

Relatório Econômico

Na última reunião do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA, realizada no dia 28 de novembro de 2014, o debate foi marcado pela expectativa positiva dos economistas em função da sinalização da nova equipe econômica em buscar a convergência da inflação para o centro da meta e reequilibrar as contas públicas a partir do ano que vem. Há, entretanto, dúvidas se o grau desse ajuste será suficiente para recuperar a confiança dos agentes e indicar uma perspectiva de crescimento sustentado para os próximos anos.

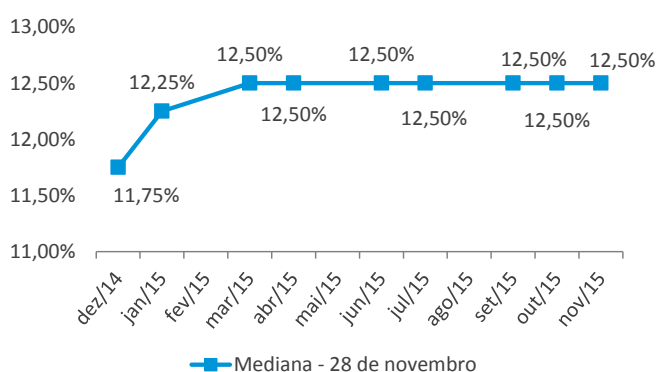
Política Monetária e Juros

No tocante à política monetária, após a surpresa da elevação da meta da taxa Selic na reunião do Copom de outubro, os economistas do Comitê esperam mais dois aumentos de 50 pontos base nas reuniões de dezembro/14 e janeiro/15 e mais 25 pontos base em março, encerrando o ciclo de alta dos juros e mantendo-se a

taxa em 12,50% ao ano para o restante de 2015. Esse cenário tem como hipótese a contribuição de uma política fiscal contracionista que indique a sustentabilidade das contas públicas para os anos seguintes.

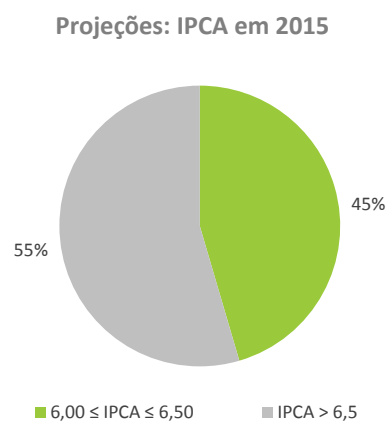
Não houve, porém, consenso no grupo quanto à trajetória dos juros para o curto e médio prazo. Para o final de 2014 coexistem apostas para a meta da taxa Selic que apontam aumentos de 25 e 50 pontos base para a reunião de dezembro. No final de 2015, as previsões variam entre 10,50% e 13% ao ano, indicando as diferentes percepções dos analistas do Comitê quanto ao cenário econômico.

Projeções da meta da taxa Selic para 2015 (% a.a.)



Vale atentar para a existência de apostas, ainda que minoritárias, que indicam a possibilidade de um processo de reancoragem das expectativas inflacionárias em um menor período de tempo, refletindo não apenas a interrupção do ciclo de alta dos juros como o início de redução da meta da taxa Selic já no ano que vem.

Entretanto, para boa parte dos economistas, o balanço de riscos inflacionários ainda é desafiador e não permite mudanças de rota. Para 2014, em relação à reunião de outubro, o Comitê manteve a mediana da projeção do IPCA em 6,40%, porém, ainda com 9% das previsões indicando uma inflação acima do limite superior da meta. Em relação a 2015, a mediana do IPCA elevou-se de 6,55% para 6,61%, com 55% das previsões do grupo indicando a inflação acima do teto da meta.



A piora das expectativas inflacionárias para 2015 reflete uma conjunção de fatores. Adicionado ao quadro atual de resiliência inflacionária, o processo de correção dos preços administrados, já iniciado em 2014, manteria a inflação corrente em patamares elevados, ainda que reflexos positivos fossem gerados nas expectativas em função do menor peso da inflação represada nas projeções de preços. Nesse sentido, são esperados novos reajustes de energia elétrica, das tarifas dos ônibus das grandes capitais, e a possível volta da CIDE. Além disso, os efeitos de uma provável desvalorização cambial em 2015 nos preços domésticos (veja seção sobre setor externo) também foram considerados, haja vista o peso dos bens importados na composição do produto nacional.

