

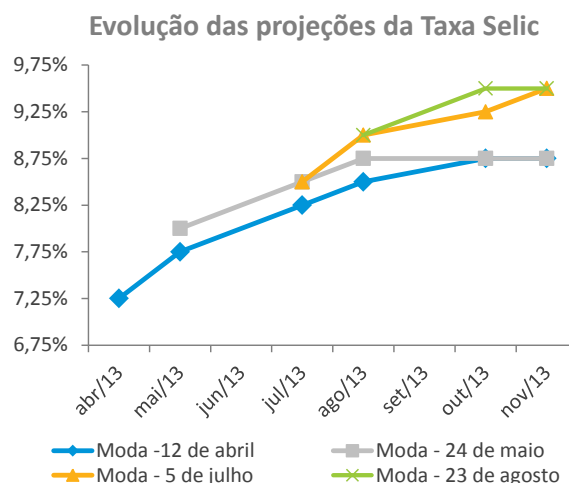
Relatório Econômico

Na última reunião do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA, realizada no dia 23 de agosto de 2013, a trajetória volátil das taxas de câmbio e juros foi o pano de fundo das análises realizadas no âmbito do Comitê. A tarefa de identificar o peso dos fatores externos e domésticos relevantes nesse ambiente e indicar as perspectivas do cenário econômico foi o grande desafio dos economistas. Segue abaixo, o registro dos principais pontos do debate:

Política Monetária e Juros

Sobre a política monetária, houve consenso entre os economistas do Comitê de que o aumento da meta da Taxa Selic na reunião de agosto deverá ser de 0,50 ponto percentual, repetindo o resultado das últimas 2 reuniões. A aposta dos economistas nesta decisão se baseia tanto nas recentes declarações dos representantes da Autoridade Monetária, quanto na avaliação de que esta seria a medida mais provável em face da incerteza quanto ao grau dos impactos da trajetória da taxa de câmbio sobre o nível de atividade e inflação.

Em relação à meta para a taxa Selic até o final de 2013, a moda das projeções do Comitê para as próximas três reuniões do ano aponta dois aumentos de 0,50 ponto percentual em agosto e outubro, respectivamente, com manutenção da meta em novembro. O resultado de 9,5% para o final do ano está acima do que foi indicado pelo Comitê em julho (9,25%) e mostra a elevação da projeção do ciclo de juros, a terceira desde abril quando o Banco Central iniciou o processo de aumento da Taxa Selic. Nesse sentido, é interessante notar que coexistem dentro do grupo projeções com aumento de 0,25 em agosto com posterior manutenção da taxa (8,75%), e estimativas que projetam

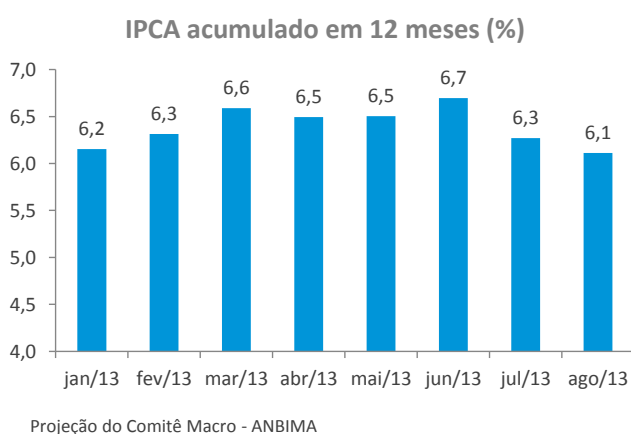
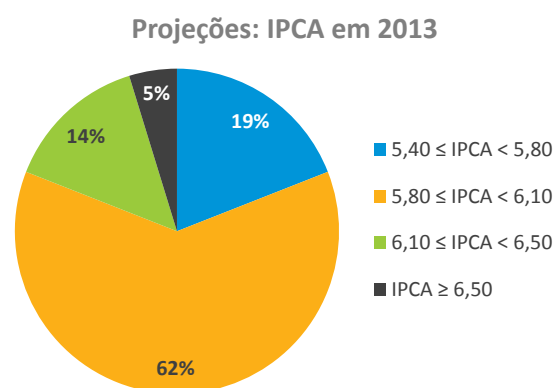


três aumentos de 0,50 até o final do ano (10,00%).

Essa variância nas projeções reflete as incertezas quanto ao comportamento do nível de atividade e inflação no curto e médio prazo, e, em última instância, a percepção sobre os pesos que os ajustes no câmbio ou no nível de atividade terão na política monetária. A divulgação de indicadores que sugerem uma retração do nível de atividade no terceiro trimestre reforça o argumento daqueles que preveem que o ritmo mais fraco da economia deve tirar a potencia de transmissão da desvalorização cambial para os preços domésticos (*pass-through*), o que favorece a aposta na interrupção do aumento dos juros. Além do que, existe a percepção de que eventuais atuações para trazer a taxa de câmbio para um patamar mais baixo se darão por meio de atuações no câmbio e não via juros. Para outros, a trajetória dos indicadores de confiança no ambiente econômico tem estreita relação com a piora do quadro inflacionário e o nível corrente de inflação ainda não permite uma acomodação na condução da política monetária.

