

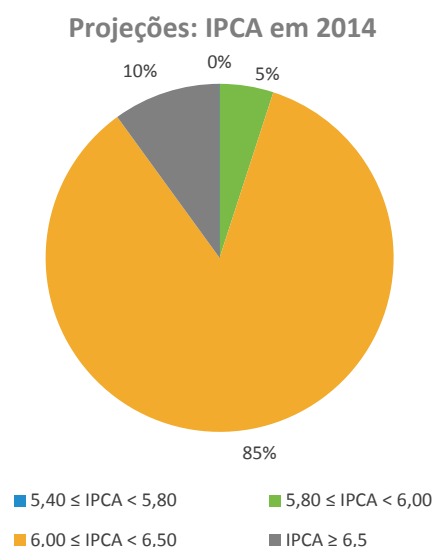
Relatório Econômico

Na última reunião do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA, realizada no dia 28 de março de 2014, a piora das expectativas de inflação para o ano e o movimento recente da taxa de câmbio estiveram no centro das discussões. A duração dos efeitos do recente choque de preços dos produtos agropecuários coloca a previsão de inflação para mais próximo do teto da meta e aumenta a incerteza quanto à trajetória dos juros para o período. No tocante ao PIB, a nova revisão para baixo da taxa de crescimento, ainda que bastante marginal, reflete a percepção dos economistas quanto ao baixo dinamismo do nível de atividade da economia e os limites na condução da política monetária.

Política Monetária e Juros

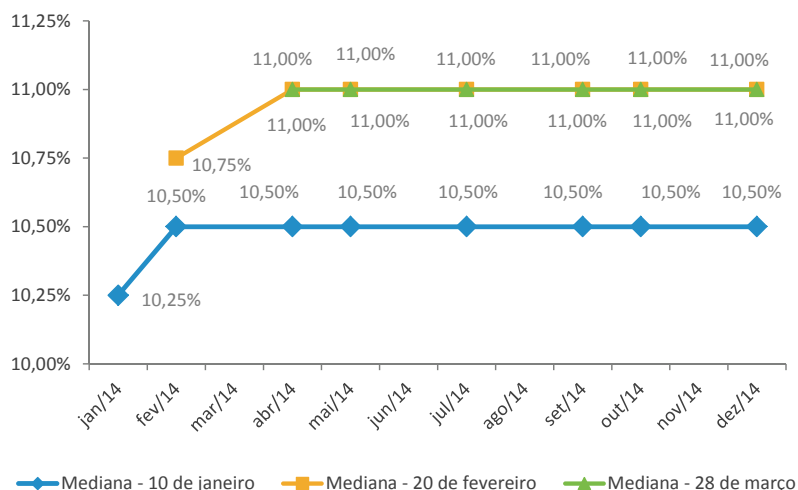
No tocante à inflação, o aumento da mediana da projeção do IPCA para 2014 - de 6,0% em fevereiro para 6,20% em março - refletiu essencialmente o choque de preços agropecuários ocorrido no intervalo entre as duas reuniões. Isso foi decisivo para consolidar essa percepção e colocar mais incerteza no balanço de riscos inflacionários. Dentro do grupo, a distribuição das estimativas de inflação indica a incidência de taxas mais altas em relação à reunião anterior. Como ocorrido em fevereiro, as apostas predominantes situaram-se

no intervalo entre 6,0% e 6,5%, porém agora em proporção muito mais elevada – 85% contra 64%. Esse deslocamento para cima das previsões tornou residuais as estimativas de inflação abaixo de 6,0% (5% do total contra 36% em fevereiro). Além disso, 10% das estimativas do grupo já indicam uma taxa de inflação acima de 6,5%, o que configuraria o não cumprimento da meta para o ano. Vale lembrar que em fevereiro não houve previsões com taxas acima do teto da meta.