Por fim, os economistas ponderaram que a possibilidade de uma melhora na trajetória da inflação para o próximo ano estará diretamente relacionada aos efeitos das políticas monetária e fiscal conduzidas pela nova equipe econômica. A tendência de queda dos preços internacionais das commodities agrícolas também poderá contribuir nesse sentido, a despeito dos efeitos negativos na balança comercial e seus posteriores reflexos na taxa de câmbio.

Cenário externo

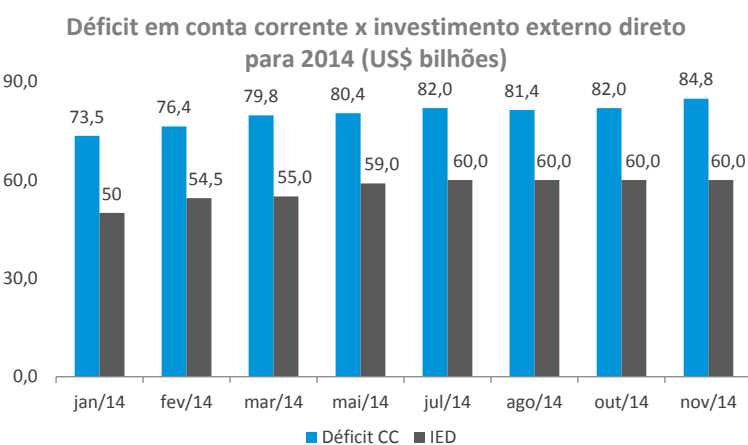
Em relação ao cenário externo, os economistas do Comitê avaliaram que a recuperação moderada da economia norte americana em um ambiente de menor crescimento global, sobretudo na Europa e Japão, e com a China indicando uma desaceleração no ritmo de atividade, pode postergar a decisão do Fed em elevar a taxa básica de juros. Além disso, um eventual aumento nesse ambiente acentuaria o processo de valorização do dólar norte americano, com efeitos negativos para o segmento comercial.

Também foi lembrado pelos economistas que a inflação americana ainda está abaixo da meta esperada de 2% e que a recente queda do preço internacional do petróleo reduz ainda mais a pressão nos preços. Esse fator, por sinal, foi ressaltado no debate, já que favorece o nível de atividade, pois eleva a renda disponível dos agentes. No comitê, os representantes das instituições financeiras estrangeiras acreditam que somente no segundo semestre do ano que vem deverá ocorrer a elevação dos juros, com as apostas indicando o início do ciclo de alta nas reuniões do Fed de setembro ou de dezembro.

A recente percepção de piora da trajetória da economia chinesa, ratificada pela decisão do Governo em reduzir a taxa de juros da economia, torna o cenário econômico mundial mais desafiador para o ano que vem, com efeitos diretos para a pauta de exportação dos países emergentes, sobretudo nos preços das commodities agrícolas. Além disso, há a preocupação adicional sobre o nível de exposição do sistema financeiro chinês nos empréstimos imobiliários nos últimos anos, principalmente após a crise financeira internacional de 2008.

Impactos do cenário externo na economia brasileira

Para os economistas do Comitê, a recente redução no ritmo de crescimento da economia chinesa dificulta a recuperação do segmento comercial brasileiro. Já em 2014, houve uma significativa piora nos termos de troca, agravado por um cenário de baixo dinamismo da economia mundial. Esse quadro se refletiu nas projeções do Comitê para o segmento, que pela

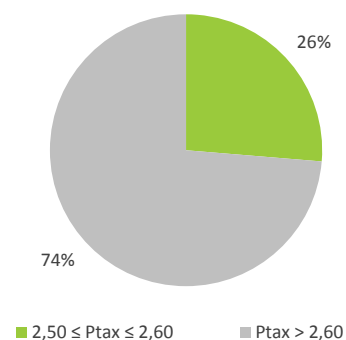


primeira vez indica um déficit comercial para 2014 na ordem de US\$ 2,2 bilhões. Esse resultado contribuiu para a elevação da estimativa do déficit em conta corrente para este ano, que passou de 3,69% em outubro para 3,81% do PIB em novembro. Para 2015, o Comitê prevê uma recuperação da balança comercial, ainda que em menor magnitude do que nas reuniões anteriores, com um superávit comercial de US\$ 4,6 bilhões e déficit em conta corrente de 3,5% do PIB.

A expectativa de melhora do segmento comercial em 2015 decorre de uma projeção de taxa de câmbio mais competitiva para o próximo ano. Essa desvalorização do Real seria reflexo de um aumento dos juros norte americanos e estaria em um contexto de correção das moedas dos mercados emergentes face a uma eventual transferência de recursos para os Estados Unidos. Além disso, há incerteza de quanto o Banco Central rolará do estoque de swaps cambiais realizados junto ao mercado a partir de 2015, o que pode indicar uma desvalorização adicional da moeda doméstica.

