

Relatório Econômico

Na última reunião do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA, realizada no dia 23 de maio de 2014, o debate foi marcado pela análise do novo arranjo do cenário externo, que tem contrariado as previsões de piora do ambiente para os emergentes, forjadas após o início do processo de normalização da política monetária norte-americana. No Brasil, esse quadro afetou as expectativas sobre a trajetória da taxa de câmbio em 2014, que passou a sinalizar uma desvalorização menor da moeda ainda que com manutenção da mediana e significativa dispersão nas projeções no Comitê.

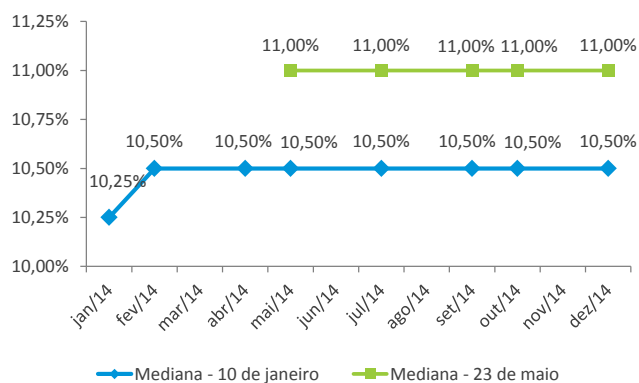
Política Monetária e Juros

No tocante à política monetária, a vasta maioria dos membros do Comitê entende que o Banco Central deverá manter a meta para a Taxa Selic em 11,00% na reunião de maio. A indicação de que boa parte dos efeitos do choque de oferta dos produtos agrícolas já foi absorvido e a percepção dos agentes do baixo

dinamismo do nível de atividade econômica – confirmadas pelos últimos resultados de vendas no varejo, da indústria e da desaceleração nas contratações do mercado de trabalho – contribuíram para essa previsão.

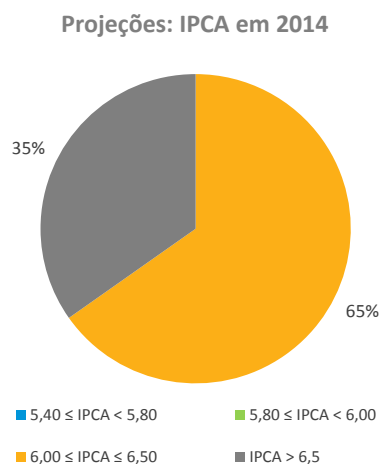
Entretanto, a despeito de um quadro mais controlado de inflação no curto prazo, ainda há divergências dentro do Comitê quanto à trajetória da meta da taxa Selic para 2014. Mesmo com a moda indicando manutenção da taxa em 11,00% para o restante do ano, permanecem apostas que indicam aumento da Meta Selic no último trimestre, com a variância das projeções entre 11,00% e 12,00% para o final do ano. Para 2015 não há

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



apostas de queda da taxa de juros e as projeções se concentram no intervalo de 11,00% a 13,50%.

Para os analistas do Comitê, uma possível reação da política monetária seria reflexo da piora do balanço inflacionário no médio prazo, decorrente de um quadro de inércia inflacionária em um contexto de política fiscal ainda expansionista e baixa confiança dos agentes levando à deterioração das expectativas inflacionárias dos investidores. Essa combinação sugere um cenário de redução do PIB potencial, expresso na queda da ocupação no mercado de trabalho e na manutenção de crescimentos reais de salário acima da produtividade, o que tornaria o ambiente de inflação mais desafiador no médio prazo na avaliação dos economistas do grupo. Entretanto, parte do comitê avalia que a queda recente da atividade está mais associada a fatores de demanda do que de oferta, o que deve contribuir para impedir novas surpresas altistas com a inflação nos próximos meses. Ainda assim, é consenso no grupo de que componentes inerciais da inflação farão com que a desaceleração dos preços ocorra de forma gradual.



