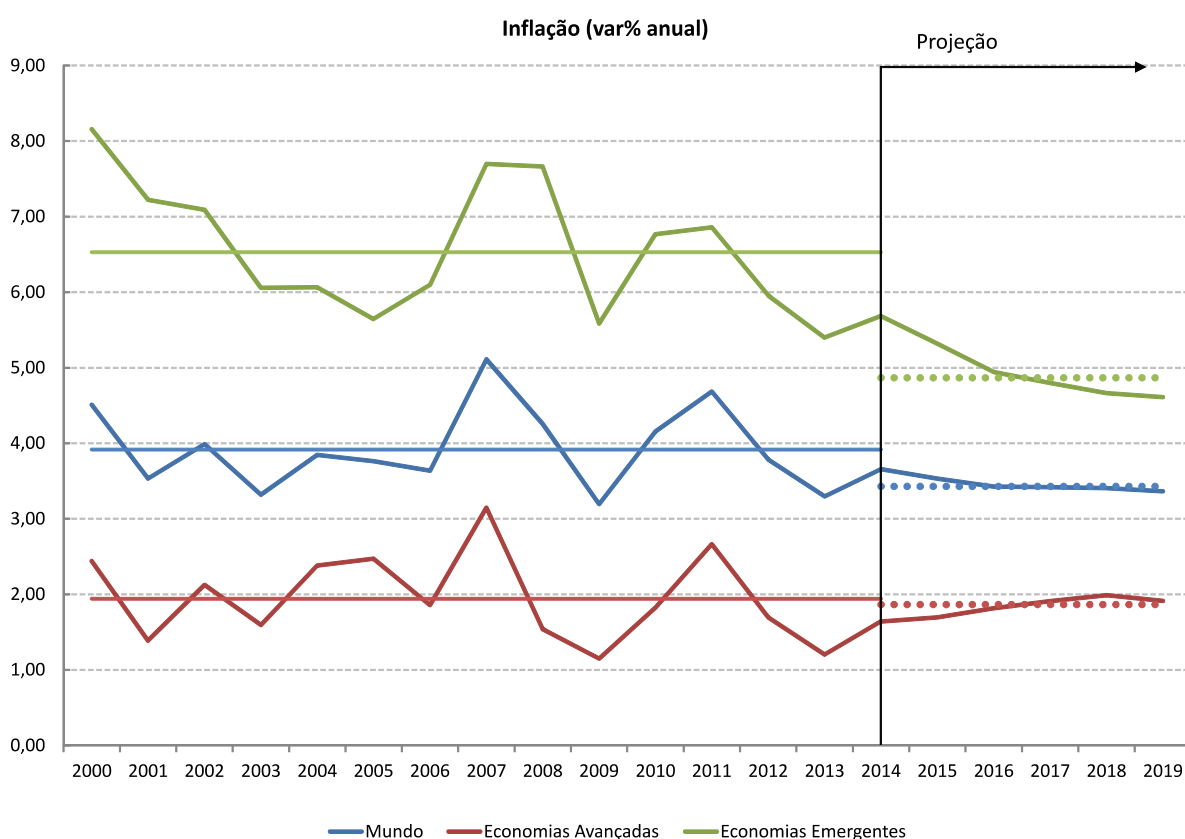
⁴ O relatório completo sobre este assunto encontra-se disponível em "<http://www.worldbank.org/en/news/feature/2012/02/27/china-2030-executive-summary>".

1.2 INFLAÇÃO

A inflação deverá se manter baixa nos próximos anos. A perspectiva de menor crescimento potencial global deverá fazer com que os preços se mantenham bem comportados. Em adição, em alguns países desenvolvidos deverá ser observada uma inflação próxima de zero, com riscos de deflação, como, por exemplo, na Zona do Euro.

Outro fator que deverá contribuir para manter a inflação global em patamares baixos é a expectativa de que os preços das *commodities* não apresentem forte alta nos próximos anos, com boa possibilidade de leve recuo, em resposta ao menor crescimento que deverá ser apresentado pela economia chinesa.

O gráfico a seguir apresenta a projeção do FMI para a inflação global e sua abertura entre países desenvolvidos e emergentes, sendo possível notar que os preços ao consumidor nos próximos cinco anos deverão se manter abaixo da média dos últimos anos.



Fontes: FMI. Elaboração: FAPES.

No entanto, algumas economias emergentes deverão apresentar inflação pressionada nos próximos anos (aqueles com maior vulnerabilidade externa). Isso se deve à perspectiva de que a saída de recursos desses países em direção à economia norte-americana deverá pressionar as suas respectivas taxas de câmbio, o que deverá elevar a inflação.

