

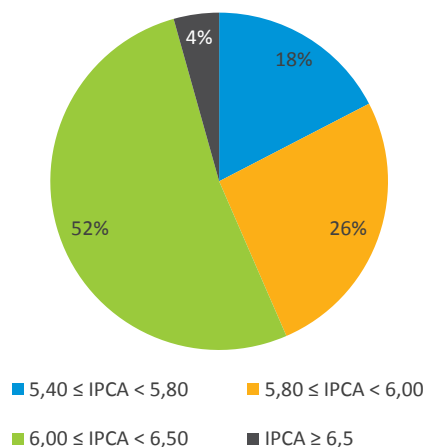
Relatório Econômico

Na última reunião do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA, realizada no dia 10 de janeiro de 2014, a discussão buscou avaliar a trajetória da economia brasileira em 2014 em um contexto de elevação no ritmo de crescimento dos países desenvolvidos e de valorização do dólar norte americano em relação às outras moedas, sobretudo dos países emergentes. Para os analistas, entretanto, o maior desafio do ano será no front doméstico com as incertezas relacionadas à condução da política fiscal e do financiamento das contas externas e a reancoragem das expectativas dos investidores em relação à inflação. Apesar dos debates se concentrarem nos desafios para economia brasileira em 2014, a partir desta reunião, os representantes do Comitê passaram a fazer projeções também para 2015.

Política Monetária e Juros

Em relação à política monetária, a previsão do Comitê é que a inflação permaneça em patamares acima de 5,5% como ocorreu em 2013, porém mais próximo ao limite superior da meta (6,5%) ao longo do ano. A mediana da previsão do IPCA para 2014 sofreu pequena revisão, de 5,96% para 6,00%, e indica que o Banco Central continuará a ter dificuldades no controle inflacionário e na reancoragem das expectativas. Dentre as estimativas de inflação do Comitê, 52% situam-se no intervalo entre 6,00 e 6,5%.

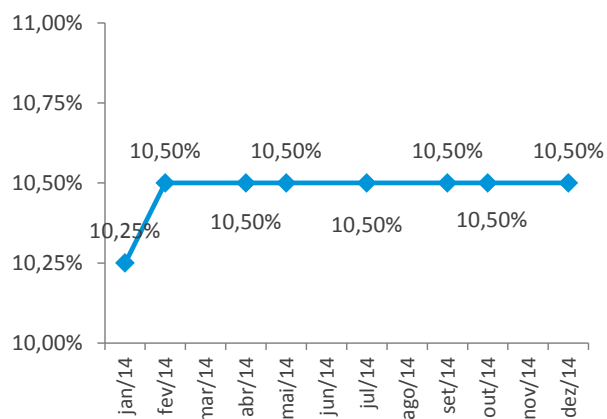
Projeções: IPCA em 2014



Mesmo com a piora do cenário prospectivo de inflação para o ano, a mediana das previsões do Comitê indica que o Banco Central deverá reduzir o ritmo de elevação da meta da taxa Selic em 2014 para 0,25 pontos nas reuniões de janeiro e fevereiro e encerrar o ciclo de aumento dos juros mantendo a taxa em 10,50% para o restante do ano. O argumento que justifica essa estratégia é de que a Autoridade Monetária deverá esperar os efeitos

cumulativos e defasados do aumento de 325 pontos da Taxa Selic (7,25% para 10,5%) e assim não comprometer ainda mais o nível de atividade que cresce em ritmo moderado. Houve a ressalva, entretanto, de que com o resultado do IPCA de dezembro acima do esperado (0,92%), que fez a inflação de 2013 superar a do ano anterior (5,91% contra 5,84%), cresce a possibilidade do Banco Central adicionar mais 0,25 pontos na taxa Selic esse ano, seja mantendo o ritmo de 0,50 pontos na reunião de janeiro ou elevando a Taxa Selic em 0,25 pontos nas próximas três reuniões.

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



Vale ressaltar que não houve consenso no Comitê quanto à trajetória de juros ao longo de 2014. Coexistiram previsões de manutenção da Selic em 10,25% para o decorrer do ano com estimativas que apostam em elevação dos juros no último trimestre para patamares da ordem de 11,75%. Essas divergências refletem, em alguma medida, percepções diferentes quanto à forma de atuação das variáveis sobre os preços e as expectativas dos investidores.