As previsões do IPCA para 2014 refletem as surpresas de inflação do início do ano (choque de ofertas de alimentos) e confirmam a percepção dos analistas do Comitê de que a desaceleração da atividade não produzirá grande ganho nos preços. Pela primeira vez não houve estimativa abaixo de 6,0%, com a maioria das apostas situando-se no intervalo entre 6,0% e 6,5% (65% do total). Além disso, houve um aumento expressivo das projeções acima de 6,5% em relação ao que foi apurado na reunião anterior do Comitê (10% para 35% das projeções), o que expressa as dúvidas dos economistas quanto ao cumprimento da meta inflacionária neste ano. A mediana das previsões de inflação para 2014 situou-se em 6,5% contra 6,2% da reunião de março.

Para os economistas do Comitê, a recente apreciação da taxa de câmbio doméstica – decorrente da entrada de recursos externos e da manutenção das operações diárias do Banco Central no segmento cambial – tem contribuído para um arrefecimento do cenário inflacionário de curto prazo, o que, somado aos dados mais fracos de atividade podem retirar parte da pressão da inflação nos próximos meses. Este alívio, no entanto, não garantiria uma perspectiva de melhora da trajetória da inflação no médio e longo prazo, em virtude das incertezas quanto à curva de juros norte-americana, o que tende a influenciar o câmbio, com efeitos na desancoragem das expectativas de inflação.

Por fim, o Comitê ressaltou que a construção de um ambiente que reflita maior credibilidade na política econômica pode aprimorar a eficácia da política monetária e em alguma medida, acelerar o processo de reancoragem das expectativas. Foi lembrado pelos analistas que a piora das expectativas ao longo do tempo, refletida na “meta percebida” pelos agentes, acima da meta oficial, tem sido fator importante na explicação da persistência inflacionária que tem caracterizado a economia brasileira nos últimos anos.

Cenário Externo

Para os membros do Comitê, a valorização de ativos observada no cenário externo reflete mais a postura acomodatória dos principais Bancos Centrais do que propriamente a percepção de alteração consistente nos fundamentos macroeconômicos. Ao longo de 2014, a redução de juros por parte desses Bancos Centrais, em sentido inverso ao observado a partir de maio/13, após o anúncio do FED da sua intenção de reduzir gradualmente o *Quantitative Easing*, afetou a dinâmica do mercado e levou à reprecificação dos ativos. Isso ocorreu, sobretudo, nos mercados emergentes, que ao longo de 2013 tiveram seus fundamentos questionados e, recentemente, voltaram a receber ingressos de recursos internacionais de investidores em busca de *yield* em ativos de renda fixa.

Para os economistas do Comitê, a mudança do quadro internacional está relacionada à fraca recuperação da economia norte-americana, para a qual se espera, entretanto, uma retomada nos próximos meses, e ao *timing* mais distendido da normalização da política monetária, que abre espaço para a “nova” postura de Bancos Centrais em torno do mundo em vista à reduzida inflação global. Houve a ressalva dos analistas de que esse arranjo, que num primeiro momento sugere uma mudança de consenso em relação ao ano passado, pode não se sustentar se confirmado o crescimento da economia americana em torno de 3,0% no próximo semestre, conforme previsto por parte dos analistas do Comitê.

Para o Comitê, o movimento de busca dos investidores por rentabilidade nos mercados emergentes não indica a retomada do quadro de excesso de liquidez observado na economia mundial antes do início do processo de normalização da economia norte-americana. Atualmente, o crédito vem se recuperando de forma moderada, refletindo os ajustes impostos pelas regras prudenciais no mercado financeiro (Dodd-Frank, Basileia III, entre outras) nos últimos anos. Além disso, o aumento de liquidez tem se concentrado no mercado de renda fixa, não se identificando uma recuperação na mesma proporção nas

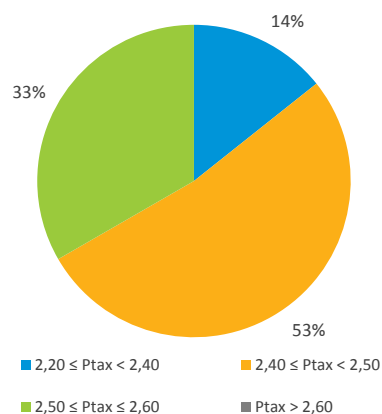
operações de renda variável, segmento mais sensível às oscilações no cenário macroeconômico.

