

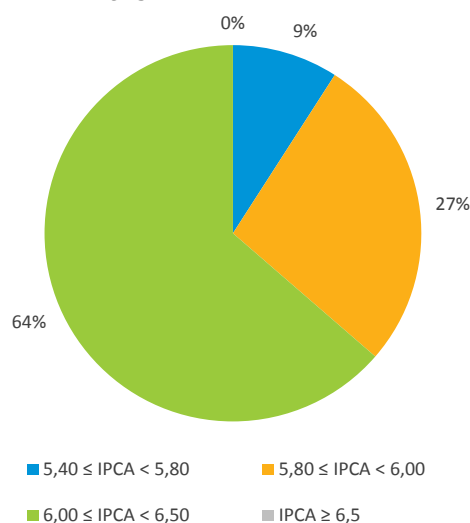
## Relatório Econômico

Na última reunião do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA, realizada no dia 21 de fevereiro de 2014, o debate foi marcado pelo pessimismo dos economistas quanto às perspectivas de crescimento da economia brasileira para 2014. Essa percepção decorreu dos últimos resultados dos indicadores de atividade que registraram retração e desencadearam revisões para baixo nas projeções de crescimento do PIB. Para os economistas do Comitê, um cenário construtivo de crescimento torna-se mais desafiador em um ano com juros mais altos, expectativa de inflação persistente e incertezas na condução da política fiscal.

### Política Monetária e Juros

No tocante à política monetária, a mediana da projeção do Comitê para o IPCA de 2014 manteve-se em 6,00%, o que indica a manutenção de riscos inflacionários relevantes para a economia ao longo do ano. A distribuição das projeções dentro do grupo apresentou mudanças em relação à reunião de janeiro. O intervalo entre 6,00% e 6,50%, que vem concentrando a maior parte das estimativas, concentrou 64% das previsões contra 52% da reunião do mês anterior. Por outro lado, ao contrário de janeiro, não houve projeção que indicasse o não cumprimento da meta, isto é, estimativas de inflação acima de 6,50%. Em relação à meta para a taxa Selic, a mediana das projeções do Comitê aponta um aumento de 0,25 ponto nas reuniões de fevereiro e abril, com manutenção da meta em 11% ao longo de 2014. Não houve, entretanto, consenso no Comitê quanto à trajetória dos juros no ano, já que as projeções para a meta da taxa Selic no final de 2014 variaram de 10,75% a 12,50%.

Projeções: IPCA em 2014



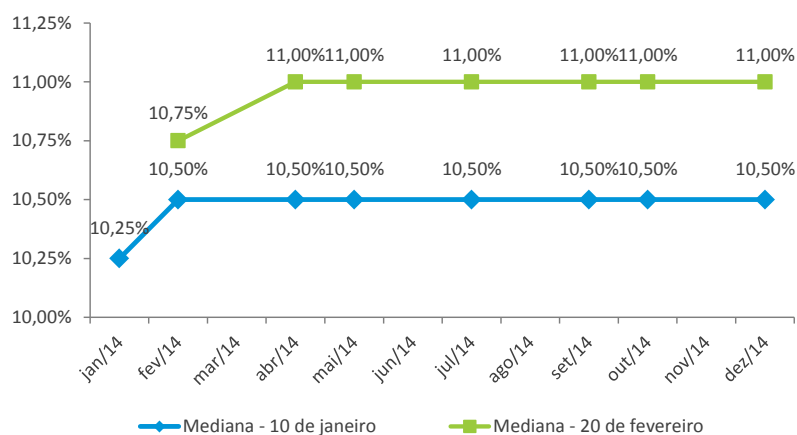
Para parte dos economistas que apostam em um único aumento de 0,25 ponto na taxa Selic, o argumento relevante seria a fraqueza dos dados de atividade, além da perspectiva de uma

política fiscal neutra, explicitada no recente anúncio de superávit primário de 1,9% do PIB, o que abriria espaço para a interrupção do processo de elevação da taxa de juros. Além disso, o Comitê acredita que o Governo pode decidir parar o ciclo de elevação dos juros e esperar os efeitos defasados do

aumento de mais de 300 pontos na Taxa Selic desde abril/13, não comprometendo ainda mais o nível de atividade que vem registrando desempenho abaixo da esperada.

Outros economistas, entretanto, lembram que a dificuldade do Governo em convergir as expectativas inflacionárias em direção ao centro da meta não permite abrir mão da taxa de juros - vale destacar que o resultado do IPCA-15 de fevereiro, divulgado no dia 21/2 e acima do previsto (0,70%), foi lembrado nesse contexto. A perspectiva de reajustes mais expressivos nos preços monitorados no médio prazo – sobretudo energia elétrica e combustíveis – e a falta de dinamismo da economia, combinada com a possibilidade do PIB potencial ter se reduzido nos últimos meses (ver seção de Atividade Econômica), reforçam as incertezas dos agentes quanto à trajetória dos juros.