Para parte dos analistas do Comitê, uma dinâmica mais favorável no ritmo de inflação poderia ser decorrente da menor pressão dos preços dos alimentos, haja vista que esse processo já vinha ocorrendo desde o segundo semestre do ano passado. Além disso, parte da desvalorização cambial decorrente do alinhamento das moedas dos países emergentes em relação ao dólar ocorreu em 2013 e, uma possível valorização adicional da moeda norte-americana em relação ao Real em 2014 teria seu repasse para os preços domésticos (“pass-through”) limitado pelo nível de atividade mais fraco.

Entretanto, os economistas reconhecem que o risco de uma inflação mais alta e resistente é o que tem atuado de forma predominante nas expectativas dos investidores. A possibilidade de escoamento da inflação represada dos preços administrados — com destaque para as tarifas de energia elétrica e transporte público — podem impactar os preços em 2014. Além disso, o Governo não terá espaço no campo fiscal para atuar em desonerações e subsídios como no ano passado e o mercado de trabalho deverá continuar com uma baixa taxa de desocupação, o que pressiona os custos dos segmentos de serviços e indústria. Por fim, a trajetória da taxa de câmbio doméstica não deverá ser guiada apenas pelo movimento do dólar no mercado internacional, incorporando nesse caso a piora dos fundamentos internos,

sobretudo àqueles relacionados a questão fiscal e ao financiamento da conta corrente, temas que suscitam o debate para 2014 sobre a possibilidade de *downgrade* da economia brasileira pelas agências de rating internacionais.

Cenário Externo

A avaliação do Comitê é de que o cenário externo para 2014 aponta para uma melhora no ritmo de recuperação das economias desenvolvidas, com trajetória mais moderada nos mercados emergentes. Os possíveis reflexos desse quadro deverão ser a continuidade do processo de valorização do dólar no mercado internacional e elevações dos prêmios dos ativos dos países emergentes, sobretudo os de maior *duration*.

Nesse sentido o destaque fica para a trajetória da economia dos Estados Unidos, que pode alcançar em 2014 uma taxa de crescimento ao redor de 3%. Para os economistas, mesmo sem as respostas vindas do mercado de trabalho, o processo de redução dos estímulos na economia pelo Fed deverá prosseguir sem grandes sobressaltos ao longo do ano, com previsão de término no último trimestre de 2014. Além disso, o impacto da contração fiscal na economia vem diminuindo e o mercado imobiliário tem mostrado sinais de recuperação. Mantido esse cenário, não foi descartada a hipótese de que o Fed antecipe o aumento dos juros da economia, que originalmente estava previsto para meados de 2015.

Em relação à China, a expectativa é de que seja mantido um crescimento estável no patamar de 7,5% ao longo do ano, sem a interrupção do processo de transição de um modelo de investimento para o de consumo ainda em curso e com os efeitos mitigados de bolha imobiliária e dos créditos duvidosos originados do *“shadow-banking”*. Na área do Euro, é menor o risco de um evento de crédito nos países periféricos e há expectativa de um ritmo de crescimento mais forte da economia alemã. Para os países periféricos, os economistas ressaltaram que fará diferença aos olhos dos investidores internacionais a conjugação dos fundamentos internos de cada economia nacional com a resposta dos segmentos exportadores desses países num contexto de maior crescimento global.