Ao longo do debate, uma hipótese levantada no Comitê sobre as taxas dos *Treasuries* diz respeito à atuação da China nos mercados internacionais. A estratégia do Governo chinês de acelerar a desvalorização do yuan, no âmbito do processo de transição da economia chinesa para um modelo liderado pelo consumo doméstico, envolveria a compra de ativos, principalmente os *Treasuries* norte-americanos, o que explicaria o nível atual das taxas desses ativos, abaixo do esperado, e os efeitos limitados da redução da compra de títulos pelo Governo Norte Americano nesse ano.

Impactos do cenário externo na economia brasileira

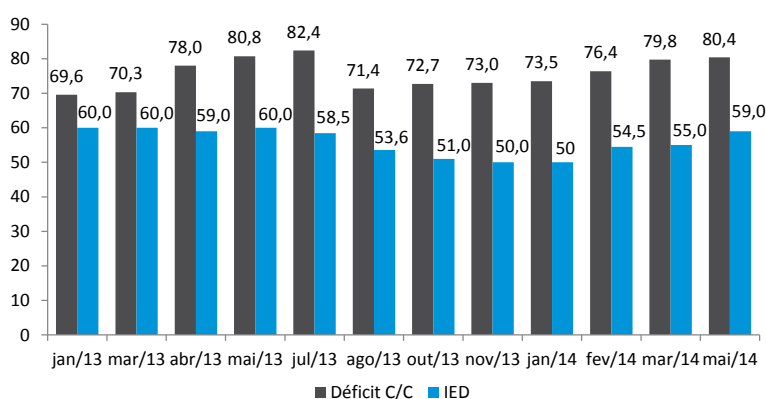
Em relação à taxa de câmbio, o Comitê manteve a mediana da projeção para o final de 2014 em R\$ 2,45, permanecendo a previsão de uma desvalorização cambial de 4,58% para 2014. Entretanto, a distribuição das projeções mostra diferença significativa em relação ao que foi apurado na última reunião. Em maio, 14% das projeções situaram-se no intervalo de R\$ 2,20 e R\$ 2,40 enquanto em março não houve estimativas abaixo de R\$ 2,40, mostrando que a recente apreciação da moeda doméstica já começa a provocar revisões na trajetória esperada para a taxa de câmbio no ano. Também diferente da última reunião, quando 19% das projeções apontavam um dólar acima de R\$ 2,60, em maio, não houve apostas para cotações acima de R\$ 2,60, o que reflete a revisão das expectativas dos analistas de uma desvalorização cambial mais acentuada. A variância nas cotações, situadas entre R\$ 2,20 e R\$ 2,60, contudo, mostra o nível de incerteza dos analistas e a possibilidade de que a taxa de câmbio possa sofrer revisões significativas nos próximos cenários. Nas contas externas, o grande destaque foi a redução na previsão da necessidade de financiamento

Projeções: PTAX em 31/12/2014



Em relação à taxa de câmbio, o Comitê manteve a mediana da projeção para o final de 2014 em R\$ 2,45, permanecendo a previsão de uma desvalorização cambial de 4,58% para 2014. Entretanto, a distribuição das projeções mostra diferença significativa em relação ao que foi apurado na última reunião. Em maio, 14% das projeções situaram-se no intervalo de R\$ 2,20 e R\$ 2,40 enquanto em março não houve estimativas abaixo de R\$ 2,40, mostrando que a recente apreciação da moeda doméstica já começa a provocar revisões na trajetória esperada para a taxa de câmbio no ano. Também diferente da última reunião, quando 19% das projeções apontavam um dólar acima de R\$ 2,60, em maio, não houve apostas para cotações acima de R\$ 2,60, o que reflete a revisão das expectativas dos analistas de uma desvalorização cambial mais acentuada. A variância nas cotações, situadas entre R\$ 2,20 e R\$ 2,60, contudo, mostra o nível de incerteza dos analistas e a possibilidade de que a taxa de câmbio possa sofrer revisões significativas nos próximos cenários. Nas contas externas, o grande destaque foi a redução na previsão da necessidade de financiamento