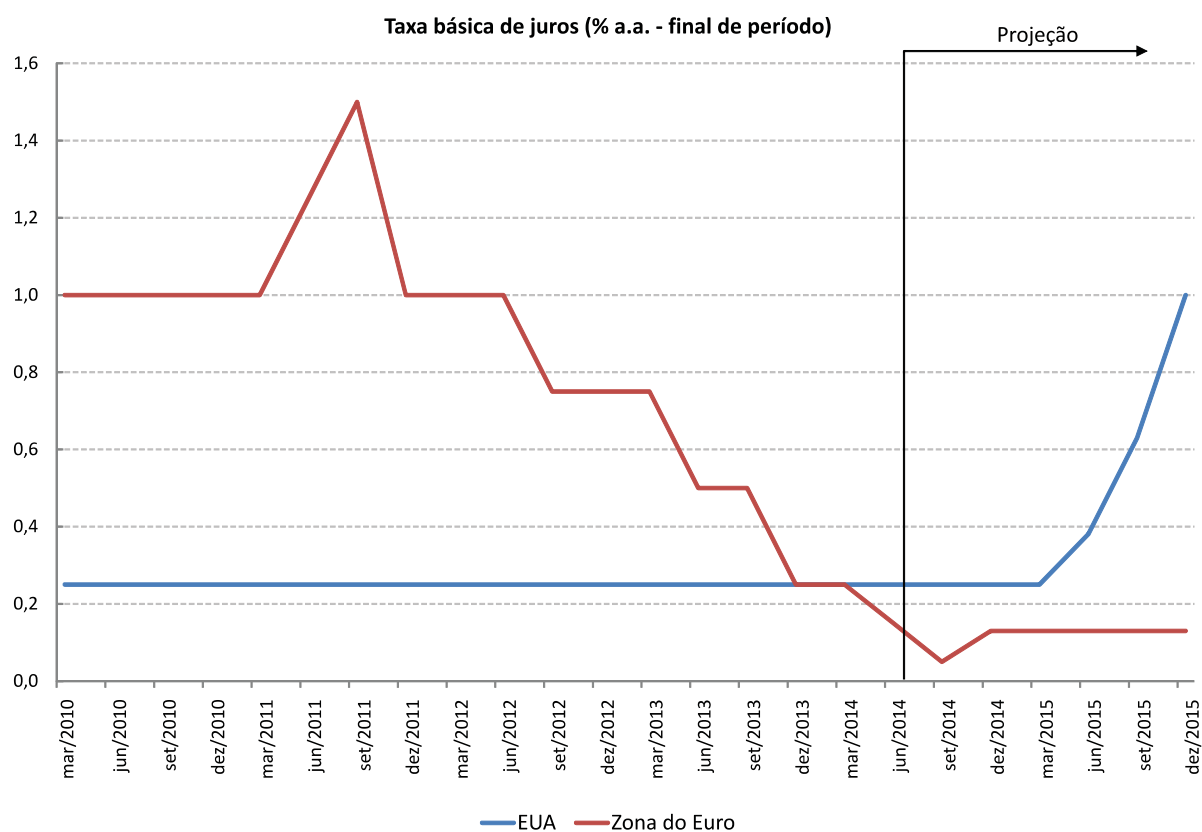
1.3 POLÍTICA ECONÔMICA

Com relação à política monetária, se espera que os próximos anos sejam marcados por uma dicotomia entre as principais economias desenvolvidas. Já nos países emergentes, deverá ocorrer uma pressão por uma alta de juros, acompanhando a subida da taxa de juros norte-americana.

Nos EUA, dando continuidade à redução dos estímulos monetários, o *Federal Reserve* (FED) iniciará o processo de normalização da política monetária a partir de 2015, elevando gradualmente a *fed funds rate*, mas condicionando o seu ritmo de aumento à evolução da atividade econômica e da inflação. O Reino Unido deverá ser outro local onde deverá ocorrer alta de juros em 2015, em função da melhora da atividade econômica e da elevação da inflação.

Por outro lado, o Banco Central Europeu (BCE) continuará adotando medidas não convencionais de expansão monetária para estimular a atividade econômica e evitar uma deflação, além de manter sua taxa de refinanciamento nas mínimas históricas. Em adição, o Banco do Japão também deverá manter sua taxa básica próximo de zero por um longo período e adotar novas medidas de estímulo.

O gráfico a seguir mostra a diferença nas expectativas quanto à evolução dos juros nos EUA e na Zona do Euro, ressaltando a esperada dicotomia entre essas duas regiões no que se refere à política monetária.



Fontes: Bloomberg. Elaboração: FAPES.

Nos países emergentes, a alta de juros não deverá ser homogênea. Isso porque, em alguns países deste grupo, houve ajustes e reformas que possibilitarão menores altas de suas respectivas taxas básicas para compensar a alta da *fed funds rate*, tendo em vista a inflação controlada e a solidez das contas externas. Nos demais países que apresentam maior fragilidade macroeconômica, uma piora do quadro econômico deverá ser observada, em função da inflação elevada e do lado fiscal pressionado, resultando numa necessidade de maior aumento de juros para combater a saída de capitais gerada pela normalização da política monetária norte-americana.

Na China, a política econômica deverá ser conduzida de maneira a dar suporte à desaceleração esperada da economia para assegurar uma transição suave no seu modelo de crescimento no longo prazo.

A política fiscal deverá se manter contracionista na Zona do Euro, em função dos ajustes realizados pelos governos para reduzir seus respectivos endividamentos. No entanto, com a possibilidade de um fraco desempenho econômico, poderão surgir pressões por menores ajustes fiscais. Nos EUA, após a forte elevação do endividamento público para combater a crise de 2008/2009, os gastos fiscais deverão apresentar um menor crescimento nos próximos anos. Projeções do *Congressional Budget Office* (CBO) indicam que a dívida pública deverá apresentar leve aumento entre 2014 e 2024, saindo de 73,8% do PIB para 78,1%.

A Tabela 2 a seguir apresenta um resumo das projeções da FAPES para curto, médio e longo prazos para o cenário externo.

Tabela 2 – Cenário Macroeconômico – Mundo

ITEM	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB Mundo	3,5	3,2	3,2	3,8	3,6	3,5	3,4	3,2
PIB EUA	2,8	1,9	1,6	2,7	2,5	2,4	2,4	2,3
PIB Zona do Euro	-0,7	-0,4	0,9	1,5	1,4	1,5	1,3	1,2
PIB China	7,7	7,7	7,4	7,1	7,0	6,5	6,3	6,0
Inflação EUA (CPI) (var.%)	2,1	1,5	2,3	2,5	1,8	1,8	2,0	2,0
Juros FED Funds (em dez)	0,00-0,25	0,00-0,25	0,00-0,25	0,75	1,75	2,75	3,75	3,75

Fonte: FAPES. Elaboração: Própria.

CENÁRIO INTERNO

Diante da relevância do desfecho da eleição presidencial sobre a economia, a FAPES optou por elaborar dois cenários, denominados cenário-base e cenário alternativo, que possuem diferentes premissas, fundamentos e, por isso, suas projeções apontam para resultados bastante divergentes. A cada cenário foi definida uma probabilidade de ocorrência.

O cenário-base pressupõe a reeleição do atual governo e possui uma maior probabilidade de ocorrer em relação ao cenário alternativo, 65%. Neste caso, a manutenção do uso de políticas econômicas, monetária e fiscal, desalinhadas e focadas no curto prazo manterá a inflação elevada, o crescimento do PIB baixo e provocará uma desvalorização mais acentuada do real no curto e no longo prazos.

