

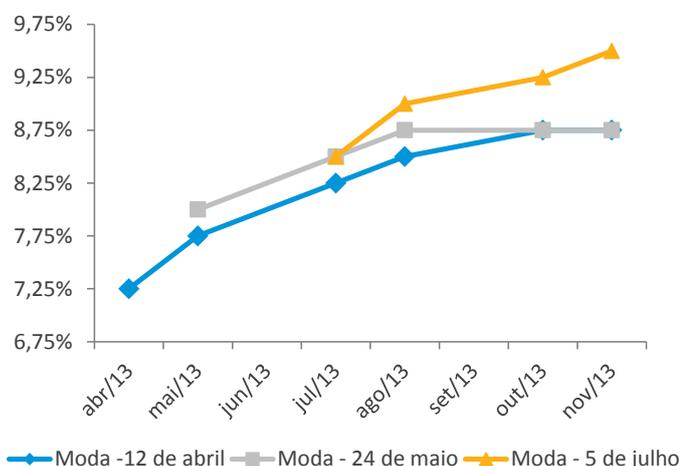
## Relatório Econômico

Na última reunião do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA, realizada no dia 05 de julho de 2013, o grande diferencial nas projeções e no debate cursado entre os analistas, em relação à reunião anterior, foi a nova trajetória da taxa de câmbio doméstica, com reflexos sobre as variáveis econômicas de curto e médio prazo e as decisões que devem nortear a política monetária nos próximos meses. Segue abaixo, o registro dos principais pontos do debate:

### Política Monetária e Juros

No debate sobre política monetária, juros e inflação, foi praticamente consenso entre os economistas do Comitê que o aumento da meta da Taxa Selic para a reunião de julho deverá ser da ordem de 0,50 pontos. Essa percepção é resultado do quadro atual de atividade e inflação, já que uma eventual redução do ritmo de elevação, para 0,25 pontos, por exemplo, poderia não ser uma sinalização adequada num momento em que a inflação em 12 meses atinge 6,70%. Por outro lado, teme-se que uma alta superior a 0,50 pontos poderia aprofundar a recente piora das expectativas de crescimento, sobretudo em função do impacto da queda de 2,0% da produção industrial de maio.

Evolução das projeções da Taxa Selic



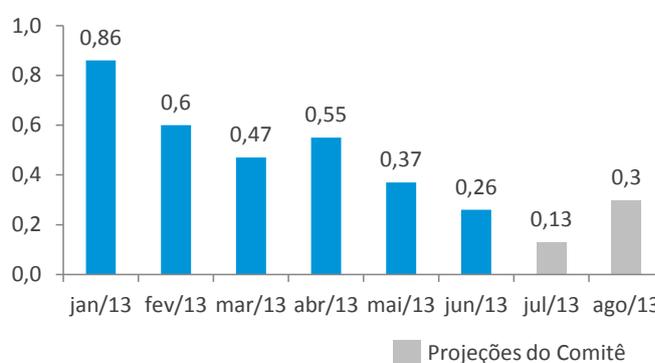
Em relação à trajetória da meta da Taxa Selic, houve um aumento do ciclo de juros esperado para 2013 em comparação com períodos anteriores. De acordo com a moda das estimativas coletadas junto ao grupo, são projetadas duas elevações de 0,50 pontos para as reuniões de julho e agosto e uma de 0,25 pontos em outubro, fechando o ano em 9,25%. Até então, nas duas últimas reuniões do Comitê

Macroeconômico da ANBIMA, a expectativa dos economistas apontavam para uma meta para a taxa Selic de 8,75% no final do ano. Essa elevação do ciclo de juros esperada pelos analistas do Comitê seria reflexo da desvalorização da taxa de câmbio doméstica a partir do final de maio, com prováveis efeitos defasados sobre os preços nos próximos meses.

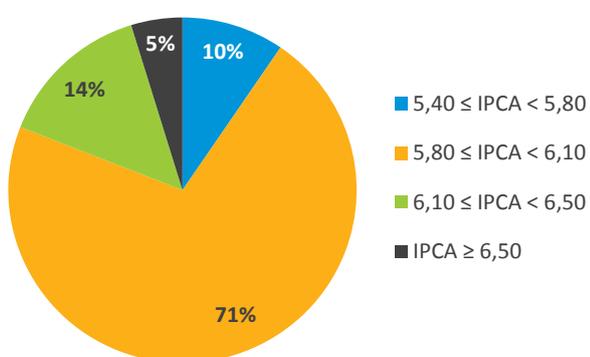
A perspectiva de menor crescimento econômico para 2013 (a mediana da projeção do PIB caiu de 2,90% para 2,30% entre as reuniões de maio e julho) não garante, na avaliação dos membros do Comitê, uma melhora do cenário prospectivo de inflação. Além dos possíveis efeitos da desvalorização cambial, os economistas esperam aumentos preventivos que preservem ganhos de margem no varejo e um alinhamento nos preços entre os bens *tradables* e não *tradables*, face ao novo patamar de câmbio da economia.

