

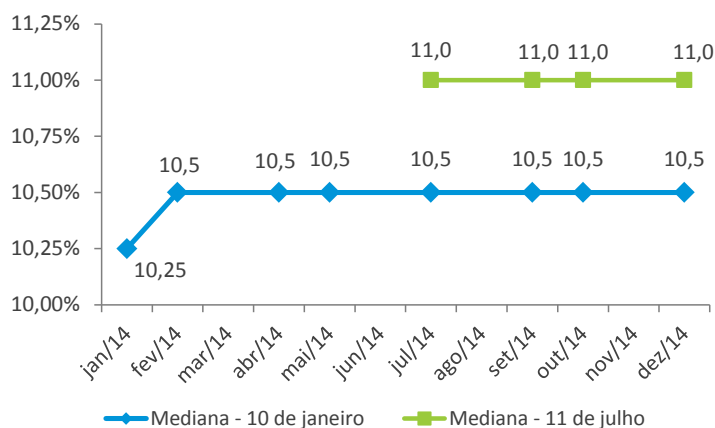
Relatório Econômico

Na última reunião do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA, realizada no dia 11 de julho de 2014, o debate foi marcado pelas alternativas de política econômica para o Brasil diante do baixo dinamismo do nível de atividade e das incertezas em relação à trajetória da inflação e do câmbio. A incerteza quanto à trajetória dos juros internacionais e seus reflexos sobre a precificação dos ativos dos mercados emergentes, principalmente após o anúncio da interrupção da compra de ativos pelo Fed a partir de outubro, também nortearam as discussões.

Política Monetária e Juros

No tocante à política monetária, a mediana das projeções do Comitê para 2014 indica a manutenção pelo Copom da meta para a taxa Selic em 11% até o fim do ano. Houve consenso no grupo para as reuniões de julho e agosto, e pequena dispersão para as de outubro e novembro, em que coexistem apostas entre 11,00% e 11,50%.

Evolução das projeções da Meta da
Taxa Selic para 2014 (% a.a.)



A recente deflação nos preços dos alimentos, em um contexto de baixo dinamismo do nível de atividade e com o Real mantendo-se apreciado, suscitou o debate no Comitê quanto à possibilidade de melhora do quadro inflacionário nos próximos meses.

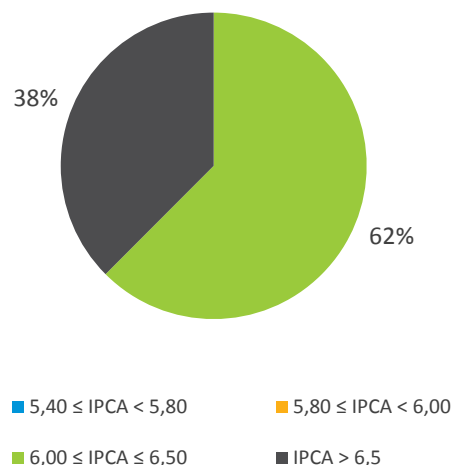
No tocante às projeções do Comitê, a perspectiva de arrefecimento nos preços não se refletiu nas estimativas de inflação para 2014, com a mediana do IPCA para o ano tendo se mantido em 6,5%. Em relação à última reunião (maio), não houve mudanças significativas,

com 62% das apostas situando-se no intervalo entre 6,0% e 6,5%, e 38% acima de 6,5%, indicando ainda o risco de não cumprimento da meta nesse ano.

Para o Comitê, a desaceleração da economia observada nos últimos meses pode se refletir no mercado de trabalho a partir do segundo semestre, o que, em tese, traria efeitos favoráveis para a dinâmica da inflação. Entretanto, há dúvidas entre os economistas se esses efeitos seriam suficientes, tendo em vista o atual nível de indexação da economia e a baixa confiança dos agentes no ambiente macroeconômico. As dúvidas se acentuam com a falta de sinalização sobre o timing e a forma do processo de correção dos preços administrados, que deverá ocorrer até 2015, e pela perspectiva de mudança na política monetária norte-americana, sobretudo a partir de outubro, quando se encerram as compras de títulos pelo Fed. Um indicativo neste sentido é que, para 2015, relativamente à última reunião, enquanto a mediana da Taxa Selic foi revisada para baixo, de 12,25% para 12,0%, a da projeção do IPCA foi elevada de 6,26% para 6,35%. As variâncias das estimativas da taxa Selic para o final de 2015 – entre 10,5% e 13,5% – e da inflação – entre 6,0% e 7,3% – ilustram a percepção dos membros do Comitê quanto às alternativas de cenários econômicos, potencializadas principalmente pelo calendário político.