Em relação às projeções da taxa de câmbio, o Comitê manteve a mediana de R\$ 2,50 para 2014, mesmo patamar projetado na reunião de outubro, e que equivale a uma desvalorização do Real de 6,7% para este ano. Para 2015, a mediana do câmbio projetado foi R\$ 2,70, o que corresponde a uma expectativa de depreciação de 8% da moeda doméstica para o período. Do total de projeções, 74% situaram-se acima do patamar de R\$ 2,60, o que confirma a expectativa de desvalorização cambial de boa parte dos economistas do Comitê.

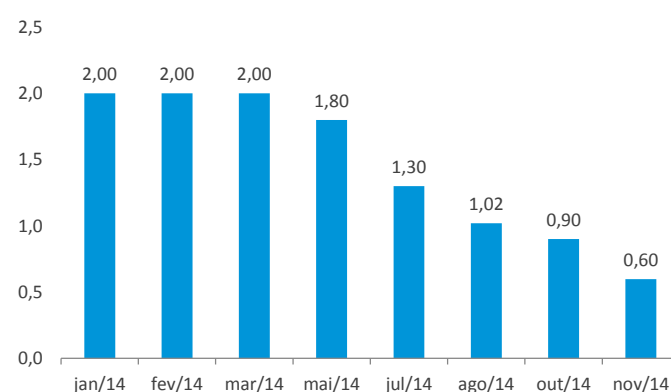
Projeções: PTAX em 31/12/2015



Atividade Econômica e Política Fiscal

Em relação ao nível de atividade, o debate iniciou-se com o questionamento dos economistas sobre as suas próprias estatísticas de crescimento para 2015. A reflexão centrou-se nos motivos pelos quais a mediana da projeção da taxa de crescimento do PIB para o próximo ano se mantém positiva (0,60%)

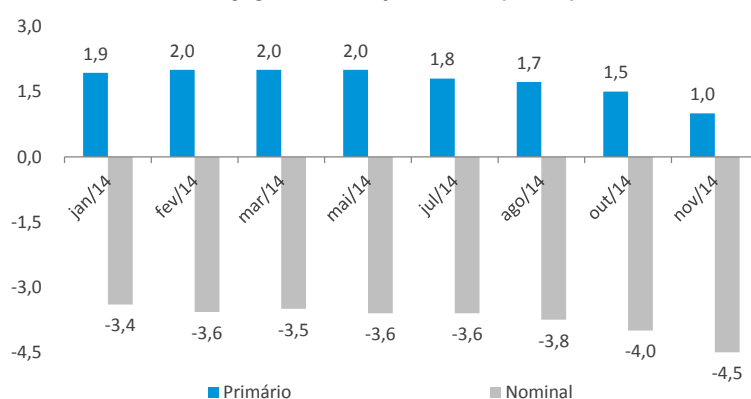
Evolução das projeções do crescimento do PIB para 2015 (%)



diante de uma previsão de contração significativa dos gastos do Governo para o período. Ainda que não haja fatores concretos que sinalizem uma recuperação sustentada, parte dos economistas lembrou que os ajustes esperados para 2015 podem impactar de forma positiva a confiança dos agentes e se traduzir numa elevação na taxa de investimento. Outros analistas ressaltaram que o nível de confiança em 2014 esteve no patamar mais baixo dos últimos anos e que há dúvidas se apenas esse processo de ajuste das condições fiscais e inflacionárias será suficiente para sinalizar uma recuperação do nível de atividade. As previsões do Comitê quanto à evolução do PIB para 2015 situaram-se no intervalo de -0,5% a 1,1% para o período, indicando que o nível de incerteza ainda é relevante no tocante à trajetória da economia.

Em relação às projeções fiscais, os analistas do Comitê lembraram que boa parte da recuperação do resultado primário do governo deverá ocorrer no primeiro semestre de 2015, já que a sazonalidade dos gastos favorece os cortes neste período do ano. A mediana das

Projeções fiscais para 2015 (% PIB)



projeções apontam superávits primários para 2014 e 2015 da ordem de 0,2% e 1,0% do PIB, respectivamente. Este resultado apurado para o ano que vem ficou pouco abaixo da meta sinalizada pela nova equipe econômica, de 1,2% do PIB. Entretanto, a expectativa é positiva, pois até recentemente, o ajuste fiscal esperado pelos economistas do Comitê passava mais pela melhora de arrecadação do que por corte de gastos.