Uma preocupação dos economistas do Comitê é que a possível queda dos índices de inflação prevista para os próximos dois meses, de caráter sazonal e localizado, possa vir a alterar a estratégia atual do Banco Central, abrindo espaço para uma política de juros menos incisiva, sobretudo num contexto de baixo crescimento econômico. As projeções do grupo apontam variação do IPCA de 0,13% e 0,30% para julho e agosto, respectivamente, mas a avaliação é de que o balanço de riscos inflacionários não indicaria uma mudança de rota no sentido da flexibilização da política monetária, posto que, além da desvalorização cambial, a inflação de serviços em 12 meses já se situa em patamar acima de 8%.

**Evolução do IPCA efetivo e projeções**



**Projeções: IPCA em 2013**



Um aspecto importante nas estatísticas de inflação do Comitê é que pela primeira vez no ano a mediana das projeções do IPCA para 2013 superou a inflação efetiva de 2012 (5,90% contra 5,84% do ano anterior). A distribuição das estimativas do Comitê para o ano corrente indica que 71% das previsões estão situadas no intervalo entre 5,80% e 6,10%. Como na reunião de maio, existem previsões, ainda que minoritárias, apontando o IPCA de 2013 para acima do teto da meta.

## Cenário Externo

No debate sobre o cenário externo, foi discutida a possibilidade de o governo norte-americano reduzir a compra mensal de ativos (QE) junto ao mercado. Para alguns membros do Comitê, esse processo poderá ser iniciado já em setembro desse ano, caso os indicadores do nível de atividade, principalmente aqueles relacionados ao mercado de trabalho, continuem a indicar uma trajetória consistente de recuperação. Os reflexos no mercado financeiro já foram sentidos desde o final de maio, após a sinalização do presidente do Fed, com a elevação das taxas dos *Treasuries* de 10 anos e a forte valorização do dólar, em especial nos mercados emergentes. A dúvida dos analistas é se os preços atuais dos ativos financeiros já refletem integralmente os efeitos de uma eventual interrupção do programa de recompra.

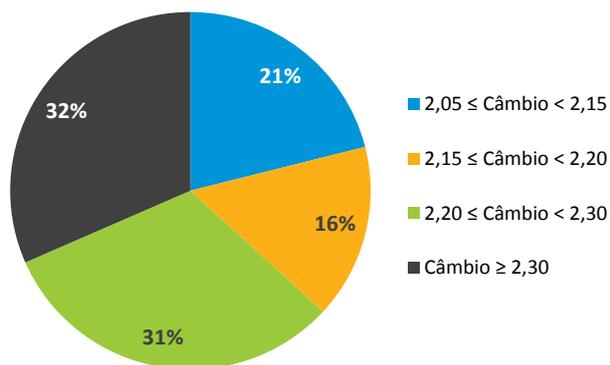
Outro aspecto destacado no debate sobre o cenário externo foi a desaceleração da economia chinesa maior do que a esperada, refletida em alguma medida nos últimos indicadores econômicos divulgados para aquele país. A percepção de um viés de menor crescimento, com reflexos contracionistas na demanda mundial, é compartilhada por todos os analistas do Comitê, com o agravante de que o quadro atual também já contempla dúvidas em relação aos riscos sistêmicos do segmento financeiro chinês.

Desta forma, a avaliação do Comitê é de que o cenário externo, ainda que contemple uma recuperação moderada da economia americana, não deve ser um vetor de estímulo ao crescimento, além de poder causar incertezas quanto à trajetória da taxa de câmbio dos mercados emergentes.

## Impactos do cenário externo na economia brasileira

Apesar da desvalorização da taxa de câmbio doméstica ocorrida em junho, e já incorporada nas projeções do Comitê para o final de 2013 (a cotação R\$/US\$ indica uma taxa de R\$ 2,20 contra R\$ 2,05 da reunião de maio), foi efetuada no mês nova revisão para baixo do saldo comercial (de US\$ 7,7 bilhões para US\$ 5,3 bilhões). Além disso, pela primeira vez dentro da amostra do Comitê, houve projeções de saldo comercial negativo para 2013, o que revela a deterioração das expectativas e os possíveis efeitos da trajetória de preços de commodities e do baixo crescimento mundial nas projeções do segmento externo.