Para uma pequena parte dos economistas do Comitê, há a hipótese de que os juros possam se manter estáveis no próximo ano, ou mesmo se reduzirem, em decorrência do menor ritmo de crescimento da economia mundial, que tornaria o ambiente econômico favorável a novas reduções dos juros internacionais pelos respectivos Bancos Centrais. Se, adicionalmente, se considerar no contexto doméstico a possibilidade de um ajuste fiscal mais amplo (com redução dos gastos parafiscais), o processo de queda da inflação se tornaria menos dependente dos juros, abrindo espaço para a redução da taxa Selic. Outros economistas do Comitê argumentam, no entanto, que o caráter inercial da inflação brasileira, que se mantém no patamar acima de 6%, não permitirá que se abra mão da taxa de juros como instrumento de combate à inflação, principalmente em função dos preços do segmento de serviços, que continuam indicando uma inflação acumulada em 12 meses em torno de 10%.

Projeções: IPCA em 2014



Cenário Externo

Para os analistas do Comitê, a perspectiva para o cenário internacional vem piorando, sobretudo em função do fraco dinamismo econômico da Europa e dos EUA, que apresentou taxa negativa de crescimento no primeiro trimestre deste ano (de -2,9%).

Com a decisão do Federal Reserve de encerrar a compra de ativos em outubro, o ponto central do debate foi o timing e a velocidade da elevação dos juros norte-americanos, que devem impactar os fluxos internacionais de capitais e as decisões dos demais bancos centrais do mundo. É consenso que o ajuste deverá ocorrer de forma bastante gradual, e condicionado aos indicadores de crescimento da economia norte-americana.

Para os analistas, sinais mais claros de recuperação nos EUA podem começar a surgir nos próximos meses. Haveria um descompasso entre o PIB, que tem apresentado resultados insatisfatórios, e o mercado de trabalho, que já vem apresentando indicativos de melhora. Com isso, acredita-se que os números do terceiro trimestre já poderão refletir uma recuperação econômica mais significativa, principalmente em decorrência do setor imobiliário, que tende a reagir mais rapidamente, gerando efeitos multiplicadores em outros setores da economia.

De toda forma, a expectativa é que a calibragem dos juros americanos em função do crescimento econômico será lenta, o que para a maioria dos analistas, se traduzirá em um cenário de juros internacionais em baixo patamar por período mais prolongado, sobretudo, face ao quadro econômico na Europa, de baixo dinamismo com viés deflacionário.

Diante das taxas de juros bem mais elevadas nos países emergentes, a precificação dos ativos financeiros nesses mercados estaria sobrevalorizada, e seria, conforme já debatido na última reunião, resultado de uma forte busca por yield. Entretanto, com a lenta recuperação dos países mais desenvolvidos e a expectativa de que a liquidez nos mercados globais não deva se reverter no médio prazo, a percepção é de que os mercados emergentes seguirão favorecidos como receptores de recursos internacionais no segmento de renda fixa.

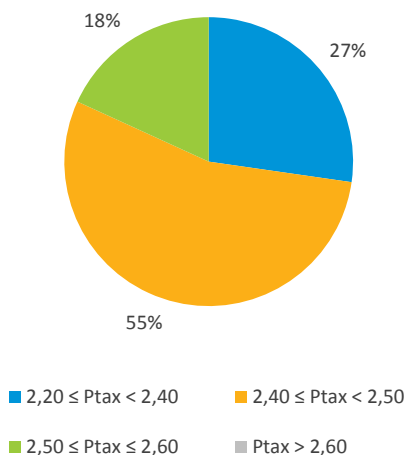
Os analistas do Comitê também ressaltaram que, na contramão deste cenário de baixo dinamismo internacional, estaria a economia chinesa, que já está respondendo às políticas de estímulos do governo – como os incentivos fiscais para pequenas empresas e investimentos em moradia e ferrovias. Depois da preocupação com o período de desaceleração dessa economia, os sinais de reação, confirmados, sobretudo, pelos números

da indústria, reforçam a perspectiva de que o crescimento chinês deve se situar entre 7,0 e 7,5% em 2014, compensando em alguma medida o viés baixista do crescimento mundial associado às economias americana e europeia.