Em relação ao Copom, a mediana das previsões do Comitê aponta uma elevação de 0,25p.p. na reunião de abril - consenso dentro do grupo, com interrupção do ciclo de alta dos juros a partir de então. Vale notar, contudo, que as pressões inflacionárias adicionais decorrentes do choque de oferta de produtos agrícolas alimentaram incerteza quanto ao

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



fim deste ciclo, o que se refletiu no debate, ainda que a mediana das projeções da Selic não tenha capturado esta percepção. De qualquer forma, as estimativas da Selic para o final de 2014 continuam apresentando dispersões que variam de 11,00% até 12,00% para a reunião de dezembro, indicando a falta de consenso sobre a trajetória da meta da taxa Selic para 2014.

O argumento dos economistas que apostam na interrupção do ciclo de alta dos juros refere-se aos efeitos que o prolongamento desse ciclo exerceria no nível de atividade, face ao baixo dinamismo no ritmo de crescimento desse ano. Desta forma, eles acreditam que o Banco Central deverá decidir esperar os efeitos defasados do aumento de 375b.p. da meta da taxa Selic, conforme já havia sido declarado na ata da reunião do Copom de fevereiro.

Um elemento novo que entrou no debate sobre a inflação corrente é a recente trajetória da taxa de câmbio, que chegou a registrar cotações abaixo do patamar de R\$ 2,30 nas últimas semanas. Essa valorização do Real é resultado da entrada de recursos externos no segmento financeiro, concentrado principalmente em renda fixa mas com algum fluxo também observado na bolsa, associado à manutenção das operações diárias de *swaps* cambiais do Banco Central. Para os analistas, essa trajetória da taxa de câmbio beneficiaria o quadro inflacionário, haja vista as limitações atuais de se estender o ciclo de alta dos juros (baixo crescimento da economia), o que explica em alguma medida a continuidade das operações da Autoridade Monetária. Alguns economistas, entretanto, ressaltaram que a volatilidade do cenário econômico pode não permitir que esse arranjo seja duradouro, e que uma possível mudança nas expectativas pode implicar em desvalorização da moeda doméstica num curto intervalo de tempo.

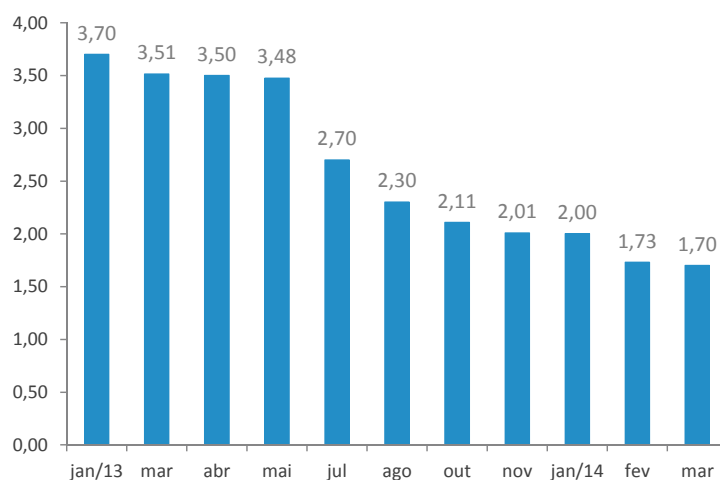
Para os economistas que esperam novos aumentos na taxa de juros após abril/14, o impacto do recente choque nos preços dos produtos agropecuários deverá ter efeitos mais duradouros, não se restringirá apenas ao período março/abril e atinge a economia em um momento de inflação já próxima ao teto da meta. Além disso, questões pontuais como a inflação de serviços durante o período da Copa do Mundo também adicionarão novos elementos ao balanço de riscos inflacionários, o que aumenta a chance da inflação acumulada em 12 meses alcançar patamares superiores ao teto da meta ao longo do ano.

Para o Comitê, é consenso que o processo de reancoragem das expectativas inflacionárias será longo e se manterá em 2015, possivelmente com elevação adicional da taxa Selic. Para os economistas, o grande vetor de incerteza reside no possível realinhamento dos preços administrados – sobretudo energia e combustível - e seus impactos na inflação corrente e nas expectativas dos investidores.