Impactos do cenário externo na economia brasileira

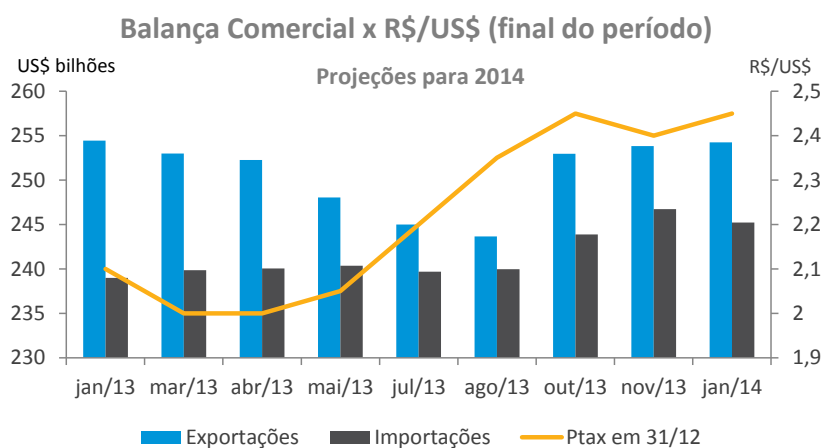
No tocante ao setor externo, o Comitê revisou sua previsão do saldo comercial para 2014, elevando-o de US\$ 7,1 bilhões em novembro/13 para US\$ 9,0 bilhões. Essa melhora nas estimativas de comércio reflete os efeitos defasados da desvalorização cambial, que devem gerar mais competitividade às exportações brasileiras. Há também a expectativa de que a evolução prevista da

economia mundial para esse ano estimule as vendas externas do país e torne o segmento exportador um importante indutor do crescimento em 2014.

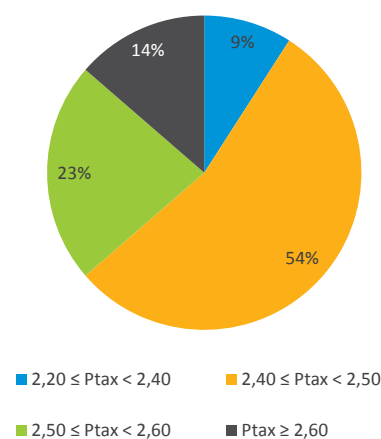
Existem dúvidas, entretanto, se uma

evolução mais favorável da balança comercial brasileira não seria limitada pela pouca abertura da economia ao setor externo, o que traria desvantagem comparativa em relação a outros países emergentes. Caso se confirme essa hipótese, ganhará maior peso no debate o financiamento das contas externas. Para 2014, o Comitê elevou a previsão do déficit em conta corrente, de 3,25% para 3,30% do PIB. Com esse resultado, a necessidade de recursos de investimentos estrangeiros em carteira para esse ano seria de US\$ 23,5 bilhões, que, conjugados com a entrada prevista de US\$ 50 bilhões de investimento estrangeiro direto no país, permitiria o financiamento do déficit esperado de US\$73,5 bilhões.

Desta forma, a trajetória da taxa de câmbio deverá continuar apresentando comportamento volátil, em sintonia com os desdobramentos do processo de redução dos estímulos monetários pelo Fed e com a deterioração das expectativas dos investidores em relação à piora dos fundamentos domésticos. A mediana das projeções da taxa de câmbio para o final do ano foi revisada de R\$ 2,40 para R\$ 2,45 em relação à última reunião do Comitê. Entre essas estimativas, 37% das previsões situam-se acima do patamar de R\$ 2,50, e parte delas acima de R\$ 2,60, o que revela que a possibilidade de desvalorizações adicionais da moeda doméstica é relevante, com possíveis impactos nas



Projeções: PTAX em 31/12/2014



expectativas de inflação e de abertura nos prêmios de risco dos ativos financeiros domésticos.

Atividade Econômica e Política Fiscal

No tocante à questão fiscal, os economistas do Comitê reduziram a expectativa de superávit primário para 2014 de 1,5% para 1,3% do PIB, o que indica até o momento que a percepção de piora do quadro fiscal deve permanecer nas expectativas

dos investidores ao longo do ano. A redução de crédito dos bancos estatais no último trimestre de 2013 e a melhora das contas públicas decorrentes de receitas extraordinárias não são indicativos suficientes para apontar uma reorientação na