Déficit em Conta Corrente x Investimento Externo

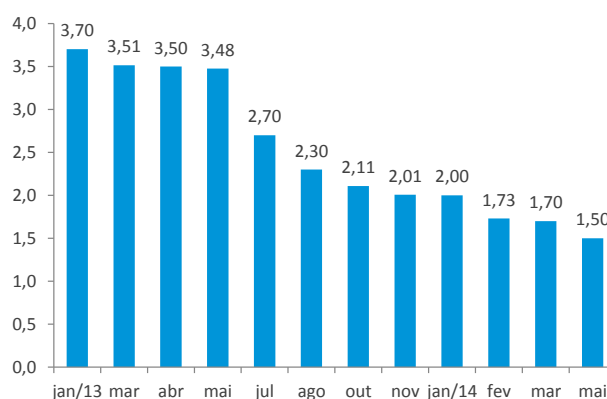


externo em 2014 (diferença entre o déficit de conta corrente e o Investimento Externo Direto) que passou de US\$ 24,8 bilhões para US\$ 21,4 bilhões. Boa parte desse ajuste decorre do aumento previsto no investimento direto – de US\$ 55 bilhões para US\$ 59 bilhões – o que sugere a melhora do ambiente para o investimento em economias emergentes, com reflexos positivos nos fluxos de capitais de longo prazo.

Atividade Econômica e Política Fiscal

Quanto ao nível de atividade, o Comitê ressaltou que a divulgação dos últimos dados relacionados à indústria automobilística, comércio e mercado de trabalho confirma o baixo dinamismo da economia brasileira e reforça a percepção dos analistas do viés de redução de crescimento da economia – a mediana do PIB para 2014 foi revisada de 1,7% para 1,5%.

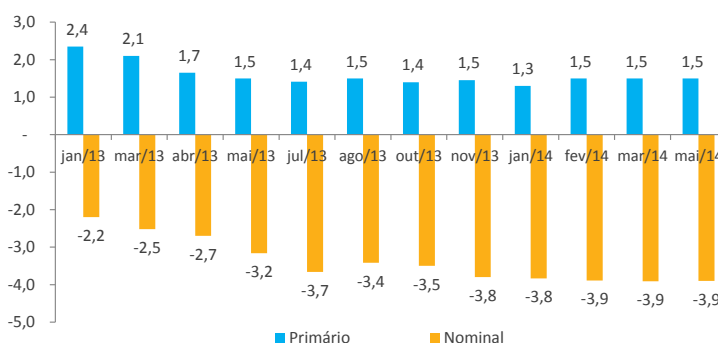
Evolução das projeções do crescimento do PIB para 2014 (%)



Em termos de perspectiva, os economistas do Comitê não acreditam numa trajetória mais acelerada de crescimento da economia no curto e médio prazo. O ambiente de baixa confiança dos empresários não favorece o surgimento de vetores de crescimento que possam reativar o investimento de forma sustentada. As dúvidas referentes à capacidade da matriz energética brasileira e os riscos envolvidos nessa questão reforçam o quadro de incerteza dos analistas.

No tocante à questão fiscal, o Comitê manteve a previsão de superávit primário em 1,5% do PIB para 2014. No debate, foi destacada a pouca margem de manobra para um ajuste fiscal mais profundo em função da participação relevante das despesas obrigatórias nos gastos públicos, o que limita a expectativa dos analistas

Projeções fiscais para 2014 (% PIB)



do Comitê quanto a uma melhora das contas públicas para o curto e médio prazo.