Impactos do cenário externo na economia brasileira

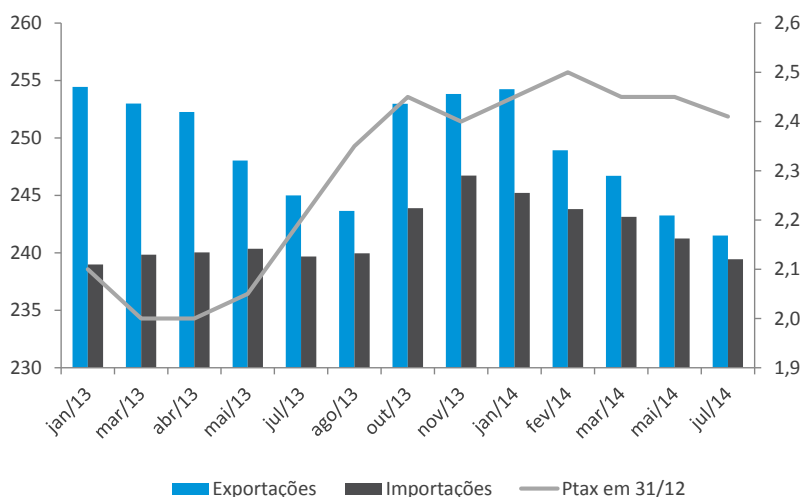
Com a percepção de manutenção do cenário de liquidez internacional, as estimativas para a taxa de câmbio expressaram mais uma vez um processo de valorização cambial. A mediana da projeção da taxa de câmbio para dezembro de 2014, que na última reunião do Comitê era de R\$ 2,45, caiu para R\$ 2,41, refletindo a revisão da expectativa de desvalorização anual de 4,88% para 2,88%. Dentro do Comitê, houve um aumento do percentual daqueles que esperam uma taxa entre R\$ 2,20 e R\$ 2,50 (de 67% para 82%), e reduziu o grupo que espera uma taxa entre R\$ 2,50 e R\$ 2,60 (de 33% para 18%). Assim como na reunião anterior, não houve projeções acima de R\$ 2,60.

Projeções: PTAX em 31/12/2014



Para os analistas do Comitê, a menor desvalorização esperada, entretanto, não gerará efeitos no segmento comercial, já que as medianas das projeções de exportações e importações, para dezembro de 2014, foram reduzidas, refletindo as expectativas de baixo dinamismo externo e interno. Com a redução

Balança Comercial x PTAX R\$/US\$ para 2014 (final do período)



desses dois componentes, a mediana da projeção para o resultado da balança comercial manteve-se inalterada em relação à reunião anterior, no patamar de US\$ 2 bilhões.

Ainda em relação às contas externas, os analistas esperam uma ligeira piora do *déficit* em transações correntes (de 3,6% do PIB, na reunião anterior, para 3,7%). Apesar do pequeno aumento esperado do investimento direto externo (de US\$ 59 para US\$ 60

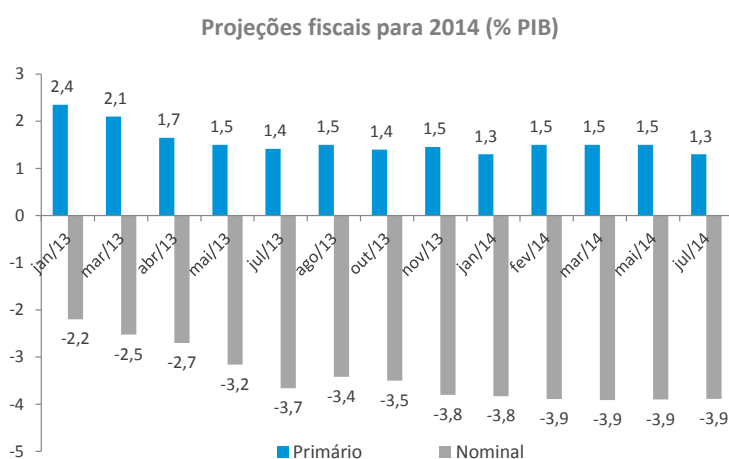
bilhões), as necessidades de financiamento externo (diferença entre o déficit de conta corrente e o investimento externo direto) continuam superando o patamar de US\$ 20 bilhões para o ano.

Atividade Econômica e Política Fiscal

No tocante à atividade econômica, a percepção de baixo dinamismo foi reforçada pelos economistas do Comitê. No segundo trimestre, os analistas esperam resultados fracos para o PIB em função não apenas da baixa confiança, como também do menor número de dias úteis em função da Copa do Mundo. Esses fatores já estariam se refletindo na queda do investimento e nos elevados níveis de estoque da indústria, o que deve impactar, também negativamente, a produção do terceiro trimestre. Neste contexto, é interessante notar que já existem no Comitê projeções de taxas de crescimento para 2014, abaixo de 1%, o que levou a mediana do grupo a ser corrigida para baixo, de 1,5% para 1,01%. Além disso, sob a ótica setorial, pela primeira vez no ano, o Comitê prevê retração na indústria em 2014 (de 0,79%). As estimativas de crescimento nos setores agropecuário e de serviços reforçam esta percepção de baixo dinamismo, tendo ficado abaixo das realizadas na última reunião.