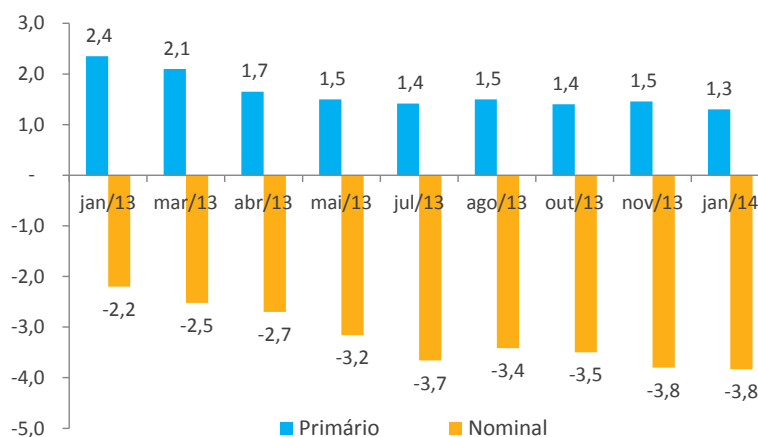
condução da política fiscal adotada nos últimos anos. Além disso, as condicionantes políticas relacionadas ao ano eleitoral diminuem a margem de manobra do Governo em sinalizar uma melhora sustentada das contas públicas para o médio e longo prazo.

Quanto ao nível de atividade, a manutenção da previsão de crescimento do PIB de 2% para 2014 indica que uma recuperação significativa do investimento não é esperada pelos economistas do Comitê,

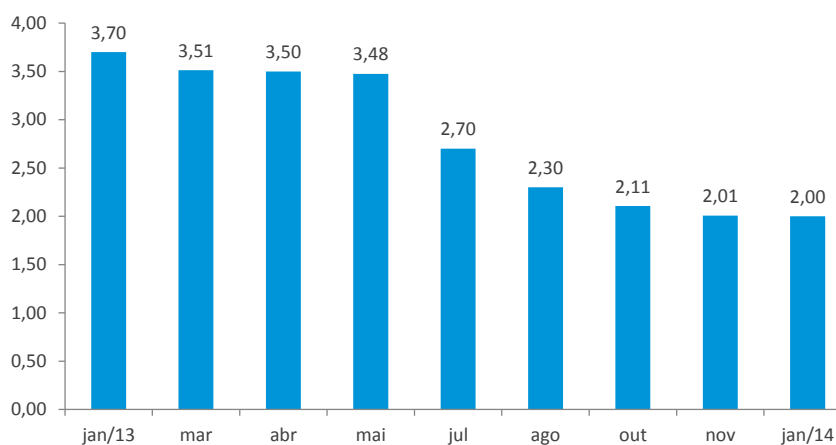
haja vista a piora das condições de crédito decorrentes dos efeitos da elevação dos juros. A possibilidade de um *downgrade* da economia brasileira pode comprometer ainda mais o ambiente de confiança dos investidores num

cenário marcado por incertezas quanto à trajetória da inflação, equilíbrio fiscal e crescente

Projeções fiscais para 2014 (% PIB)



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



déficit em conta corrente. Além disso, conforme abordado na seção de setor externo, há limites para que o segmento comercial brasileiro possa induzir um aumento do nível de atividade face o grau de abertura existente na economia brasileira. Nesse sentido, a expectativa dos economistas do Comitê é de que uma política de ajustes nas principais variáveis econômicas só ocorra após as eleições, possivelmente em 2015.