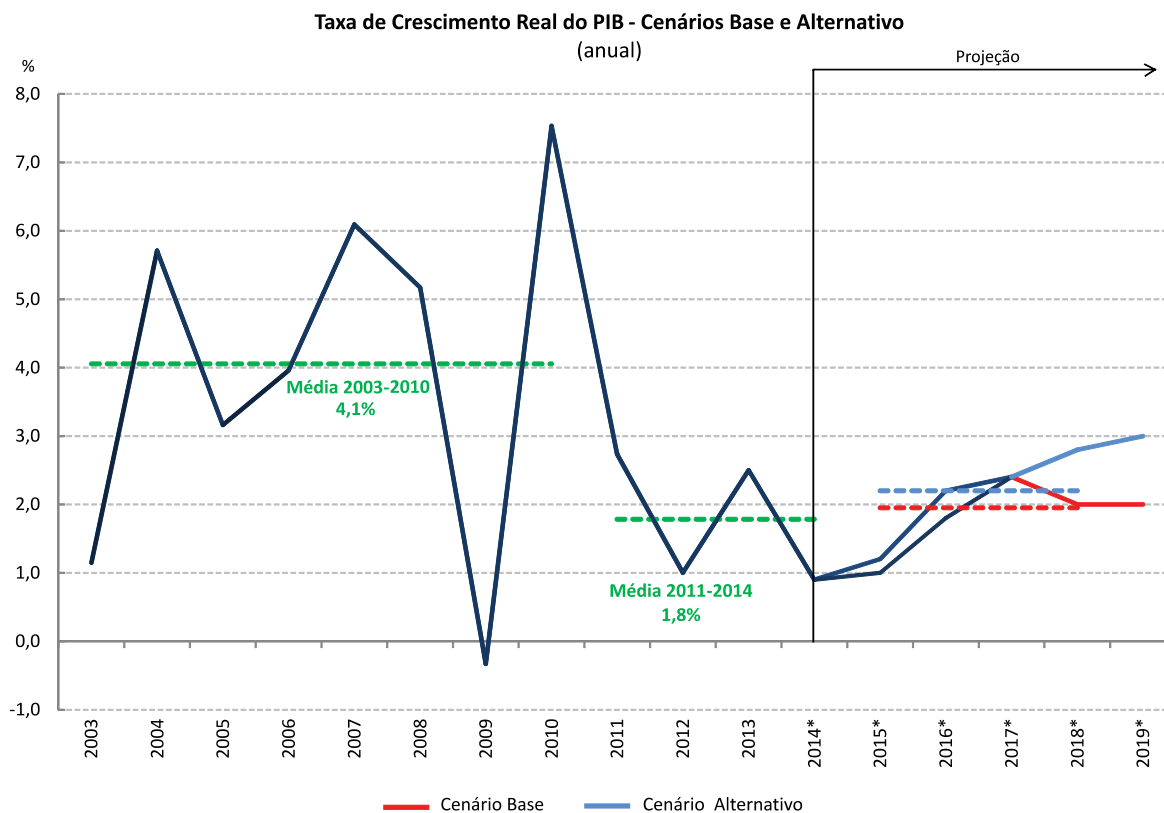
O cenário alternativo, onde não ocorre a reeleição, contempla uma probabilidade de 35%. Neste cenário, ao contrário do cenário-base, haveria uma retomada do tripé macroeconômico⁵, com o alinhamento das políticas econômicas visando objetivos de longo prazo que levaria ao recuo da inflação, viabilizaria um maior crescimento e ajudaria a conter uma forte desvalorização do real.

2.1 ATIVIDADE ECONÔMICA

No cenário-base, o crescimento econômico em 2015 continuará baixo devido à menor expansão do consumo das famílias e do investimento e do baixo *carry over* para o próximo ano. O alto endividamento das famílias, o aumento dos juros, os estoques elevados na indústria e a perspectiva de piora no ambiente de negócios são fatores que, associados à manutenção das políticas econômicas focadas no curto prazo, contribuirão para deteriorar ainda mais a confiança dos agentes econômicos e manter o crescimento potencial do PIB em torno de 2,0%.

No cenário alternativo, com a mudança na condução da política econômica através do maior comprometimento com o tripé macroeconômico, o crescimento do PIB em 2015 seria menor que o do cenário-base, devido, principalmente, aos ajustes no âmbito fiscal e monetário. No entanto, diante de uma sinalização mais clara em relação aos rumos da política econômica, haveria uma restauração da confiança dos agentes, melhorando o ambiente de negócios. Neste cenário, o PIB potencial no longo prazo se elevaria, ficando próximo de 3,0%.

⁵ O tripé macroeconômico significa a combinação de austeridade fiscal, comprometimento com a meta de inflação e câmbio flexível.



Fonte: IBGE/Projeções FAPES. Elaboração: FAPES.

Qualquer que seja o resultado das eleições, o dinamismo do crescimento brasileiro observado nos anos 2000, impulsionado em grande parte pela maior contribuição do emprego, através da ocupação da mão de obra ociosa no mercado de trabalho, assim como pela melhora dos termos de troca através do crescimento chinês, não deverá se repetir nos próximos anos. Portanto, devido ao esgotamento deste movimento e aos efeitos demográficos menos favoráveis, para que o país consiga crescer mais e de forma sustentável, isto é, sem gerar pressões inflacionárias, só priorizando medidas que ampliem o investimento e a produtividade.