Como na reunião anterior, a mediana do IPCA ficou em 5,90%, acima do IPCA de 2012. A distribuição indicou que 62% das projeções estão situadas entre 5,80% e 6,10% e que ainda permanecem, mesmo residuais (cerca de 5%), projeções que indicam o IPCA 2013 acima do teto da meta (6,5%).

De toda forma, os analistas reconhecem que a queda do nível de atividade conjugada com a melhora nos preços dos alimentos, resultado, das safras doméstica e norte americana, favorece o balanço de riscos inflacionários para 2013. Mesmo descontando os recentes fatores sazonais, a avaliação predominante é de que reduziu a possibilidade de a inflação ultrapassar o teto da meta. Permanece, entretanto, a preocupação dos economistas quanto à inflação de longo prazo, principalmente relacionada aos preços administrados (gasolina, transporte público e energia elétrica), que em algum momento devem ser realinhados, situação que se agrava com a recente desvalorização cambial. A



projeção de 6,00% para a inflação de 2014, maior do que a de 2013, é um indicativo do quanto as expectativas inflacionárias ainda estão desancoradas dentro do Comitê.

Cenário Externo

No debate sobre o cenário externo, a avaliação majoritária dos economistas do Comitê é de que o Banco Central norte americano deve iniciar em setembro a redução das compras mensais de ativos (*Quantitative Easing*), num processo gradual que deve durar até julho de 2014, ou, de forma alternativa, anunciar a data de início deste processo, o que afetaria as expectativas de qualquer forma. Além disso, houve consenso de que os juros norte-americanos poderão subir em 2015, decorrente da expectativa de recuperação mais consistente da economia, principalmente relacionada ao mercado de trabalho. Foi lembrado, entretanto, que não é apenas o *Quantitative Easing* que deve afetar as expectativas sobre o desempenho norte-americano mas também a sucessão na Presidência do Federal Reserve, que, em última instância, sinaliza as perspectivas para a política monetária nos próximos anos.

Em relação à China, a expectativa é de que haja mudança na dinâmica de crescimento em favor de uma trajetória mais sustentada. Isso deve significar a efetivação de políticas de crédito que não aumente a exposição do sistema bancário paralelo local (*shadow banking*) e ajude a mitigar os riscos sistêmicos existentes.

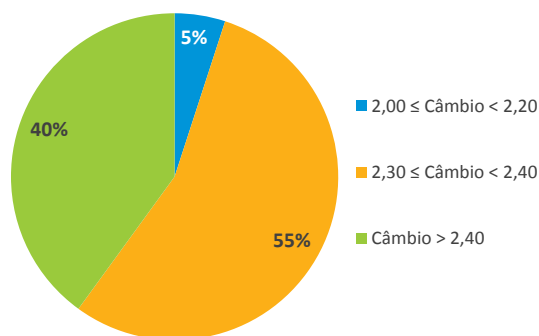
Desta forma, a avaliação do Comitê é de que o cenário externo continue indicando um viés de crescimento moderado no curto/médio prazo, com ressalvas quanto aos efeitos que as mudanças na política monetária norte americana poderão ter sobre os ativos financeiros e/ou o nível de atividade dos países emergentes. A surpresa ficou por conta da melhor performance de algumas economias na região do Euro.

Impactos do cenário externo na economia brasileira

Para os membros do Comitê, a desvalorização do Real em relação ao dólar norte-americano deve ser analisada num contexto mais global, no contexto da valorização do dólar em relação às moedas nacionais dos países emergentes.

Na comparação com a reunião de julho, as projeções do Comitê para a taxa de câmbio indicam um Real mais desvalorizado no final do ano, (a mediana passou de R\$ 2,20 para R\$ 2,35). A maior parte das previsões situa-se no intervalo entre R\$ 2,30 e R\$ 2,40 (55%). Porém, é significativa a participação das estimativas que apontam uma taxa de câmbio superior a R\$ 2,40 no final de 2013 (40%), refletindo a piora das expectativas quanto ao resultado das contas externas.