Cenários para a Economia - 2014

| Variáveis | 2013 | | | | | | | |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 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 |

Cenários para a Economia - 2014

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

Cenários para a Economia - 2015

| Variáveis | 2015 | | | |
|---|--------|--------|--------|--------|
| | jan/14 | fev/14 | mar/14 | mai/14 |
| Taxa SELIC (média -% a.a.) | 11,50 | 11,83 | 11,84 | 12,03 |
| Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.) | 11,63 | 12,00 | 12,00 | 12,25 |
| Desvalorização cambial (%) | 2,04 | 4,00 | 6,12 | 4,90 |
| Ptax em 31/12 | 2,5000 | 2,6000 | 2,6000 | 2,5700 |
| Dólar Médio | 2,5000 | 2,5500 | 2,5500 | 2,5021 |
| IPCA (%) | 5,70 | 5,73 | 6,00 | 6,26 |
| IGP-M (%) | 5,50 | 5,70 | 5,90 | 6,00 |
| - IPA-Industrial (%) | 5,70 | 6,05 | 5,97 | 7,00 |
| - IPA-Agrícola (%) | 3,61 | 4,75 | 4,58 | 6,33 |
| Balança Comercial (US\$ bilhões) | 13,0 | 12,7 | 11,4 | 7,9 |
| - Exportações | 269,4 | 268,0 | 254,9 | 253,1 |
| - Importações | 256,5 | 255,3 | 243,6 | 245,2 |
| Saldo de Transações Correntes (% PIB) | -3,00 | -3,21 | -3,19 | -3,20 |
| (em US\$ bilhões) | -70,0 | -68,0 | -68,0 | -69,4 |
| Investimento Externo Direto (US\$ bilhões) | 50,0 | 54,3 | 53,1 | 52,0 |
| Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi | 376 | 375 | 371 | 375 |
| Risco-País (Embi) - em pontos | 270 | 237 | 208 | 197 |
| Resultado do Setor Público - Primário (% PIB) | 1,9 | 2,0 | 2,0 | 2,0 |
| Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB) | -3,4 | -3,6 | -3,5 | -3,6 |
| Dívida Líquida do Setor Público (% PIB) | 35,1 | 35,1 | 35,1 | 35,4 |
| Dívida Bruta do Setor Público (% PIB) | 60,8 | 60,0 | 60,5 | 59,4 |
| Taxa de Crescimento do PIB (%) | 2,00 | 2,00 | 2,00 | 1,80 |
| Agropecuária (%) | 2,90 | 2,75 | 3,00 | 3,00 |
| Indústria (%) | 2,20 | 2,00 | 2,00 | 1,60 |
| Serviços (%) | 2,35 | 2,00 | 2,00 | 1,90 |
| - PIB R\$ bilhões | 5.576 | 5.587 | 5.647 | 5.661 |
| Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%) | 6,10 | 6,00 | 6,00 | 6,00 |
| Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano) | 1,72 | 2,20 | 2,30 | 2,20 |

Data: 23 de maio 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), Alessandro Del Drago (Mauá Sekular), Caio Megale (Bco Itau), Carlos Kawall (Bco Safra), Cassiana Fernandes (J.P.Morgan), Cláudio Ferraz (BTG Pactual), David Beker (Bank of America), Fernando Honorato Barbosa (BRAM), Fernando Fix (VAM), Fernando Rocha (JGP), Gabriel Goulart (Bozano), Leonardo Sapienza (Bco. Votorantim), Luis Fernando Figueiredo (Maua Sekular), Marcelo Carvalho (BNP Paribas), Marcelo Gaspari de Toledo (Bradesco), Paulo Leme (Goldman Sachs), Rodrigo Azevedo (Ibiuna), Tatiana Pinheiro (Santander), e Tomas Brisola (BBM).

Participantes ANBIMA: Enilce Leite Melo, Marcelo Cidade, Caroline Teixeira e Maria Saboia

Redação: Marcelo Cidade