Atividade Econômica

A percepção de perda de dinamismo da economia brasileira entre os analistas do Comitê prosseguiu nessa reunião, mas a um ritmo menos intenso, e se refletiu na ligeira revisão para baixo da mediana do PIB para 2014, que passou de 1,73% em fevereiro para 1,70% em março. Na opinião do Comitê, a baixa confiança dos agentes, capturada

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



pelas últimas pesquisas sobre o tema, reforça um cenário de crescimento mais baixo, que mesmo o resultado do PIB do 4º trimestre de 2013, acima do esperado, não conseguiu reverter. As estimativas de crescimento do Comitê variaram entre 1,4% e 2,3%, o que indica que os economistas não acreditam num desempenho superior ao registrado em 2013.

Além das dúvidas relacionadas à questão energética, os analistas lembraram dos efeitos da retração econômica na Argentina sobre a indústria automobilística doméstica, que tem impactado conjuntamente a trajetória da produção industrial e das exportações brasileiras, o que deverá comprometer ainda mais o desempenho da economia para o segundo

trimestre. Também foi analisado o elevado nível de estoques na indústria nos últimos meses, argumentando-se que, em alguma medida, esses estoques poderiam resultar de um movimento de antecipação a um possível quadro de racionamento energético e/ou à realização da Copa do Mundo em junho.

Outro aspecto lembrado na reunião foi a redução do crédito por parte dos bancos públicos no primeiro trimestre de 2014 fator que, segundo os economistas, contribui para manter reduzidas as expectativas de crescimento do PIB. Os analistas não acreditam que uma maior participação do crédito privado, que vem crescendo com a redução da inadimplência, consiga sustentar uma forte retomada do nível de atividade. A expectativa em relação ao baixo crescimento do crédito decorre da avaliação de uma gradual desaceleração na demanda agregada, face o menor ritmo de crescimento no mercado de trabalho, o que teria reflexos negativos na massa salarial e, em alguma medida, nos índices de inadimplência no médio prazo. Em termos gerais, o Comitê acredita que as condições de crédito deverão ser mais restritivas ao longo de 2014 e não deverão ter o mesmo peso para o crescimento como nos anos anteriores.

Cenário Externo

Para os membros do Comitê, a recuperação da economia norte-americana continua ocorrendo de forma gradual, ainda condicionada à divulgação de indicadores, o que não deve alterar o ritmo de redução de compras dos ativos pelo FED junto ao mercado ao longo desse ano. Os analistas acreditam que o anúncio da desvinculação da elevação dos juros básicos com a taxa de desemprego de 6,5% revela que o próprio Banco Central Norte-Americano não prevê uma recuperação sustentada da economia e que segmentos chave, como o imobiliário, ainda apresentam desempenho aquém do esperado. Mesmo assim, a possibilidade de que os juros possam se elevar no primeiro semestre de 2015 é considerável, o que deve impactar os fluxos de recursos nos mercados emergentes.

Nesse sentido, a avaliação dos economistas é que, mantido os juros básicos nos Estados Unidos, haverá janelas de oportunidade para a entrada de recursos externos e consequente valorização dos ativos nos mercados emergentes. A entrada de recursos no mercado brasileiro nos últimos meses foi resultado da conjugação de juros atraentes para o investidor estrangeiro, percepção de maior compromisso fiscal do governo brasileiro e deslocamento de recursos de outros mercados, face às incertezas nos países do leste europeu. Mesmo assim, o cenário prospectivo para o Comitê ainda é de muita volatilidade, com provável

realinhamento nas taxas de câmbio (fortalecimento do dólar no mundo), elevação das curvas de juros nos EUA e reduções nos fluxos de recursos para os países emergentes.