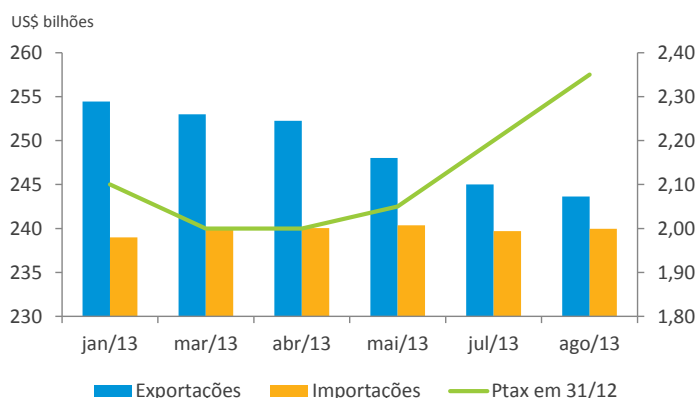
Projeções: taxa de câmbio em 31/12/2013



Para os economistas do Comitê, o ganho de competitividade que a desvalorização deve trazer para o segmento comercial poderá não se reverter em resultados concretos no curto e médio prazo. Um indicativo foi a previsão de saldo comercial para 2013, que novamente foi reduzida, de US\$ 5,3 bilhões

para US\$ 3,7 bilhões. Tal como ocorrido em julho, houve dentro do Comitê projeções de déficit comercial para esse ano, o que explicita as preocupações desses analistas com questões relativas à perda de participação no mercado internacional e a baixa produtividade de economia

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



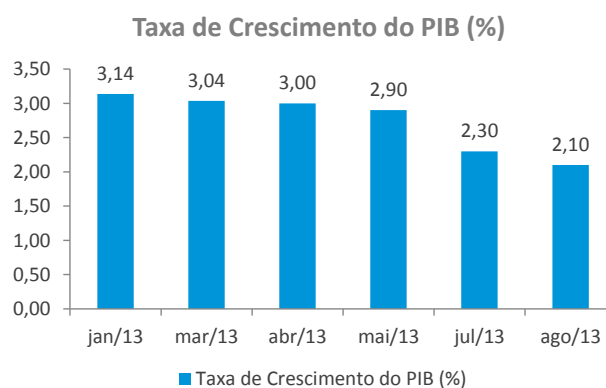
brasileira. Desta forma, o Comitê revisou para pior o déficit em conta corrente para 2013 (de 3,43% para 3,51%), correspondente a um montante de US\$ 78 bilhões, nos quais US\$ 58 bilhões deverão ser financiados por investimentos diretos e o restante por investimentos em portfólio.

Atividade Econômica e Política Fiscal

Em relação ao nível de atividade, há a percepção dos analistas de que a volatilidade das taxas de câmbio e juros afetou as decisões de investimento no período, o que pode comprometer as perspectivas de crescimento para o segundo semestre do ano, e abortar a recuperação que vinha ocorrendo nos

primeiros meses de 2013. Nesse contexto, o desaquecimento do setor de serviços e a desaceleração no mercado de trabalho são indicativos fortes de que a retração da economia pode ser maior do que a prevista. Nas duas últimas reuniões, analistas do Comitê já vinham

elevando as projeções de desemprego para o ano, de 5,50% para 5,65% em julho e 5,80% em agosto. Já as previsões do PIB para 2013 refletem a piora da percepção do Comitê. A projeção de crescimento caiu de 2,30% para 2,10%, a sexta revisão para baixo de crescimento nesse ano. Dentro das estimativas do grupo, já aparecem taxas de crescimento abaixo de 2,0%, o que se aproxima da taxa ocorrida em 2012 (0,9%).



Para parte dos analistas, o risco de PIB negativo no terceiro trimestre pode ser afastado em função da resiliência do consumo e da melhora na margem dos indicadores de confiança do consumidor, decorrente da redução da inflação no período julho/agosto. Alguns economistas lembraram, porém, que existem gargalos na oferta de crédito do segmento, resultado da maior seletividade na concessão de recursos pelo sistema financeiro, o que pode limitar uma recuperação mais sustentada. Para o médio e longo prazo, foi considerada a possibilidade de a taxa de câmbio mais desvalorizada estimular a substituição dos insumos importados pelos domésticos, o que poderia ajudar determinados segmentos da economia doméstica, principalmente em um contexto de recuperação da demanda externa. Mesmo com essas ressalvas, a percepção média do Comitê é de que 2013, tal como em 2012, será um ano de baixo crescimento e inflação ainda resistente, em um ambiente de menor confiança e novas condições no mercado externo, o que torna 2014, ano eleitoral, um período de grandes desafios para o Governo e a sociedade.

