

## Relatório Econômico

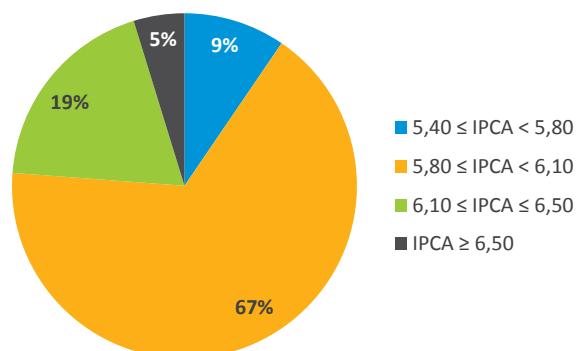
Na última reunião do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA, realizada no dia 04 de outubro de 2013, a discussão centrou-se na avaliação do cenário econômico de curto/médio prazo com a postergação pelo FED do processo de redução da compra de ativos junto ao mercado (*Quantitative Easing*). Desta forma, foram reavaliados os efeitos desse novo quadro sobre a trajetória de crescimento da economia brasileira e o balanço de risco inflacionário, além de analisado o comportamento dos investidores num contexto de ajustes na curva de juros e nos preços dos ativos domésticos e externos.

### Política Monetária e Juros

Sobre a política monetária, há consenso entre os participantes do Comitê de que o Copom deverá decidir por uma nova elevação de 0,50 ponto percentual na meta para a Taxa Selic, na reunião de outubro. Para os economistas, ainda não é esperada, nesse encontro, uma redução no ritmo de aumento dos juros em virtude do atual balanço de riscos inflacionários e do grau de incerteza dos agentes quanto ao dinamismo da economia no curto e médio prazos.

Embora o risco de a inflação ultrapassar o teto da meta seja considerado residual pelo Comitê (5%), 19% das projeções ainda apontam uma taxa acima de 6%, o que sinaliza a pouca margem de manobra da equipe econômica na condução do sistema de metas para o último trimestre do ano. Mantendo a expectativa de agosto/13, a percepção majoritária dos economistas (67%) quanto ao IPCA de 2013 é de que o índice deverá registrar variação entre 5,80% a 6,10%. Para o final de 2014, o perfil da distribuição das projeções de inflação é relativamente parecido, também com predominância das projeções situadas no

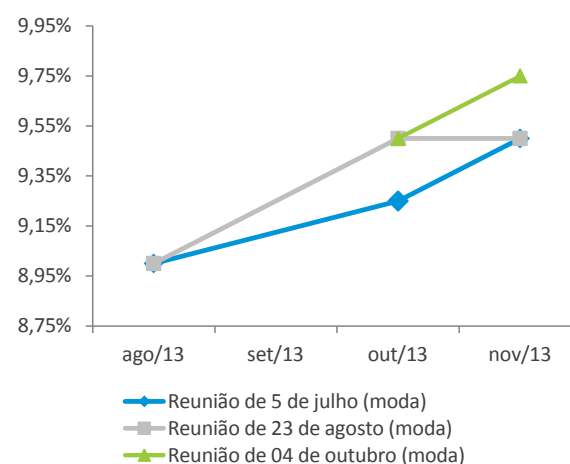
Projeções: IPCA em 2013



intervalo entre 5,80% e 6,10 % (47%), o que sugere a expectativa de uma dinâmica inflacionária semelhante à observada em 2013.

Além do aumento de 0,50 ponto percentual na Meta Selic em outubro, a moda das projeções do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico indica uma elevação adicional de 0,25 ponto percentual em novembro, o que resultaria numa taxa de juros para o final do ano de 9,75%. Para o Comitê, essa elevação de 0,25 p.p. sinalizaria a interrupção subsequente do processo de alta de juros por parte do Banco Central.