### Projeções: taxa de câmbio em 31/12/ 2013

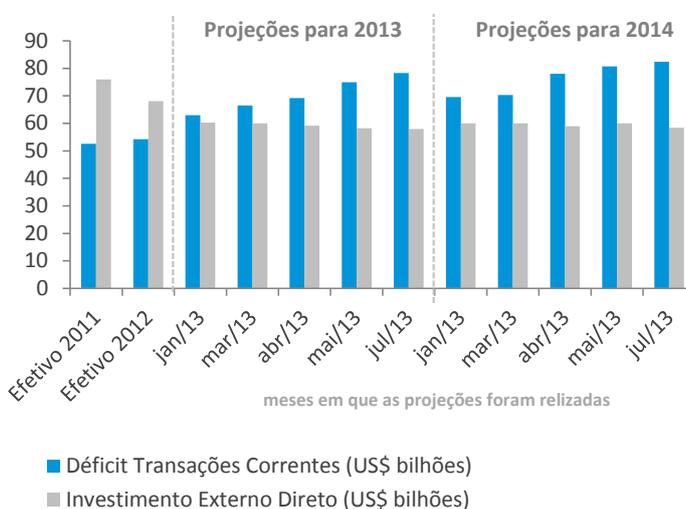


Mesmo com a mediana das projeções para a taxa de câmbio apontando R\$ 2,20, a maior parte das previsões do Comitê no final de 2013 aponta para um patamar acima de R\$2,30, indicando que o intervalo de R\$ 1,95 e R\$ 2,05, que norteou os agentes em boa parte do semestre, foi substituído por um patamar superior ainda não claramente definido.

Os reflexos da piora do saldo comercial brasileiro se traduziram no aumento das estimativas de déficit no Balanço de Pagamentos, que entre maio e junho elevou-se de 3,1% para 3,4% do PIB. Ainda que não haja riscos de financiamento externo, as projeções indicam que o saldo do investimento estrangeiro direto não deverá se mostrar suficiente para financiar o déficit em transações correntes (US\$ 58,0 bilhões contra US\$ 78,3 bilhões), fato que não acontecia desde 2001.

Além disso, face às mudanças do cenário externo, as expectativas do Comitê são de que essa diferença possa aumentar em 2014, tornando necessário o complemento dos investimentos externos em carteira no financiamento da economia brasileira.

### Projeções: Déficit em Transações Correntes e Invest. Estrangeiro Direto Estrangeiro (US\$ milhões)

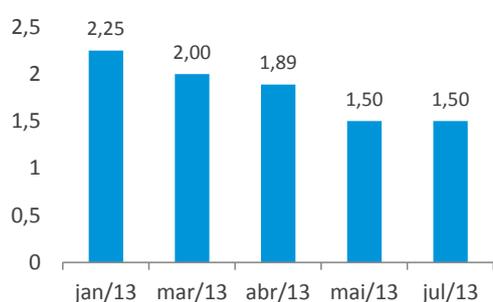


### Atividade Econômica e Política Fiscal

A revisão para baixo da previsão de crescimento do PIB para 2013 (de 2,90% para 2,30%) reflete, para os membros do Comitê, a piora da perspectiva do cenário econômico no curto e médio prazo. Na avaliação dos economistas, o baixo crescimento global aliado às incertezas do quadro doméstico decorrente do aumento da inflação, esgotamento do canal do crédito sobre o consumo e piora do quadro fiscal criaram um cenário adverso ao investimento no país. Com isso, o viés de baixa nas expectativas de crescimento dos agentes para os próximos meses foi ainda mais reforçado.

Enquanto alguns membros do Comitê enxergam riscos de crescimento negativo no segundo semestre, vários não qualificam o quadro atual como de ruptura de crescimento do país, visto que o mercado de crédito, a despeito da desaceleração, se mantém aquecido, e que o mercado de trabalho, embora com menor ritmo de crescimento, ainda apresenta baixa taxa de desocupação. A expectativa de que o investimento pudesse ser o grande motor da economia em 2013, todavia, começa a ser reavaliada, já que alguns analistas acreditam que o investimento tem sido direcionado mais para a reposição ou aperfeiçoamento no processo de produção do que para a ampliação da capacidade instalada.