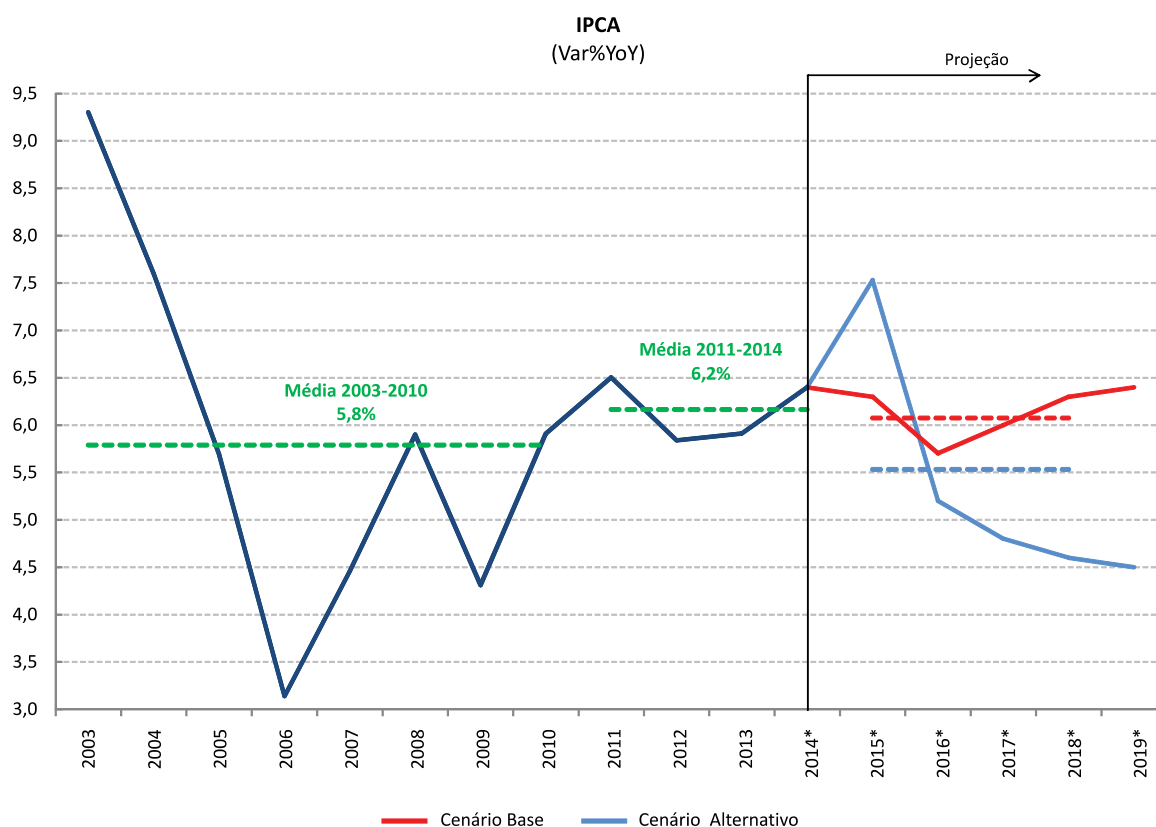
2.2 INFLAÇÃO

No cenário-base, a dinâmica da inflação será similar à dos últimos anos, ou seja, o teto da meta de inflação continuará sendo permanentemente testado. O baixo crescimento de 2015 deverá contribuir para o recuo dos preços livres, porém, o reajuste gradual dos preços administrados, represados artificialmente nos últimos dois anos, a desvalorização do real e os reajustes salariais acima dos ganhos de produtividade são fatores que manterão a inflação pressionada.

No longo prazo, por considerar que a condução da política econômica (fiscal e monetária) não irá sofrer mudanças significativas, a expectativa é de que a inflação continue elevada e resistente, mantendo-se próxima do teto da meta. Além disso, os principais canais de transmissão da política monetária irão continuar obstruídos, reduzindo sua eficiência no combate à inflação.

No cenário alternativo, a inflação em 2015 se elevará no curto prazo, refletindo principalmente a rápida descompressão dos preços administrados, o que levará ao estouro do teto da meta de inflação (6,5%). Entretanto, com a normalização dos preços administrados e a desobstrução dos canais de transmissão da política monetária, através do maior comprometimento com o tripé macroeconômico, a inflação e as expectativas inflacionárias começarão a convergir para o centro da meta a partir do ano seguinte.

No longo prazo, a nova política econômica contribuirá para recuperar a confiança dos agentes econômicos e para a ampliação dos investimentos, o que reduzirá parcialmente as restrições de oferta, permitindo o alcance sustentável do centro da meta de inflação.



Fonte: BCB/Projeções FAPES. Elaboração: FAPES.

2.3 POLÍTICA ECONÔMICA

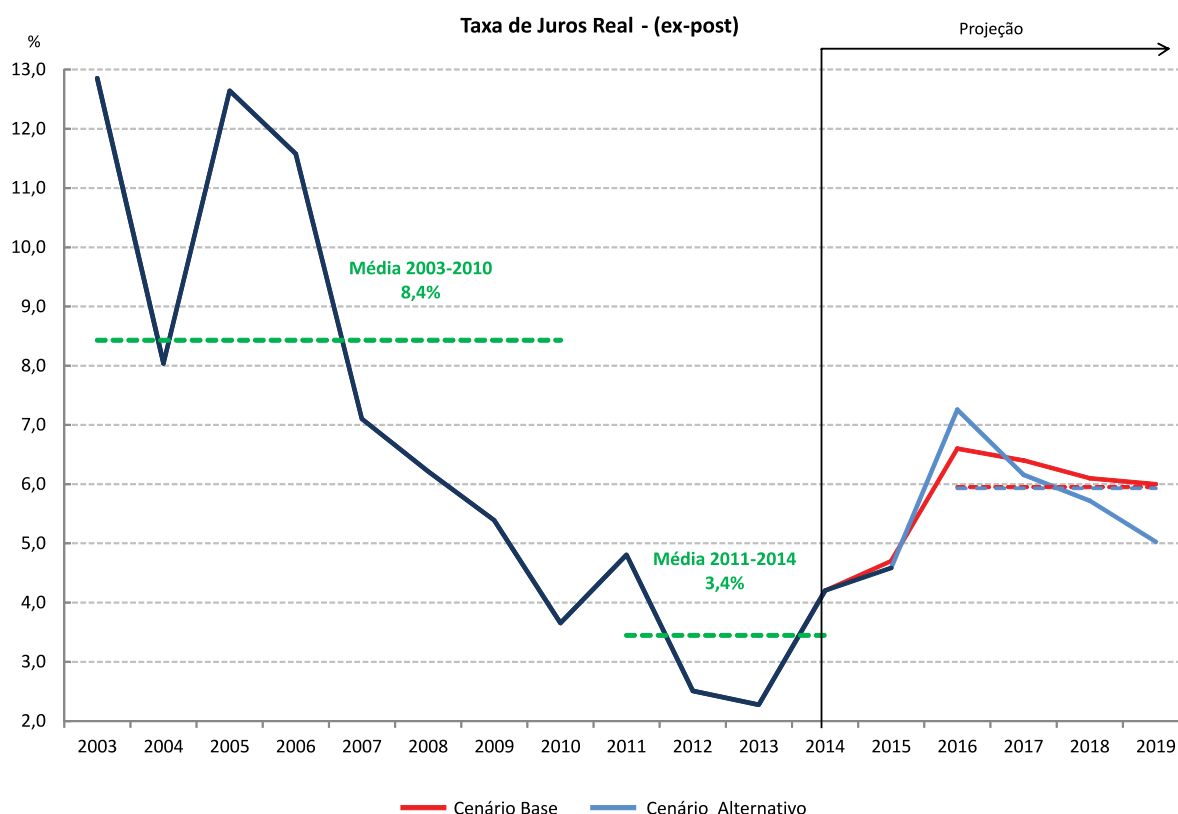
A condução da política econômica no cenário-base deve ser levemente ajustada em 2015, apenas para evitar que a inflação ultrapasse o teto da meta, mas as políticas fiscal e monetária permanecerão focadas no curto prazo. A situação fiscal no curto prazo continuará frágil, dado o baixo crescimento e a rigidez do gasto público.