**Evolução das projeções da Taxa Selic para 2013**

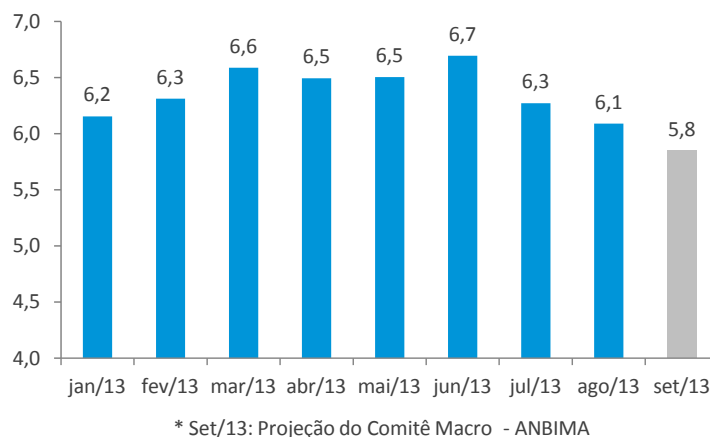


Mesmo com as projeções apontando uma meta Selic estável em 9,75% ao longo de 2014, a dispersão das projeções sinaliza as dúvidas quanto à condução da política monetária no médio prazo. Para o final de 2014, por exemplo, coexistem projeções de 9,50% – que envolve a expectativa de interrupção da subida de juros a partir da reunião de novembro/13 – até 11,50%, com um aumento de 250 pontos em relação à meta atual.

Para a parte dos economistas do Comitê que acredita que o Governo utilizará menos política de juros na condução do sistema de metas de inflação, o argumento é que a postura da Autoridade Monetária será de cautela, sem sancionar aumentos na Selic enquanto o FED não decidir iniciar o processo de redução do *Quantitative Easing* (veja seção de cenário externo). A decorrente mudança no patamar de juros no mercado norte americano deverá provocar um realinhamento das taxas de juros e câmbio nos mercados emergentes, entre os quais o brasileiro.

Foi lembrado também que os juros devem subir mais de 200 pontos ao longo de 2013, e se aproximar do patamar que o Governo parece acreditar ser a taxa de juros de equilíbrio, o que contribui para limitar as apostas de uma extensão maior do ciclo de elevação de juros. Entretanto, para outros economistas do Comitê, o

**IPCA acumulado em 12 meses (%)**



aumento do crédito público nos últimos anos vem limitando o alcance da política monetária doméstica, o que deverá requerer taxas de juros nominais mais altas para a reancoragem das expectativas inflacionárias. Para esse grupo, a queda da inflação acumulada em 12 meses estaria refletindo mais a redução dos preços de alimentos nos mercados internacionais do que os efeitos da política monetária doméstica.

## **Cenário Externo**

No debate sobre o cenário externo, os economistas do Comitê avaliaram que a decisão do FED em não reduzir a compra de ativos pode ser considerada um adiamento e, que nos próximos meses, esse processo deverá ser efetivado. A percepção do grupo é que o início dessa redução deverá ocorrer ao longo do primeiro trimestre de 2014, o que postergará também o início da elevação dos juros básicos, provavelmente para o final de 2015. Para o Comitê, contudo, esse processo estará condicionado aos indicadores de recuperação da economia norte americana, sobretudo aqueles relacionados ao mercado de trabalho.

Para os economistas do Comitê, a normalização da política monetária dos Estados Unidos no curto/médio prazo, com as taxas dos títulos do Tesouro Americano retornando para níveis anteriores ao da crise, deverá ocorrer gradualmente de forma a não comprometer o endividamento dos agentes, principalmente relacionado ao setor imobiliário.

Em relação à China, os economistas apontam uma recuperação no nível de atividade, com taxas de crescimento acima de 7% voltando a ser factíveis entre as projeções dos analistas. Essa melhora é atribuída à atuação do governo chinês, com a sinalização de investimentos e o reconhecimento da necessidade de ajustes na economia, que fez recuperar a confiança de investidores locais e externos.

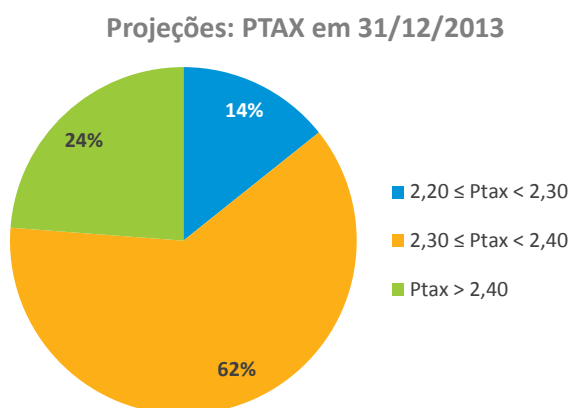
Finalmente, a avaliação do Comitê foi de que a recuperação moderada da economia mundial deverá ser acompanhada de um processo de reprecificação dos ativos financeiros, principalmente dos mercados emergentes, que deverão passar por períodos de maior volatilidade.