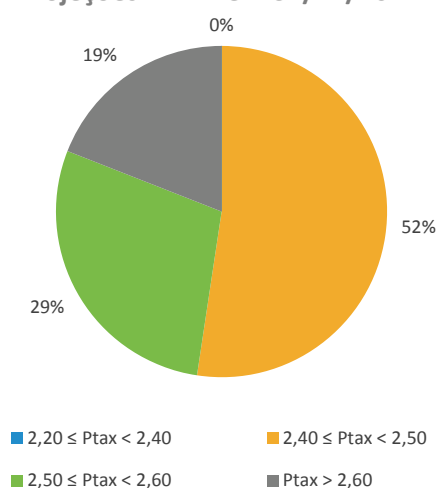
A preocupação em relação à China continua entre os membros do Comitê. Ainda existem muitas dúvidas quanto ao real nível de desaceleração da economia e quais as possíveis medidas que o Governo chinês poderá adotar. Além disso, segundo os analistas, as incertezas relacionadas à magnitude de créditos de difícil recuperação e a participação de instituições do sistema bancário paralelo (*shadow banking*) nessas operações são relevantes e podem comprometer o dinamismo da economia chinesa, com forte contágio no segmento comercial dos países emergentes.

Impactos do cenário externo na economia brasileira

Em relação à taxa de câmbio, o Comitê revisou a mediana de R\$ 2,50 em fevereiro para R\$ 2,45 em março, o que corresponde a uma desvalorização prevista do Real de 4,6% para 2014. O intervalo entre R\$ 2,40 e R\$2,50 concentrou o maior número de previsões (52%) - em fevereiro as apostas predominantes estavam entre R\$2,50 e R\$ 2,60 (42%). Mesmo assim, a distribuição das estimativas indica que 19% dos analistas consideram uma taxa de câmbio superior a R\$ 2,60 no final do ano, o que reflete a expectativa dos analistas de novas

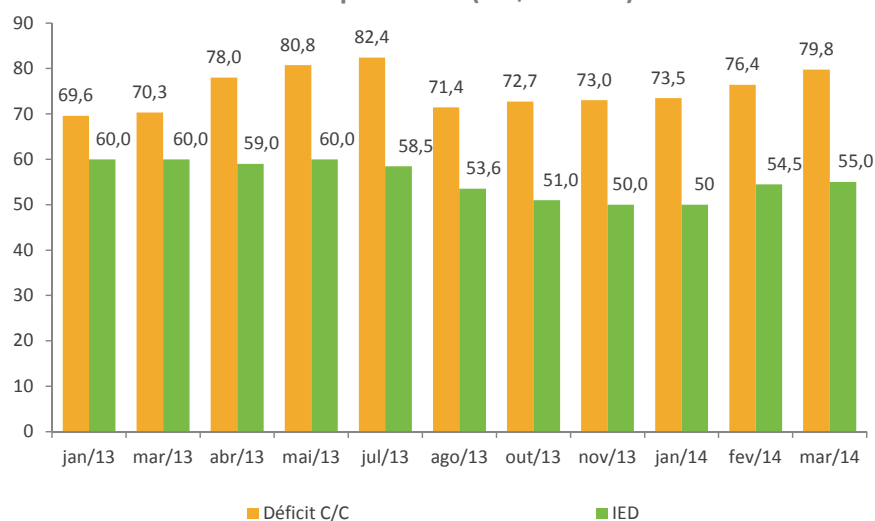
desvalorizações da taxa de câmbio para o longo do ano. A maior parte do comitê avaliou que a janela de apreciação do real pode se estender por algumas semanas ou meses, mas o realinhamento de preços no cenário global deve levar a nova depreciação da moeda ao longo do ano, especialmente diante do ainda persistente déficit em transações correntes e da baixa perspectiva para o crescimento econômico.

Projeções: PTAX em 31/12/2014



No segmento externo, o Comitê revisou para baixo o saldo comercial para 2014 (de 5,1 bilhões em fevereiro para US\$ 3,6 bilhões em março). Como na reunião passada, essa revisão se deu em função de queda das estimativas de exportação para o ano, novamente relacionada à evolução da crise argentina e as incertezas sobre a economia

Déficit em Conta Corrente x Investimento Externo Direto para 2014 (US\$ bilhões)



chinesa. Desta forma, o montante para o financiamento das contas externas – a diferença entre o investimento em conta corrente e investimento externo direto – registrou um valor de US\$ 24,8 bilhões, o que é um crescimento significativo quando comparado a março do ano passado, quando a necessidade de financiamento externo era de US\$ 10,3 bilhões. Mesmo com a recente entrada de recursos externos no país, os analistas do Comitê ressaltaram que a volatilidade atual do cenário externo, se não indica riscos de financiamento, por outro lado não sanciona um quadro de tranquilidade para o segmento.