**Evolução das Projeções para Superávit Primário para 2013 (%PIB)**



No tocante à questão fiscal, muitos analistas ressaltam que os recentes protestos ocorridos no país nas últimas semanas possam, de alguma forma, se refletir em aumento dos gastos públicos. Foi lembrado que o compromisso com o superávit primário de 2,3% do PIB foi reforçado após as manifestações nas ruas, o que seria um sinal positivo em termos de credibilidade. No momento, o Comitê prevê superávit de 1,5%. Desta forma, argumentou-se que uma

gestão fiscal capaz de sinalizar maior equilíbrio das contas públicas pode ser o primeiro passo para restaurar o ambiente de confiança.

## Anexo

### Cenários para a Economia - 2013

Variáveis	2013				
	jan/13	mar/13	abr/13	mai/13	jun/13
	Mediana				
Taxa SELIC (média -% a.a.)	7,25	7,73	7,96	8,00	8,30
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	7,25	8,00	8,50	8,50	9,25
Desvalorização cambial (%)	2,76	-2,13	-2,13	0,32	7,66
Ptax em 31/12	2,1000	2,0000	2,0000	2,0500	2,2000
Dólar Médio	2,0809	1,9950	1,9963	2,0115	2,1300
IPCA (%)	5,60	5,67	5,70	5,80	5,90
IGP-M (%)	5,50	5,50	5,24	4,95	5,00
- IPA-Industrial (%)	5,48	6,18	5,65	5,34	6,24
- IPA-Agrícola (%)	3,78	3,85	0,54	-2,72	-1,58
Balança Comercial (US\$ bilhões)	15,44	13,15	12,20	7,67	5,31
- Exportações	254,44	253,00	252,25	248,04	245,00
- Importações	239,00	239,85	240,05	240,37	239,69
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-2,70	-2,77	-2,90	-3,12	-3,43
(em US\$ bilhões)	63,0	66,5	69,2	75,0	-78,3
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	60,3	60,0	59,1	58,2	58,0
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	391	385	385	384	382
Risco-País (Embi) - em pontos	153	165	155	150	200
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	2,25	2,00	1,89	1,50	1,50
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-2,20	-2,47	-2,70	-3,10	-3,30
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	34,00	34,60	35,10	35,20	35,33
Taxa de Crescimento do PIB (%)	3,1	3,0	3,0	2,9	2,3
Agropecuária (%)	4,3	4,5	5,1	5,4	7,6
Indústria (%)	3,2	2,9	2,5	2,5	1,5
Serviços (%)	3,1	3,0	3,0	3,0	2,2
- PIB R\$ bilhões	4.802	4.813	4.827	4.806	4.765
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	5,50	5,50	5,50	5,50	5,65
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	3,13	3,23	3,00	2,70	2,14

## Cenários para a Economia - 2014

Variáveis	2014				
	jan/13	mar/13	abr/13	mai/13	jun/13
	Mediana				
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)	14,92	10,10	9,06	6,70	7,48
- Exportações	273,59	272,18	270,00	264,70	258,98
- Importações	258,67	262,08	260,94	258,00	251,50
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)	2,35	2,10	1,65	1,50	1,42
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-2,20	-2,52	-2,70	-3,16	-3,66
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	33,00	33,25	34,90	35,04	35,43
Taxa de Crescimento do PIB (%)	3,7	3,5	3,5	3,5	2,7
Agropecuária (%)	4,0	4,0	4,5	4,0	3,5
Indústria (%)	3,6	3,2	3,1	3,0	2,8
Serviços (%)	4,0	4,0	3,5	3,5	2,6
- 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

## Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA

**Data:** 05 de julho 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), Andrei Spacov (Gávea), Arthur Carvalho (Morgan Stanley), Caio Megale (Banco Itau), Carlos Kawall (Banco Safra), Cassiana Fernandes (J.P.Morgan), Cláudio Ferraz (BTG Pactual), Fernando Honorato Barbosa (BRAM), Fernando Fix (VAM), Fernando Rocha (JGP), Gabriel Goulart (Mercatto), Guilherme Loureiro (Barclays), Leonardo Sapienza (Banco Votorantim), Luiz Fernando Figueiredo (Mauá Investimentos), Marcelo Carvalho (BNP Paribas), Marcelo Gaspari de Toledo (Bradesco), Marcelo Kfoury (Citibank), Paulo Leme (Goldman Sachs), Rodrigo Azevedo (Ibiuna), Tatiana Pinheiro (Bco. Santander) e Tomas Brisola (BBM).

**Participantes ANBIMA:** Caroline Teixeira Jorge, Enilce Leite Melo, Marcelo Cidade e Tayane Santos

**Redação:** Marcelo Cidade