## **Impactos do cenário externo na economia brasileira**

Para os membros do Comitê, houve uma melhora relativa na percepção da economia brasileira por parte de analistas estrangeiros, que se deveu-se mais à piora de indicadores de outros países emergentes, sobretudo do México, que a avanços locais. Nesse sentido, os

economistas do Comitê ressaltaram que embora os investidores estrangeiros de renda variável mantenham a baixa disposição para investir no Brasil em função da perspectiva de baixo crescimento para os próximos anos, os investidores externos em títulos de renda fixa tem apresentado uma percepção mais favorável, identificando oportunidades, sobretudo, na aquisição de títulos corporativos emitidos no exterior.

Em relação às projeções do Comitê para a taxa de câmbio no final de 2013, a maior parte das

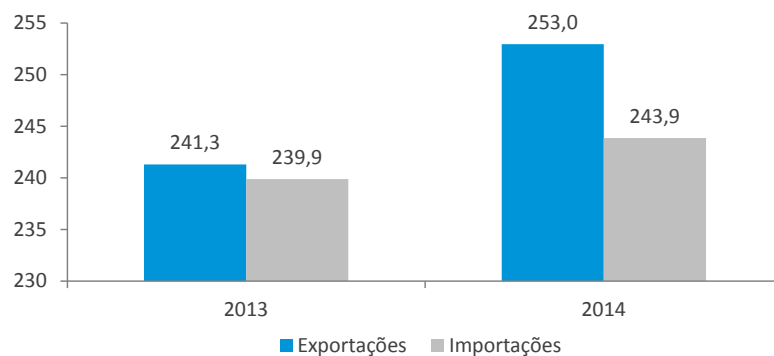


previsões (62%) situou-se no intervalo de R\$ 2,30 a R\$ 2,40, tal como ocorreu na reunião de agosto. Entretanto, houve uma redução significativa das previsões (de 40% para 24%) do Comitê em uma taxa de câmbio acima de R\$ 2,40. A mediana das projeções refletiu a percepção de menor desvalorização da moeda doméstica para esse ano, e o recuou da cotação de R\$ 2,35 para R\$ 2,30.

Para os economistas do Comitê, a perspectiva do setor externo em 2014 é de recuperação decorrente dos efeitos que a desvalorização do real pode provocar na balança comercial brasileira. Com uma mediana

de taxa de câmbio de R\$ 2,45 para o ano, a projeção do saldo comercial é de US\$ 9,1 bilhões, resultado superior à previsão para 2013 (US\$ 1,4 bilhão), o que ajudaria a reduzir o déficit em conta corrente, de 3,6% do PIB em 2013 para 3,3% do PIB em 2014. Nesse caso, além do

**Projeção da Balança Comercial - final de período (US\$ milhões)**



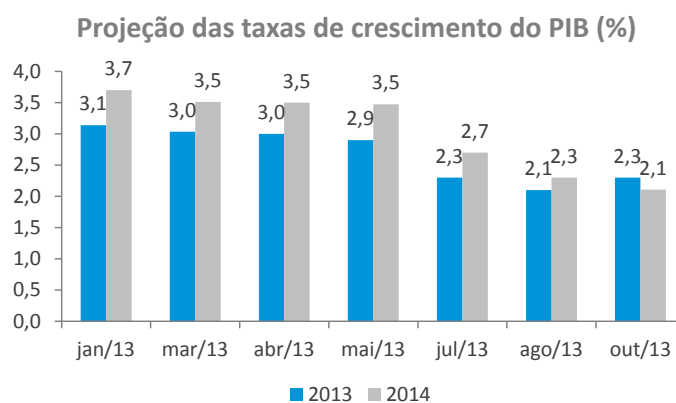
câmbio depreciado, os economistas do Comitê também apontaram como fatores favoráveis a expectativa de melhora da demanda externa e o desaquecimento do mercado de trabalho doméstico, que reduziria a pressão na conta de serviços, principalmente na rubrica de viagens.