Embora a mediana da taxa de desemprego prevista para o ano tenha caído em relação à da reunião de maio, refletindo a redução da população econômica ativa, segundo os economistas do Comitê, o impacto da desaceleração econômica no mercado de trabalho, deverá começar a ser percebido de forma mais significativa nos próximos meses.

Em face do cenário de baixo crescimento, e mantida a rigidez nos gastos fiscais esperados, os analistas do Comitê já preveem um menor superávit primário para 2014 (de 1,3% do PIB, menor que os 1,5% previstos nas reuniões anteriores). Para 2015, a perspectiva é de graus variados de ajuste fiscal conforme o resultado das eleições de outubro.



	2014							
	jan/13	mar/13	abr/13	mai/13	jul/13	ago/13	out/13	nov/13
Taxa SELIC (média -% a.a.)	7,38	8,50	8,50	8,50	9,28	9,50	9,75	10,48
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	7,75	8,50	8,50	8,50	9,50	9,50	9,75	10,75
Desvalorização cambial (%)	2,38	4,54	3,25	3,17	4,55	2,17	6,37	4,80
Ptax em 31/12	2,1500	2,0907	2,0650	2,1150	2,3000	2,4010	2,4500	2,4000
Dólar Médio	2,1000	2,0546	2,0400	2,0900	2,2417	2,4104	2,4000	2,3500
IPCA (%)	5,70	5,90	5,95	5,80	5,90	6,00	5,96	5,96
IGP-M (%)	5,26	5,40	5,50	5,15	5,50	5,50	5,85	6,00
- IPA-Industrial (%)	5,65	5,00	5,50	5,00	5,30	5,50	4,98	5,00
- IPA-Agrícola (%)	5,55	5,42	6,81	5,37	6,80	5,50	4,65	5,15
Balança Comercial (US\$ bilhões)	14,9	10,1	9,1	6,7	7,5	8,3	9,1	7,1
- Exportações	273,6	272,2	270,0	264,7	259,0	257,8	253,0	253,8
- Importações	258,7	262,1	260,9	258,0	251,5	249,4	243,9	246,7
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-2,65	-2,78	-3,00	-3,10	-3,57	-3,19	-3,30	-3,25
(em US\$ bilhões)	-69,6	-70,3	-78,0	-80,8	-82,4	-71,4	-72,7	-73,0
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	60,0	60,0	59,0	60,0	58,5	53,6	51,0	50,0
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	399	392	390	385	382	381	375	375
Risco-País (Embi) - em pontos	150	163	150	150	200	220	210	245
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	2,4	2,1	1,7	1,5	1,4	1,5	1,4	1,5
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-2,2	-2,5	-2,7	-3,2	-3,7	-3,4	-3,5	-3,8
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	33,0	33,3	34,9	35,0	35,4	34,9	34,8	34,8
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	-	-	-	-	-	61,4	60,6	60,8
Taxa de Crescimento do PIB (%)	3,70	3,51	3,50	3,48	2,70	2,30	2,11	2,01
Agropecuária (%)	4,00	4,00	4,50	4,00	3,50	3,25	4,00	4,00
Indústria (%)	3,65	3,18	3,12	3,00	2,80	2,50	1,95	1,90
Serviços (%)	4,00	4,00	3,50	3,50	2,55	2,02	1,78	1,80
- PIB R\$ bilhões	5.250	5.268	5.275	5.248	5.181	5.161	5.157	5.162
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	5,50	5,50	5,50	5,50	5,90	6,30	6,17	5,95
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	3,53	3,65	3,35	3,00	2,70	2,50	2,40	2,15