Diante da inflação elevada, da não desobstrução dos canais de transmissão da política monetária, da menor credibilidade do Banco Central, do rebaixamento do *rating* (com a consequente perda do grau de investimento) e do aumento dos juros nos EUA, os juros nominais se manterão elevados nos próximos anos.

No longo prazo, a manutenção de uma política fiscal incompatível com a obtenção de superávits primários capazes de promover uma redução sustentável da dívida pública dificultará a recuperação do grau de investimento. Além disso, como a inflação se manterá em patamar elevado, os juros reais se estabilizarão em torno de 6,0%.

Entretanto, no cenário alternativo, a política econômica seria alterada, passando a focar não apenas no curto, mas também no longo prazo. A adoção de uma política fiscal compatível com a geração de superávits primários visando reduzir a dívida pública sinalizaria um comprometimento do governo com a austeridade fiscal, o que evitaria o rebaixamento do *rating* em 2015/2016. Neste caso, a política monetária teria o auxílio da política fiscal no combate à inflação e na retomada da credibilidade dos agentes econômicos no Banco Central. Estas mudanças iriam desobstruir os principais canais de transmissão da política monetária, aumentando sua eficácia e viabilizando a convergência da inflação para o centro da meta de forma sustentável.

No longo prazo, a situação fiscal melhoraria e os juros reais se manteriam elevados, mas retomariam sua trajetória de convergência aos níveis internacionais.



Fonte: BCB/Projeções FAPES. Elaboração: FAPES.

2.4 SETOR EXTERNO

No cenário-base, apesar da atuação do Banco Central, a taxa de câmbio deverá se desvalorizar de forma mais intensa, pois refletirá a tendência de valorização do dólar, a ampliação dos prêmios de risco e a crescente necessidade de capitais estrangeiros, em função da piora do ambiente de negócios interno com a perda do grau de investimento.

No cenário alternativo, a taxa de câmbio também refletirá a tendência de valorização do dólar perante as demais moedas, mas sua desvalorização será menos intensa do que a esperada no cenário-base, principalmente por conta do menor risco soberano, da melhora do ambiente de negócios interno e do não rebaixamento do *rating*.

2.5 RISCOS ASSOCIADOS AOS CENÁRIO-BASE E CENÁRIO ALTERNATIVO

Os principais riscos que podem impactar significativamente ambos os cenários em 2015 são: a evolução do cenário externo (a condução da normalização da política monetária americana e a redução da liquidez internacional e os conflitos geopolíticos); a possibilidade de racionamento de água no Estado de São Paulo e de energia elétrica nacionalmente; e a composição do Congresso após as eleições, com o resultante grau de conflito entre situação e oposição.

As Tabelas 2 e 3 a seguir apresentam, respectivamente, um resumo das projeções da FAPES para o próximo ano e para o longo prazo no cenário-base e no alternativo.

Tabela 2 – Cenário Macroeconômico – Brasil (Base)

ITEM	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (var.%)	1,0	2,5	0,9	1,2	2,2	2,4	2,0	2,0
IPCA (var.%)	5,8	5,9	6,4	6,3	5,7	6,0	6,3	6,4
IGP-M (var.%)	7,8	5,5	5,0	5,5	5,0	5,5	5,8	6,0
Juro Selic (em dez)	7,3	10,0	11,0	12,0	12,8	12,8	12,8	12,8
Juro Selic (média)	8,5	8,2	10,9	11,3	12,6	12,8	12,8	12,8
Juro Real (média)	2,5	2,2	4,2	4,7	6,6	6,4	6,1	6,0
Câmbio (média)	2,0	2,2	2,4	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0
Risco País (média)	184	204	240	280	260	250	250	250

Fonte: FAPES. Elaboração: Própria.

Tabela 3 – Cenário Macroeconômico – Brasil (Alternativo)

ITEM	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (var.%)	1,0	2,5	0,9	1,0	2,0	2,4	2,8	3,0
IPCA (var.%)	5,8	5,9	6,4	7,5	5,2	4,8	4,6	4,5
IGP-M (var.%)	7,8	5,5	5,0	9,6	5,8	5,0	5,0	4,5
Juro Selic (em dez)	7,3	10,0	11,0	13,0	12,3	10,8	10,0	9,8
Juro Selic (média)	8,5	8,2	10,9	12,5	12,8	11,3	10,6	9,8
Juro Real (média)	2,5	2,2	4,2	4,6	7,3	6,2	5,7	5,0
Câmbio (média)	2,0	2,2	2,2	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6
Risco País (média)	184	204	210	200	180	162	150	150

Fonte: FAPES. Elaboração: Própria.

ANÁLISE SETORIAL – CENÁRIO-BASE

Consumo Básico - Tendência: de Negativa a Neutra

Alimentos, *Agribusiness* e Bebidas e Fumo (Neutra) e Saúde (Negativa)

O setor consumo básico é composto pelos subsetores alimentos, *agribusiness*, bebidas e fumo e saúde.

De acordo com o USDA (Departamento de Agricultura dos EUA), a previsão é de preços mais baixos dos principais grãos (soja, milho e trigo) para a temporada 2014/2015, devido ao aumento da oferta mundial. Para a soja e o milho, a expectativa é de safra recorde nos Estados Unidos em função do aumento da produtividade, o que deverá contribuir para o aumento dos estoques finais. Em relação ao trigo, a perspectiva é de estabilidade em relação à safra anterior, o que, em conjunto com a expectativa de menor atividade econômica global, reforça a visão de preços baixos. No entanto, a expectativa de valorização do dólar deve limitar o efeito da queda dos preços internacionais das *commodities* sobre a renda do subsetor *agribusiness*.