## Atividade Econômica e Política Fiscal

Na discussão sobre nível de atividade, os economistas do Comitê ressaltaram que houve uma melhora na avaliação do ritmo de crescimento da economia no curto prazo, a ponto de a projeção do PIB para 2013 ter sido revisada para 2,3%, relativamente à de 2,1% da reunião de agosto. Para os economistas, esse quadro mais favorável é resultado da melhora do investimento no primeiro semestre do ano - ratificada pelo resultado do PIB do 2º trimestre - conjugado com a resiliência observada do consumo no varejo nos últimos meses. Entretanto, em função das recentes performances negativas da indústria e da agropecuária, o resultado do PIB no terceiro trimestre não deve contribuir para a melhora das expectativas dos agentes. No Comitê, as previsões são de variação entre -0,5% e 0,5% no período, com recuperação mais acentuada somente no quarto trimestre.

Existem dúvidas, no entanto, se a recuperação observada do investimento se sustenta em um ambiente de incerteza e menor confiança dos agentes. Para o Comitê, há pouco espaço para que o Governo utilize a política fiscal como indutora do crescimento, face ao montante já comprometido seja com benefícios

fiscais, crédito nos bancos públicos e transferência de recursos para o BNDES. Mesmo em ano eleitoral, onde historicamente o Governo eleva o nível de gastos, os economistas não vêem espaço para que isso aconteça de forma intensa. Nesse sentido, os estímulos poderiam vir dos projetos de concessão anunciados, porém, o estágio atual desse processo não permite apontar uma tendência. Dessa forma, é emblemático que a previsão do PIB para 2014 esteja menor do que a de 2013, pela primeira vez esse ano, sinalizando o baixo otimismo do grupo quanto uma recuperação mais consistente no próximo ano.



## Anexo

### Cenários para a Economia - 2013

Variáveis	2013						
	jan/13	mar/13	abr/13	mai/13	jul/13	ago/13	out/13
Taxa SELIC (média -% a.a.)	7,25	7,73	7,96	8,00	8,30	8,30	8,40
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	7,25	8,00	8,50	8,50	9,25	9,50	9,75
Desvalorização cambial (%)	2,76	-2,13	-2,13	0,32	7,66	15,00	12,72
Ptax em 31/12	2,1000	2,0000	2,0000	2,0500	2,2000	2,3500	2,3033
Dólar Médio	2,0809	1,9950	1,9963	2,0115	2,1300	2,20	2,17
IPCA (%)	5,60	5,67	5,70	5,80	5,90	5,90	5,90
IGP-M (%)	5,50	5,50	5,24	4,95	5,00	4,86	5,54
- IPA-Industrial (%)	5,48	6,18	5,65	5,34	6,24	6,0426	7,0000
- IPA-Agrícola (%)	3,78	3,85	0,54	-2,72	-1,58	-1,9922	-2,0000
Balança Comercial (US\$ bilhões)	15,44	13,15	12,20	7,67	5,31	3,69	1,43
- Exportações	254,44	253,00	252,25	248,04	245,00	243,65	241,32
- Importações	239,00	239,85	240,05	240,37	239,69	239,96	239,89
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-2,70	-2,77	-2,90	-3,12	-3,43	-3,51	-3,58
(em US\$ bilhões)	-63,0	-66,5	-69,2	-75,0	-78,3	-78,42	-80,13
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	60,3	60,0	59,1	58,2	58,0	58,75	59,49
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	391	385	385	384	382	379,11	374,25
Risco-País (Embi) - em pontos	152,50	165,00	155,00	150,00	200,00	230,00	225,00
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	2,25	2,00	1,89	1,50	1,50	1,7	1,6
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-2,20	-2,47	-2,70	-3,10	-3,30	-3,1	-3,2
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	34,00	34,60	35,10	35,20	35,33	35	34
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	-	-	-	-	-	60,2	60,0
Taxa de Crescimento do PIB (%)	3,14	3,04	3,00	2,90	2,30	2,10	2,30
Agropecuária (%)	4,30	4,50	5,08	5,44	7,59	7,74	9,20
Indústria (%)	3,2	2,9	2,5	2,5	1,5	1,28	1,00
Serviços (%)	3,1	3,0	3,0	3,0	2,2	2,01	2,10
- PIB R\$ bilhões	4.802	4.813	4.827	4.806	4.765	4768,31	4.771
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	5,50	5,50	5,50	5,50	5,65	5,80	5,70
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	3,13	3,23	3,00	2,70	2,14	2,1	2,0