Cenários para a Economia - 2014

continua

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

Cenários para a Economia - 2014

continuação

Variáveis	2014					
	ago/13	out/13	nov/13	jan/14	fev/14	mar/14
Taxa SELIC (média -% a.a.)	9,50	9,75	10,48	10,48	10,90	10,93
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	9,50	9,75	10,75	10,50	11,00	11,00
Desvalorização cambial (%)	2,17	6,37	4,80	4,58	6,72	4,58
Ptax em 31/12	2,4010	2,4500	2,4000	2,4500	2,5000	2,4500
Dólar Médio	2,4104	2,4000	2,3500	2,4042	2,4340	2,4100
IPCA (%)	6,00	5,96	5,96	6,00	6,00	6,20
IGP-M (%)	5,50	5,85	6,00	6,05	6,00	6,60
- IPA-Industrial (%)	5,50	4,98	5,00	6,90	5,70	5,05
- IPA-Agrícola (%)	5,50	4,65	5,15	3,95	4,78	6,90
Balança Comercial (US\$ bilhões)	8,3	9,1	7,1	9,0	5,1	3,6
- Exportações	257,8	253,0	253,8	254,3	248,9	246,7
- Importações	249,4	243,9	246,7	245,2	243,8	243,1
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-3,19	-3,30	-3,25	-3,30	-3,60	-3,65
(em US\$ bilhões)	-71,4	-72,7	-73,0	-73,5	-76,6	-79,8
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	53,6	51,0	50,0	50,0	55,0	55,0
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	381	375	375	376	375	373
Risco-País (Embi) - em pontos	220	210	245	270	262	220
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	1,5	1,4	1,5	1,3	1,5	1,5
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-3,4	-3,5	-3,8	-3,8	-3,9	-3,9
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	34,9	34,8	34,8	34,9	34,8	34,7
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	61,4	60,6	60,8	60,0	59,3	59,8
Taxa de Crescimento do PIB (%)	2,30	2,11	2,01	2,00	1,73	1,70
Agropecuária (%)	3,25	4,00	4,00	3,37	3,00	2,56
Indústria (%)	2,50	1,95	1,90	1,90	1,20	1,40
Serviços (%)	2,02	1,78	1,80	1,80	1,80	1,69
- PIB R\$ bilhões	5.161	5.157	5.162	5.153	5.160	5.208
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	6,30	6,17	5,95	5,85	5,75	5,70
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	2,50	2,40	2,15	1,61	1,30	1,15

Cenários para a Economia - 2015

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

Os Relatórios Econômicos encontram-se disponíveis no endereço eletrônico <http://portal.anbima.com.br/comites/apoio/acompanhamento-macroeconomico/objetivo-e-participantes/Pages/default.aspx>

Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA

Data: 28 de março 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), Arthur Carvalho (Morgan Stanley), Caio Megale (Bco Itau), Cláudio Ferraz (BTG Pactual), David Baker (Bank of America), Fernando Honorato Barbosa (BRAM), Fernando Fix (VAM), Gabriel Goulart (Bozano), Leonardo Sapienza (Bco. Votorantim), Luis Fernando Figueiredo (Maua Sekular), Marcelo Carvalho (BNP Paribas), Marcelo Gaspari de Toledo (Bradesco), Marcelo Kfoury (Citibank), Paulo Leme (Goldman Sachs) Rodrigo Azevedo (Ibiuna) e Tomas Brisola (BBM).

Participantes ANBIMA: Caroline Jorge, Dalton Boechat ,Enilce Leite Melo e Marcelo Cidade

Redação: Marcelo Cidade