O risco de racionamento de água e de energia elétrica é um fator que poderá, do lado das empresas, elevar os custos de produção e, do lado dos consumidores, reduzir o consumo das famílias devido ao efeito negativo do aumento de preços. Diante da perspectiva de baixo crescimento e de inflação elevada, será mais difícil fazer o repasse integral do aumento dos custos para os consumidores, o que deverá provocar uma redução da margem de lucro do setor.

Em relação aos planos de saúde, este cenário deverá dificultar o acesso de novos consumidores, especialmente pelas classes C e D mais sensíveis a variações na renda real.

Consumo Cíclico - Tendência: de Negativa a Neutra

O setor consumo cíclico é composto pelos subsetores varejo (produtos cíclicos), shoppings e *properties*, tecnologia e mídia, educação, imobiliário e material de construção.

Diante da perspectiva de baixo crescimento econômico, de manutenção do alto endividamento das famílias e do aumento dos juros, a expectativa é de desaceleração na expansão do estoque de crédito em 2015. Isto, associado à inflação elevada, deverá impactar negativamente a renda disponível real das famílias, gerando uma limitação do consumo, impactando as vendas no varejo de produtos cíclicos. Subsetor de imobiliário e de material de construção também deve sofrer com os efeitos negativos da economia mais fraca.

Os subsetores de shoppings e *properties* e de educação devem se mostrar mais resilientes à desaceleração econômica. Com a manutenção dos estímulos do atual governo à educação, este subsetor deve permanecer se expandindo. Quanto aos shoppings, estes se beneficiam dos contratos de aluguéis das lojas, embora a desaceleração da economia represente riscos à permanência das lojas, em função das menores vendas.

Finanças - Tendência: Negativa

O setor finanças é composto por bancos, serviços (meios de pagamento eletrônicos, bolsa de valores e mercado de balcão organizado) e seguradoras.

A expectativa de aumento dos juros nos EUA, associada à deterioração das contas públicas no Brasil e à tendência de desvalorização do real, deverá elevar o custo de captação de recursos estrangeiros e, portanto, o custo dos financiamentos no Brasil. O elevado endividamento das famílias e a concessão de crédito mais criteriosa por parte dos bancos também contribuem para expectativa de menor expansão do setor.

A confiança dos empresários em queda e a expectativa de baixo crescimento nos próximos anos devem se refletir em menores operações de abertura de capital e de captação de recursos por emissão de dívidas. Dessa forma, deverá se observar uma menor demanda por serviços financeiros, prejudicando as empresas desse subsetor.

Neste cenário, apesar dos bons fundamentos das instituições brasileiras (representados pela baixa inadimplência e qualidade no crédito) que seguem regras mais conservadoras, e da esperada subida de juros em 2015, o setor deve apresentar uma menor expansão do que a de anos anteriores.

Indústria - Tendência: de Negativa a Neutra

O setor industrial é representado pelas empresas dos subsetores siderurgia e metalurgia, papel e celulose, química e petroquímica, mineração e bens de capital.

No subsetor siderurgia e metalurgia, o excesso de oferta global e a capacidade ociosa na indústria deverão permanecer elevados, limitando os investimentos tanto no Brasil quanto nos demais países produtores. Além disso, a baixa confiança do empresário industrial também contribui para a perspectiva negativa deste subsetor. No subsetor de mineração, as perspectivas de menor crescimento da economia chinesa e dos preços do minério de ferro na China irão impactar negativamente seu desempenho. No entanto, o câmbio mais depreciado deverá desestimular as importações, favorecendo o repasse de preços no mercado doméstico, além de contribuir para um aumento nas exportações.

Infraestrutura - Tendência: Negativa a Neutra

Logística (Neutra) e Saneamento, Geração, Transmissão e Distribuição de energia (Negativa)

Compõem o setor de infraestrutura os subsetores de logística, saneamento, geração, transmissão e distribuição de energia.

Os programas de concessões para infraestrutura e de compras governamentais continuarão como principais catalisadores de investimentos do setor. No entanto, a dificuldade de se criar um ambiente favorável aos investimentos privados deverá fazer com que não haja o cumprimento integral do cronograma original do Plano de investimento em Logística.

No subsetor geração, transmissão e distribuição de energia, o risco associado a novas intervenções governamentais permanece como fonte de incertezas para as empresas, principalmente pela capacidade de gerar uma nova deterioração do ambiente regulatório e, conseqüentemente, reduzir os investimentos privados no setor. Outro risco para o subsetor é a possibilidade de racionamento de energia elétrica em 2015, prejudicando todo o processo produtivo deste subsetor. Entretanto, a expectativa de reajuste nos preços da energia elétrica pode compensar, em parte, a piora associada às incertezas regulatórias e à possibilidade de restrição de oferta da energia elétrica em função do racionamento.

Petróleo e Gás - Tendência: Positiva

O menor crescimento doméstico deverá conter o aumento da demanda por petróleo e contribuir para uma menor importação por parte da Petrobras. Também está prevista para entrar em operação a 1ª fase da Refinaria do Nordeste ou Refinaria Abreu e Lima, o que adicionaria uma capacidade de refino de aproximadamente 150 mil barris por dia. Mesmo com a projeção do FMI para o petróleo em 2015 apontando para um preço médio abaixo de US\$ 100 o barril, as perspectivas para o setor continuam positivas. Além disso, a Petrobras projeta um crescimento relevante de sua produção de petróleo e gás para os próximos anos, de forma que aumente 1,5x em 2018 e dobre em 2020.

No entanto, existe um maior risco de execução após 2016 e 2017, referente à entrega de plataformas, que torna a meta de 2020 mais desafiadora, pois continua a necessidade de elevados investimentos. Tais investimentos ficam comprometidos em função da interferência governamental sobre a empresa, exemplificada pelo represamento dos preços dos combustíveis no mercado doméstico.

Telecomunicações - Tendência: Negativa

As perspectivas para o setor são negativas em função da expectativa de menor crescimento de demanda por serviços de telecomunicações e redução de valor agregado destes serviços. A alta competitividade e a elevada regulação limitam a mudança nos preços, prejudicando o faturamento do setor. Adicionalmente, a Anatel vem atuando fortemente através da exigência de altos investimentos na melhoria da qualidade dos serviços prestados e implementação de tecnologias 3G e 4G nacionalmente. Por outro lado, este órgão regulador poderia permitir uma futura consolidação do setor, o que favoreceria uma melhora no faturamento das empresas.