## Anexo

### Cenários para a Economia - 2014

Variáveis	2014						
	jan/13	mar/13	abr/13	mai/13	jul/13	ago/13	out/13
Taxa SELIC (média -% a.a.)	7,38	8,50	8,50	8,50	9,28	9,50	9,75
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	7,75	8,50	8,50	8,50	9,50	9,50	9,75
Desvalorização cambial (%)	2,38	4,54	3,25	3,17	4,55	2,17	6,37
Ptax em 31/12	2,1500	2,0907	2,0650	2,1150	2,3000	2,4010	2,4500
Dólar Médio	2,1000	2,0546	2,0400	2,0900	2,2417	2,4104	2,4000
IPCA (%)	5,70	5,90	5,95	5,80	5,90	6,00	5,96
IGP-M (%)	5,26	5,40	5,50	5,15	5,50	5,50	5,85
- IPA-Industrial (%)	5,65	5,00	5,50	5,00	5,30	5,50	4,98
- IPA-Agrícola (%)	5,55	5,42	6,81	5,37	6,80	5,50	4,65
Balança Comercial (US\$ bilhões)	14,92	10,10	9,06	6,70	7,48	8,31	9,08
- Exportações	273,59	272,18	270,00	264,70	258,98	257,75	252,96
- Importações	258,67	262,08	260,94	258,00	251,50	249,44	243,88
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-2,65	-2,78	-3,00	-3,10	-3,57	-3,2	-3,3
(em US\$ bilhões)	-69,6	-70,3	-78,0	-80,8	-82,4	-71,4	-72,7
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	60,0	60,0	59,0	60,0	58,5	54	51
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	399	392	390	385	382	380,96	375,00
Risco-País (Embi) - em pontos	150,00	162,50	150,00	150,00	200,00	220,00	210,00
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	2,35	2,10	1,65	1,50	1,42	1,50	1,40
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-2,20	-2,52	-2,70	-3,16	-3,66	-3,42	-3,50
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	33,00	33,25	34,90	35,04	35,43	34,95	34,82
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	-	-	-	-	-	61,4	60,6
Taxa de Crescimento do PIB (%)	3,70	3,51	3,50	3,48	2,70	2,30	2,11
Agropecuária (%)	4,00	4,00	4,50	4,00	3,50	3,3	4,0
Indústria (%)	3,6	3,2	3,1	3,0	2,8	2,5	2,0
Serviços (%)	4,0	4,0	3,5	3,5	2,6	2	2
- PIB R\$ bilhões	5.250	5.268	5.275	5.248	5.181	5.161	5.157
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	5,50	5,50	5,50	5,50	5,90	6,30	6,17
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	3,53	3,65	3,35	3,00	2,70	2,50	2,40

## **Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA**

**Data:** 04 de outubro de 2013

**Local:** escritórios da ANBIMA no Rio de Janeiro e São Paulo

**Diretor Responsável:** Luiz Fernando Figueiredo – Mauá Investimentos

**Presidente do Comitê:** Marcelo Carvalho – BNP Paribas

**Vice-Presidente do Comitê:** Fernando Honorato – Bradesco Asset

**Economistas Presentes** Adauto Lima (Western Asset), Alessandro Del Drago (Mauá Sekular), Andrei Spacov (Gávea), Arthur Carvalho (Morgan Stanley), Caio Megale (Bco Itau), Carlos Kawall (Bco. Safra), Cassiana Fernandes (J.P.Morgan), Cláudio Ferraz (BTG Pactual), Constantin Jancso (HSBC), David Beker (Bank of America), Fernando Honorato Barbosa (BRAM), Fernando Fix (VAM), Fernando Rocha (JGP), Gabriel Goulart (Mercatto), Guilherme Loureiro (Barclays), Leonardo Sapienza (Banco Votorantim), Marcelo Carvalho (BNP Paribas), Marcelo Gaspari de Toledo (Bradesco), Marcelo Kfoury (Citibank), Rodrigo Azevedo (Ibiuna), Tatiana Pinheiro (Bco. Santander) e Tomas Brisola (BBM).

### **Participantes ANBIMA:**

Enilce Leite Melo, Marcelo Cidade, Tayane Santos e Vivian Corradin.

**Redação:** Marcelo Cidade