Variáveis	2014					
	jan/13	mar/13	abr/13	mai/13	jul/13	ago/13
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)	14,9	10,1	9,1	6,7	7,5	8,3
- Exportações	273,6	272,2	270,0	264,7	259,0	257,8
- Importações	258,7	262,1	260,9	258,0	251,5	249,4
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	163	150	150	200	220
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	2,4	2,1	1,7	1,5	1,4	1,5
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-2,2	-2,5	-2,7	-3,2	-3,7	-3,4
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	33,0	33,3	34,9	35,0	35,4	34,9
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	-	-	-	-	-	61,4
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 (%)	3,65	3,18	3,12	3,00	2,80	2,50
Serviços (%)	4,00	4,00	3,50	3,50	2,55	2,02
- 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

Variáveis	2014							
	jan/14	fev/14	mar/14	mai/14	ju/14	ago/14	out/14	nov/14
Taxa SELIC (média -% a.a.)	10,48	10,90	10,93	10,92	10,92	10,92	10,90	11,00
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	10,50	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,75
Desvalorização cambial (%)	4,58	6,72	4,58	4,58	2,88	2,45	6,72	6,72
Ptax em 31/12	2,4500	2,5000	2,4500	2,4500	2,4100	2,4000	2,5000	2,5000
Dólar Médio	2,4042	2,4340	2,4100	2,3450	2,3037	2,2962	2,3282	2,3400
IPCA (%)	6,00	6,00	6,20	6,50	6,50	6,32	6,40	6,40
IGP-M (%)	6,05	6,00	6,60	6,83	5,58	4,13	3,36	3,70
- IPA-Industrial (%)	6,90	5,70	5,05	5,70	3,80	2,77	2,05	1,21
- IPA-Agrícola (%)	3,95	4,78	6,90	9,06	3,73	3,04	1,18	3,45
Balança Comercial (US\$ bilhões)	9,0	5,1	3,6	2,0	2,0	3,0	2,1	-2,2
- Exportações	254,3	248,9	246,7	243,3	241,5	241,0	238,1	230,0
- Importações	245,2	243,8	243,1	241,2	239,5	238,0	236,0	232,2
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-3,30	-3,60	-3,65	-3,60	-3,70	-3,63	-3,69	-3,85
(em US\$ bilhões)	-73,5	-76,6	-79,8	-80,4	-82,0	-81,4	-82,0	-84,8
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	50,0	55,0	55,0	59,0	60,0	60,0	60,0	60,0
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	376	375	373	372	372	376	377	377
Risco-País (Embi) - em pontos	270	262	220	202	250	200	153	150
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	1,3	1,5	1,5	1,5	1,3	1,3	0,9	0,2
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-3,8	-3,9	-3,9	-3,9	-3,9	-3,9	-4,2	-5,3
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	34,9	34,8	34,7	34,8	35,0	35,2	35,7	36,1
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	60,0	59,3	59,8	58,5	59,2	59,0	60,1	62,0
Taxa de Crescimento do PIB (%)	2,00	1,73	1,70	1,50	1,01	0,30	0,20	0,18
Agropecuária (%)	3,37	3,00	2,56	2,33	1,89	2,40	1,55	1,59
Indústria (%)	1,90	1,20	1,40	0,90	-0,79	-1,53	-1,60	-1,35
Serviços (%)	1,80	1,80	1,69	1,64	1,52	1,40	0,86	0,69
- PIB R\$ bilhões	5.153	5.160	5.208	5.232	5.194	5.183	5.147	5.155
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	5,85	5,75	5,70	5,50	5,38	5,28	5,30	4,90
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	1,61	1,30	1,15	1,00	-1,50	-2,30	-2,60	-2,70