Anexo

Cenários para a Economia - 2013

Variáveis	2013					
	jan/13	mar/13	abr/13	mai/13	jul/13	ago/13
	Mediana					
Taxa SELIC (média -% a.a.)	7,25	7,73	7,96	8,00	8,30	8,30
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	7,25	8,00	8,50	8,50	9,25	9,50
Desvalorização cambial (%)	2,76	-2,13	-2,13	0,32	7,66	15,00
Ptax em 31/12	2,1000	2,0000	2,0000	2,0500	2,2000	2,3500
Dólar Médio	2,0809	1,9950	1,9963	2,0115	2,1300	2,2000
IPCA (%)	5,60	5,67	5,70	5,80	5,90	5,90
IGP-M (%)	5,50	5,50	5,24	4,95	5,00	4,86
- IPA-Industrial (%)	5,48	6,18	5,65	5,34	6,24	6,04
- IPA-Agrícola (%)	3,78	3,85	0,54	-2,72	-1,58	-1,99
Balança Comercial (US\$ bilhões)	15,44	13,15	12,20	7,67	5,31	3,69
- Exportações	254,44	253,00	252,25	248,04	245,00	243,65
- Importações	239,00	239,85	240,05	240,37	239,69	239,96
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-2,70	-2,77	-2,90	-3,12	-3,43	-3,51
(em US\$ bilhões)	-63,0	-66,5	-69,2	-75,0	-78,3	-78,4
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	60,3	60,0	59,1	58,2	58,0	58,7
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	391	385	385	384	382	379
Risco-País (Embi) - em pontos	152,50	165,00	155,00	150,00	200,00	230,00
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	2,25	2,00	1,89	1,50	1,50	1,70
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-2,20	-2,47	-2,70	-3,10	-3,30	-3,08
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	34,00	34,60	35,10	35,20	35,33	34,90
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	-	-	-	-	-	60,20
Taxa de Crescimento do PIB (%)	3,14	3,04	3,00	2,90	2,30	2,10
Agropecuária (%)	4,30	4,50	5,08	5,44	7,59	7,74
Indústria (%)	3,2	2,9	2,5	2,5	1,5	1,3
Serviços (%)	3,1	3,0	3,0	3,0	2,2	2,0
- PIB R\$ bilhões	4.802	4.813	4.827	4.806	4.765	4.768
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	5,50	5,50	5,50	5,50	5,65	5,80
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	3,13	3,23	3,00	2,70	2,14	2,10

Anexo

Cenários para a Economia - 2014

Variáveis	2014					
	jan/13	mar/13	abr/13	mai/13	jul/13	ago/13
	Mediana					
Taxa SELIC (média -% a.a.)	7,38	8,50	8,50	8,50	9,28	9,50
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	7,75	8,50	8,50	8,50	9,50	9,50
Desvalorização cambial (%)	2,38	4,54	3,25	3,17	4,55	2,17
Ptax em 31/12	2,1500	2,0907	2,0650	2,1150	2,3000	2,4010
Dólar Médio	2,1000	2,0546	2,0400	2,0900	2,2417	2,4104
IPCA (%)	5,70	5,90	5,95	5,80	5,90	6,00
IGP-M (%)	5,26	5,40	5,50	5,15	5,50	5,50
- IPA-Industrial (%)	5,65	5,00	5,50	5,00	5,30	5,50
- IPA-Agrícola (%)	5,55	5,42	6,81	5,37	6,80	5,50
Balança Comercial (US\$ bilhões)	14,92	10,10	9,06	6,70	7,48	8,31
- Exportações	273,59	272,18	270,00	264,70	258,98	257,75
- Importações	258,67	262,08	260,94	258,00	251,50	249,44
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-2,65	-2,78	-3,00	-3,10	-3,57	-3,19
(em US\$ bilhões)	-69,6	-70,3	-78,0	-80,8	-82,4	-71,4
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	60,0	60,0	59,0	60,0	58,5	53,6
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	399	392	390	385	382	381
Risco-País (Embi) - em pontos	150,00	162,50	150,00	150,00	200,00	220,00
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	2,35	2,10	1,65	1,50	1,42	1,50
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-2,20	-2,52	-2,70	-3,16	-3,66	-3,42
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	33,00	33,25	34,90	35,04	35,43	34,95
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	-	-	-	-	-	61,40
Taxa de Crescimento do PIB (%)	3,70	3,51	3,50	3,48	2,70	2,30
Agropecuária (%)	4,00	4,00	4,50	4,00	3,50	3,25
Indústria (%)	3,6	3,2	3,1	3,0	2,8	2,5
Serviços (%)	4,0	4,0	3,5	3,5	2,6	2,0
- PIB R\$ bilhões	5.250	5.268	5.275	5.248	5.181	5.161
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	5,50	5,50	5,50	5,50	5,90	6,30
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	3,53	3,65	3,35	3,00	2,70	2,50

Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA

Data: 23 de agosto 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), Cassiana Fernandes (J.P.Morgan), Cláudio Ferraz (BTG Pactual), Constantin Jancso (HSBC), David Beker (Bank of America), Fernando Honorato Barbosa (BRAM), Fernando Fix (VAM), 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 e Tayane Santos.

Redação: Marcelo Cidade