	2014				
	jan/14	fev/14	mar/14	mai/14	ju/14
Taxa SELIC (média -% a.a.)	10,48	10,90	10,93	10,92	10,92
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	10,50	11,00	11,00	11,00	11,00
Desvalorização cambial (%)	4,58	6,72	4,58	4,58	2,88
Ptax em 31/12	2,4500	2,5000	2,4500	2,4500	2,4100
Dólar Médio	2,4042	2,4340	2,4100	2,3450	2,3037
IPCA (%)	6,00	6,00	6,20	6,50	6,50
IGP-M (%)	6,05	6,00	6,60	6,83	5,58
- IPA-Industrial (%)	6,90	5,70	5,05	5,70	3,80
- IPA-Agrícola (%)	3,95	4,78	6,90	9,06	3,73
Balança Comercial (US\$ bilhões)	9,0	5,1	3,6	2,0	2,0
- Exportações	254,3	248,9	246,7	243,3	241,5
- Importações	245,2	243,8	243,1	241,2	239,5
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-3,30	-3,60	-3,65	-3,60	-3,70
(em US\$ bilhões)	-73,5	-76,6	-79,8	-80,4	-82,0
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	50,0	55,0	55,0	59,0	60,0
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	376	375	373	372	372
Risco-País (Embi) - em pontos	270	262	220	202	250
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	1,3	1,5	1,5	1,5	1,3
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-3,8	-3,9	-3,9	-3,9	-3,9
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	34,9	34,8	34,7	34,8	35,0
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	60,0	59,3	59,8	58,5	59,2
Taxa de Crescimento do PIB (%)	2,00	1,73	1,70	1,50	1,01
Agropecuária (%)	3,37	3,00	2,56	2,33	1,89
Indústria (%)	1,90	1,20	1,40	0,90	-0,79
Serviços (%)	1,80	1,80	1,69	1,64	1,52
- PIB R\$ bilhões	5.153	5.160	5.208	5.232	5.194
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	5,85	5,75	5,70	5,50	5,38
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	1,61	1,30	1,15	1,00	-1,50

Cenários para a Economia - 2015

Variáveis	2015				
	jan/14	fev/14	mar/14	mai/14	jul/14
Taxa SELIC (média -% a.a.)	11,50	11,83	11,84	12,03	11,80
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	11,63	12,00	12,00	12,25	12,00
Desvalorização cambial (%)	2,04	4,00	6,12	4,90	6,64
Ptax em 31/12	2,5000	2,6000	2,6000	2,5700	2,5700
Dólar Médio	2,5000	2,5500	2,5500	2,5021	2,5000
IPCA (%)	5,70	5,73	6,00	6,26	6,35
IGP-M (%)	5,50	5,70	5,90	6,00	6,00
- IPA-Industrial (%)	5,70	6,05	5,97	7,00	4,88
- IPA-Agrícola (%)	3,61	4,75	4,58	6,33	5,40
Balança Comercial (US\$ bilhões)	13,0	12,7	11,4	7,9	8,2
- Exportações	269,4	268,0	254,9	253,1	253,4
- Importações	256,5	255,3	243,6	245,2	245,2
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-3,00	-3,21	-3,19	-3,20	-3,30
(em US\$ bilhões)	-70,0	-68,0	-68,0	-69,4	-71,5
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	50,0	54,3	53,1	52,0	55,0
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	376	375	371	375	371
Risco-País (Embi) - em pontos	270	237	208	197	250
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	1,9	2,0	2,0	2,0	1,8
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-3,4	-3,6	-3,5	-3,6	-3,6
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	35,1	35,1	35,1	35,4	35,6
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	60,8	60,0	60,5	59,4	60,2
Taxa de Crescimento do PIB (%)	2,00	2,00	2,00	1,80	1,30
Agropecuária (%)	2,90	2,75	3,00	3,00	3,00
Indústria (%)	2,20	2,00	2,00	1,60	0,58
Serviços (%)	2,35	2,00	2,00	1,90	1,42
- PIB R\$ bilhões	5576	5587	5647	5661	5596
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	6,10	6,00	6,00	6,00	5,93
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	1,72	2,20	2,30	2,20	1,50

Data: 11 de julho de 2014

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), Alexandre Azara (Modal Asset), Arthur Carvalho (Morgan Stanley), Caio Megale (Bco Itau), Cassiana Fernandes (J.P.Morgan), Cláudio Ferraz (BTG Pactual), Daniel Weeks (Garde Asset), David Beker (Bank of America), Fernando Honorato Barbosa (BRAM), Fernando Fix (VAM), Fernando Rocha (JGP), Guilherme Loureiro (UBS), Leonardo Sapienza (Bco. Votorantim), Marcelo Carvalho (BNP Paribas), Marcelo Gaspari de Toledo (Bradesco), Marcelo Kfoury (Citibank), Marina Santos (Mauá Sekular), Mário Mesquita (Brasil Plural), Rodrigo Azevedo (Ibiuna) e Tomas Brisola (BBM).

Participantes ANBIMA: Enilce Leite Melo, Marcelo Cidade e Caroline Teixeira Jorge.

Redação: Caroline Teixeira Jorge e Marcelo Cidade.