ALM (ASSET LIABILITY MANAGEMENT)⁶

A FAPES realiza, periodicamente, estudos de ALM com o objetivo de orientar o planejamento estratégico dos investimentos. Esses estudos buscam atender aos objetivos do Plano de Benefícios, levando-se em consideração as características e as particularidades do Passivo Atuarial e as premissas dos ativos.

O estudo busca a melhor composição de ativos, numa abordagem combinada de micro e macroalocação, que maximiza intertemporalmente a probabilidade de o Plano Básico de Benefícios atingir os seus objetivos, diante das premissas estabelecidas. Esses objetivos contemplam as condições necessárias de solvência e liquidez do Plano no longo prazo, ou seja, o equilíbrio econômico e as condições financeiras adequadas para atender tempestivamente o fluxo de desembolsos previdenciais projetados.

O processo é composto por quatro fases principais: a geração de cenários macroeconômicos, a definição das classes de ativos e as respectivas premissas de retorno e risco, o mapeamento dos fluxos de pagamentos e recebimentos do Passivo Atuarial e a otimização do portfólio. O resultado apresenta uma fronteira eficiente, indicando a composição ótima de ativos que melhor atende aos objetivos do Plano.

O estudo realizado em 2014 contemplou dados do passivo referentes à Avaliação Atuarial de 2013 e projeções de longo prazo formuladas para os ativos. Em relação aos aprimoramentos efetuados neste ano, cabe citar a alteração da metodologia para o cálculo do fluxo do passivo de determinístico para estocástico. Desta forma, foi possível comparar um conjunto de inúmeras variações no fluxo dos compromissos previdenciais do plano com os retornos dos ativos, cuja metodologia estocástica já era utilizada no ano passado.

Foram considerados os seguintes conjuntos e classes de ativos para a formulação da trajetória dos investimentos ao longo dos anos:

- títulos públicos pré-fixados e pós-fixados indexados à inflação e à SELIC, com seus diversos vencimentos;
- títulos privados considerando como base títulos com *rating* AA e prazo médio de 5 anos;
- renda variável referenciada a um índice de mercado, utilizando o IBrX como parâmetro;
- renda variável de gestão ativa, que pode incluir estratégias de valor, *small caps*, dividendos, por exemplo;
- fundos multimercados do segmento de estruturados;

⁶ Aprovado pela Decisão Dir-253/2014, de 10.11.2014.

- *private equity*;
- investimentos no exterior, utilizando a classe ações mundo;
- imóveis para renda; e
- empréstimos e financiamentos aos participantes.

Nos estudos deste ano, foi mantida a premissa de reduções anuais da taxa de desconto atuarial até 2018.

As projeções de retorno, volatilidade e correlação foram elaboradas com base nas séries históricas dos ativos, de índices representativos de cada classe de ativos, no cenário macroeconômico da FAPES e nas premissas de prêmio de risco formuladas para cada classe. A metodologia de geração de cenários relaciona as distribuições de retornos de ativos e taxas de juros observadas no passado às suas projeções futuras e prioriza a preservação da estrutura intertemporal de volatilidades e correlações. Além disso, são consideradas algumas restrições de alocação em função de condições específicas da FAPES e de determinadas classes de ativos.

A tabela a seguir apresenta o resultado da otimização do portfólio considerando as seguintes restrições determinadas pela FAPES:

- Títulos públicos indexados à inflação: mínimo de 0% e máximo de 100%;
- Crédito privado: mínimo igual ao percentual de alocação atual;
- Renda Variável: mínimo de 0% e máximo de 45%;
- Imóveis: alocação fixa no limite legal de 8%;
- Operações com participantes: alocação fixa no percentual atual;
- *Private Equity*: mínimo de 0% e máximo de 10%, com possibilidade de redução do percentual atualmente alocado após 5 anos.

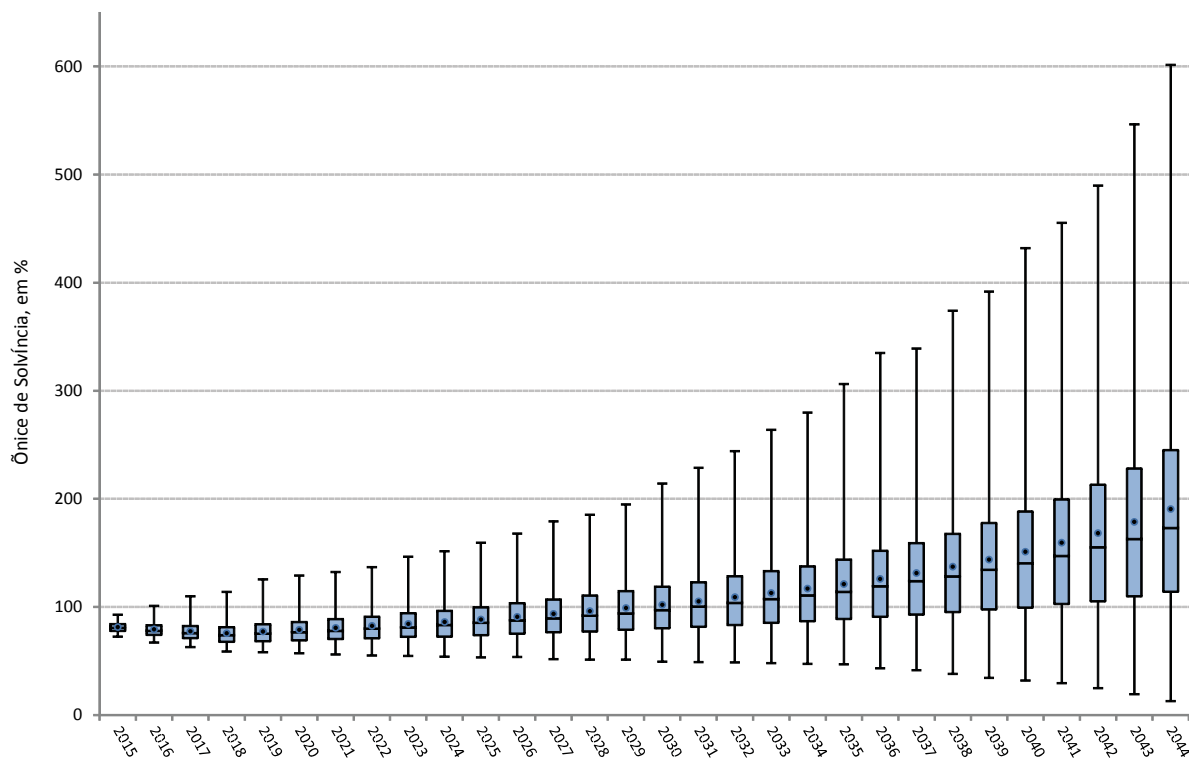
Segmentos	Alocação em 30/09/14	Alocação estratégica ALM
Renda Fixa	59,2	56,0
Renda Variável	20,1	22,5
Imóveis	10,2	8,0
Operações com Participantes	3,5	3,5
Investimentos Estruturados	7,0	10,0
Investimentos no Exterior	0,0	0,0
Total dos Investimentos	100,0	100,0