Anexos

Cenários para a Economia - 2014

Variáveis	2014								
	jan/13	mar/13	abr/13	mai/13	jul/13	ago/13	out/13	nov/13	jan/14
Taxa SELIC (média -% a.a.)	7,38	8,50	8,50	8,50	9,28	9,50	9,75	10,48	10,48
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	7,75	8,50	8,50	8,50	9,50	9,50	9,75	10,75	10,50
Desvalorização cambial (%)	2,38	4,54	3,25	3,17	4,55	2,17	6,37	4,80	4,58
Ptax em 31/12	2,1500	2,0907	2,0650	2,1150	2,3000	2,4010	2,4500	2,4000	2,4500
Dólar Médio	2,1000	2,0546	2,0400	2,0900	2,2417	2,4104	2,4000	2,3500	2,4042
IPCA (%)	5,70	5,90	5,95	5,80	5,90	6,00	5,96	5,96	6,00
IGP-M (%)	5,26	5,40	5,50	5,15	5,50	5,50	5,85	6,00	6,05
- IPA-Industrial (%)	5,65	5,00	5,50	5,00	5,30	5,50	4,98	5,00	6,90
- IPA-Agrícola (%)	5,55	5,42	6,81	5,37	6,80	5,50	4,65	5,15	3,95
Balança Comercial (US\$ bilhões)	14,9	10,1	9,1	6,7	7,5	8,3	9,1	7,1	9,0
- Exportações	273,6	272,2	270,0	264,7	259,0	257,8	253,0	253,8	254,3
- Importações	258,7	262,1	260,9	258,0	251,5	249,4	243,9	246,7	245,2
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-2,65	-2,78	-3,00	-3,10	-3,57	-3,19	-3,30	-3,25	-3,30
(em US\$ bilhões)	-69,6	-70,3	-78,0	-80,8	-82,4	-71,4	-72,7	-73,0	-73,5
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	60,0	60,0	59,0	60,0	58,5	53,6	51,0	50,0	50,0
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	399	392	390	385	382	381	375	375	376
Risco-País (Embi) - em pontos	150	163	150	150	200	220	210	245	270
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	2,4	2,1	1,7	1,5	1,4	1,5	1,4	1,5	1,3
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-2,2	-2,5	-2,7	-3,2	-3,7	-3,4	-3,5	-3,8	-3,8
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	33,0	33,3	34,9	35,0	35,4	34,9	34,8	34,8	34,9
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	-	-	-	-	-	61,4	60,6	60,8	60,0
Taxa de Crescimento do PIB (%)	3,70	3,51	3,50	3,48	2,70	2,30	2,11	2,01	2,00
Agropecuária (%)	4,00	4,00	4,50	4,00	3,50	3,25	4,00	4,00	3,37
Indústria (%)	3,65	3,18	3,12	3,00	2,80	2,50	1,95	1,90	1,90
Serviços (%)	4,00	4,00	3,50	3,50	2,55	2,02	1,78	1,80	1,80
- PIB R\$ bilhões	5.250	5.268	5.275	5.248	5.181	5.161	5.157	5.162	5.153
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	5,50	5,50	5,50	5,50	5,90	6,30	6,17	5,95	5,85
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	3,53	3,65	3,35	3,00	2,70	2,50	2,40	2,15	1,61

Cenários para a Economia - 2014 e 2015

Variáveis	2014	2015
	em jan/14	em jan/14
Taxa SELIC (média -% a.a.)	10,48	11,50
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	10,50	11,63
Desvalorização cambial (%)	4,58	2,04
Ptax em 31/12	2,4500	2,5000
Dólar Médio	2,4042	2,5000
IPCA (%)	6,00	5,70
IGP-M (%)	6,05	5,50
- IPA-Industrial (%)	6,90	5,70
- IPA-Agrícola (%)	3,95	3,61
Balança Comercial (US\$ bilhões)	9,0	13,0
- Exportações	254,3	269,4
- Importações	245,2	256,5
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-3,30	-3,00
(em US\$ bilhões)	-73,5	-70,0
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	50,0	50,0
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	376	376
Risco-País (Embi) - em pontos	270	270
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	1,3	1,9
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-3,8	-3,4
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	34,9	35,1
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	60,0	60,8
Taxa de Crescimento do PIB (%)	2,00	2,00
Agropecuária (%)	3,37	2,90
Indústria (%)	1,90	2,20
Serviços (%)	1,80	2,35
- PIB R\$ bilhões	5.153	5.576
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	5,85	6,10
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	1,61	1,72

Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA

Data: 10 de janeiro 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: Alessandro Del Drago (Mauá Sekular), Andrei Spacov (Gávea), Caio Megale (Bco Itau), Cassiana Fernandes (J.P.Morgan), Cláudio Ferraz (BTG Pactual), Fernando Honorato Barbosa (BRAM), Fernando Fix (VAM), Fernando Rocha (JGP), Gabriel Goulart (Bozano), Guilherme Loureiro (UBS), Marcelo Carvalho (BNP Paribas), Marcelo Gaspari de Toledo (Bradesco), Marcelo Kfoury (Citibank), Mário Mesquita (Brasil Plural), Paulo Leme (Goldman Sachs), Rodrigo Azevedo (Ibiuna) e Tomas Brisola (BBM).

Participantes ANBIMA: Caroline Teixeira Jorge, Marcelo Cidade e Valéria Arêas Coelho

Redação: Marcelo Cidade