Cenários para a Economia - 2015

Variáveis	2015							
	jan/14	fev/14	mar/14	mai/14	jul/14	ago/14	out/14	nov/14
Taxa SELIC (média -% a.a.)	11,50	11,83	11,84	12,03	11,80	11,67	11,60	12,30
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	11,63	12,00	12,00	12,25	12,00	12,00	12,00	12,50
Desvalorização cambial (%)	2,04	4,00	6,12	4,90	6,64	4,17	4,00	8,00
Ptax em 31/12	2,5000	2,6000	2,6000	2,5700	2,5700	2,5000	2,6000	2,7000
Dólar Médio	2,5000	2,5500	2,5500	2,5021	2,5000	2,4969	2,5488	2,6250
IPCA (%)	5,70	5,73	6,00	6,26	6,35	6,30	6,55	6,61
IGP-M (%)	5,50	5,70	5,90	6,00	6,00	6,00	5,50	5,95
- IPA-Industrial (%)	5,70	6,05	5,97	7,00	4,88	5,23	4,90	4,90
- IPA-Agrícola (%)	3,61	4,75	4,58	6,33	5,40	4,85	4,70	4,70
Balança Comercial (US\$ bilhões)	13,0	12,7	11,4	7,9	8,2	7,6	8,1	4,6
- Exportações	269,4	268,0	254,9	253,1	253,4	253,0	252,1	233,9
- Importações	256,5	255,3	243,6	245,2	245,2	245,4	244,0	229,3
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-3,00	-3,21	-3,19	-3,20	-3,30	-3,35	-3,49	-3,51
(em US\$ bilhões)	-70,0	-68,0	-68,0	-69,4	-71,5	-74,0	-76,2	-75,4
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	50,0	54,3	53,1	52,0	55,0	56,1	56,1	58,2
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	376	375	371	375	371	375	376	376
Risco-País (Embi) - em pontos	270	237	208	197	250	205	150	150
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	1,9	2,0	2,0	2,0	1,8	1,7	1,5	1,0
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-3,4	-3,6	-3,5	-3,6	-3,6	-3,8	-4,0	-4,5
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	35,1	35,1	35,1	35,4	35,6	35,6	36,5	37,5
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	60,8	60,0	60,5	59,4	60,2	60,0	62,1	63,8
Taxa de Crescimento do PIB (%)	2,00	2,00	2,00	1,80	1,30	1,02	0,90	0,60
Agropecuária (%)	2,90	2,75	3,00	3,00	3,00	2,70	2,50	2,50
Indústria (%)	2,20	2,00	2,00	1,60	0,58	0,60	0,40	0,23
Serviços (%)	2,35	2,00	2,00	1,90	1,42	1,30	1,30	1,00
- PIB R\$ bilhões	5576	5587	5647	5661	5596	5570	5507	5.522
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	6,10	6,00	6,00	6,00	5,93	6,00	6,00	5,80
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	1,72	2,20	2,30	2,20	1,50	1,00	0,75	0,00

Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA

Data: 28 de novembro 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), Andrei Spacov (Gávea), Arthur Carvalho (Morgan Stanley), Carlos Kawall (Safra), Cláudio Ferraz (BTG Pactual), David Beker (Bank of America), Daniel Ribeiro (CSHG), Fernando Honorato Barbosa (BRAM), Fernando Rocha (JGP), Luiz Fernando Figueiredo (Mauá Investimentos), Leonardo Sapienza (Banco Votorantim), Marcelo Carvalho (BNP Paribas), Marcelo Kfoury (Citibank), Marcelo Toledo (Bco. Bradesco), Marina Santos (Mauá Investimentos), Mauricio Molan (Santander), Rodrigo Azevedo (Ibiuna), e Tomas Brisola (BBM).

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

Redação: Marcelo Cidade.



Relatório Econômico

Publicação que consolida o debate do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico e traz o cenário com a mediana das projeções econômicas do grupo para o ano corrente e posterior.

Presidente: Denise Pavarina

Vice-Presidentes: Carlos Eduardo Andreoni Ambrósio, Carlos Massaru Takahashi, Gustavo Adolfo Funcia Murgel, José Olympio da Veiga Pereira, Pedro Lorenzini, Robert J. van Dijk, Sérgio Cutolo dos Santos e Valdecyr Gomes

Diretores: Alenir de Oliveira Romanello, Altamir Batista Mateus da Silva, Carlos Augusto Salamonde, Carolina Lacerda, Celso Scaramuzza, Jair Ribeiro da Silva Neto, Luciane Ribeiro, Luiz Sorge, Luiz Fernando Figueiredo, Otávio Romagnolli Mendes, Richard Ziliotto, Saša Markus, Sylvio Araújo Fleury e Vital Meira de Menezes Junior

Comitê Executivo: José Carlos Doherty, André Mello, Ana Claudia Leoni, Guilherme Benaderet, Patrícia Herculano, Valéria Arêas Coelho, Marcelo Billi, Soraya Alves e Eliana Marino

Rio de Janeiro: Avenida República do Chile, 230, 13º andar CEP 20031-170 + 21 3814 3800

São Paulo: Av. das Nações Unidas, 8501, 21º andar, CEP 05425-070 + 11 3471 4200