Cabe notar que as indicações esbarram em limitações, seja da demanda por empréstimos pelos participantes ou da liquidez dos ativos de crédito preexistentes no portfólio, por exemplo. Além disso, a otimização contemplou a precificação de títulos públicos de longo prazo indexados à inflação pela marcação na curva, ou seja, “títulos mantidos até o vencimento”, conforme prevê a legislação vigente.

Os gráficos seguintes permitem uma análise sobre os resultados do estudo. O gráfico 1 apresenta, através de um diagrama de caixa², o índice de solvência para a alocação estratégica recomendada, considerando as premissas técnico-atuariais descritas no Capítulo 3 e reajustes salariais, nas datas-bases, exclusivamente pela inflação.

⁷ Um diagrama de caixa (box-plot, em inglês) identifica onde estão localizados os quartis (25%, 50% - delimitado pela figura azul e 75%,) dos valores mais prováveis, a mediana (linha horizontal na figura azul), a média (círculo preto) e os valores extremos (traços horizontais nas extremidades).

Índice de Solvência 2015 até 2044

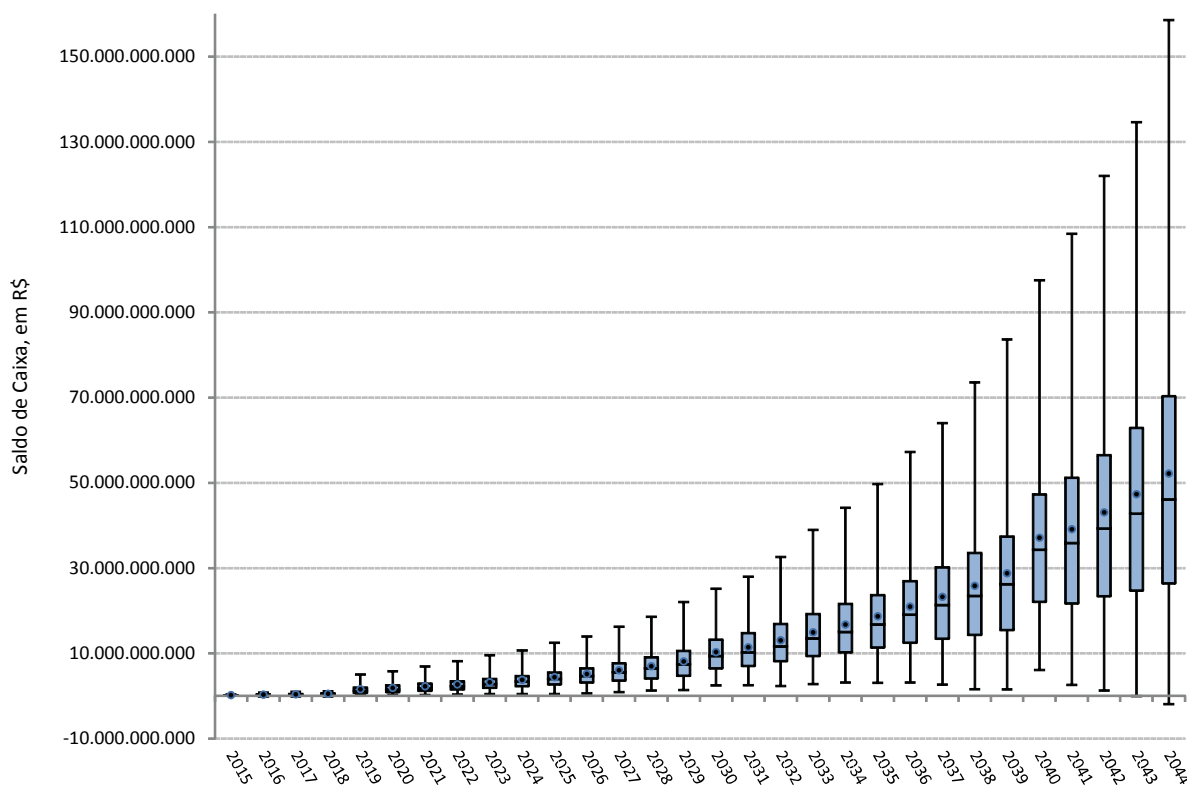


Fonte: FAPES. Elaboração: Própria.

Até 2018, as observações do índice de solvência inferiores a 100% são atribuídas, principalmente, à redução das taxas de desconto dos fluxos atuariais, já mencionada. O efeito dessa redução implica um aumento do valor presente do Passivo Atuarial, com impactos na projeção dos índices de solvência. Como se observa no gráfico 1, a partir de 2019 sua trajetória é ascendente, atingindo níveis de probabilidade de solvência acima de 75% a partir de 2041.

O gráfico 2 apresenta a condição de liquidez do Plano Básico de Benefícios ao longo dos anos através da projeção do saldo de caixa. Esse saldo representa o valor disponível após o recebimento das receitas de contribuições, o pagamento dos compromissos do Plano, o fluxo de cupons semestrais e o pagamento de principal dos títulos públicos indexados à inflação e do rebalanceamento entre as classes de ativos resultante dos cenários simulados.

Saldo de Caixa 2015 até 2044



Fonte: FAPES. Elaboração: Própria.

As projeções de fluxo de caixa do Plano não sofrem, contudo, nenhum reflexo negativo por conta da redução das taxas de desconto. Sua condição de liquidez não é afetada, mantendo-se elevada a probabilidade de geração de caixa, suficiente para, tempestivamente, atender às necessidades do Plano Básico de Benefícios.