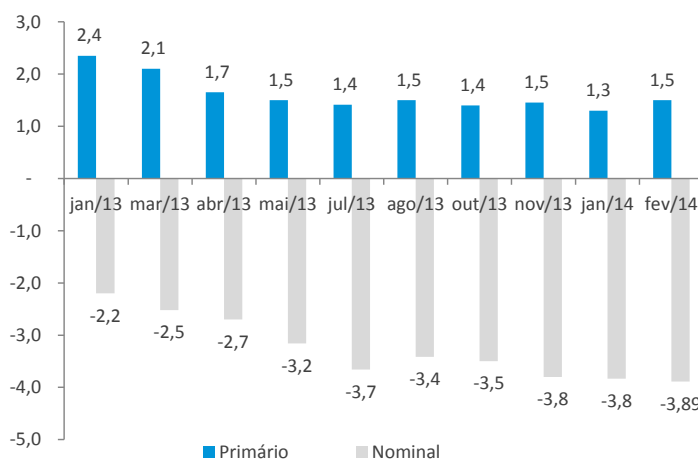
**Evolução das projeções da Meta da Taxa Selic para 2014 (% a.a.)**



### Atividade Econômica e Política Fiscal

No tocante à questão fiscal, na avaliação do Comitê, a forma como o Governo atingirá a meta estipulada de 1,9% do superávit primário para 2014 será decisiva para a manutenção da nota soberana brasileira. Para os analistas, ainda que a meta anunciada apresente pressupostos mais factíveis – com destaque para a redução da taxa de crescimento do PIB de 3,8% para 2,5% - a não previsão de gasto para a utilização

**Projeções fiscais para 2014 (% PIB)**

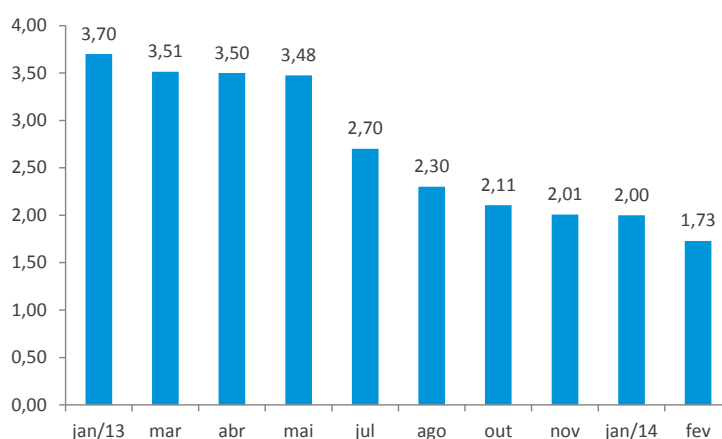


de energia complementar, por exemplo, alimentam dúvidas quanto ao cumprimento da meta.

A mediana das projeções para 2014 do resultado primário indica um superávit de 1,5%, abaixo da meta estipulada pelo Governo. A variância dessa projeção, com mínima e máxima de 1% e 1,9%, respectivamente, refletiu as dúvidas do grupo quanto à trajetória dessa variável e ao mesmo tempo, que para parte dos economistas do Comitê a possibilidade de um *rebaixamento da classificação de risco soberano do Brasil* em 2014 não é desprezível.

Quanto ao nível de atividade, a piora do ambiente para o investimento, na avaliação dos economistas, foi ratificada pela recente divulgação de indicadores que apontam desaceleração da economia e perda de confiança dos agentes. O Comitê revisou para baixo sua previsão de crescimento do PIB para 2014, com a mediana

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



saindo de 2,0 para 1,7% em relação à reunião de janeiro. Dentro do grupo, coexistiram estimativas de crescimento entre 1,2% e 2,3% , porém, com a ressalva de que os números de boa parte dos analistas poderão ser ajustados para baixo nas próximas semanas.

Para uma parcela dos economistas, o pessimismo quanto ao ritmo de crescimento da economia pode ser relacionado a dois conjuntos de fatores. No primeiro, de ordem conjuntural, como choques de oferta decorrentes da crise econômica da Argentina e seus potenciais efeitos na balança comercial brasileira, além das incertezas relacionadas a um possível racionamento de energia nos próximos meses. Esses fatores ocorrem num contexto onde há um realinhamento das moedas dos mercados emergentes e reavaliação dos fluxos de investimentos para a região (ver seção de cenário e setor externo).

Houve também uma reflexão de natureza estrutural, haja visto que um crescimento econômico médio de 2% com inflação anual em torno de 6% nos últimos três anos sugere que o PIB potencial da economia possa estar em torno de 2%, abaixo do estimado pelos próprios analistas do Comitê. Essa hipótese, se confirmada, explicaria em parte a resistência inflacionária mesmo com baixo crescimento e explicitaria o risco inflacionário de políticas de

incentivo à demanda, comprometendo ainda mais a qualidade do crescimento do país nos próximos anos.

Em relação ao dinamismo do mercado de trabalho face ao ritmo moderado de crescimento da economia, os analistas ressaltaram que devem ser levadas em conta questões de ordem demográfica que afetam a PEA (População Economicamente Ativa) e a PIA (População em Idade Ativa), assim como fatores relativamente novos nessa dinâmica como a postergação da entrada de jovens no mercado de trabalho que estão em atividade escolar. Mesmo assim, analistas do Comitê observam uma redução nas estatísticas que registram contratações, assim como menores reajustes salariais em determinadas categorias em relação ao ocorrido em anos anteriores. A mediana das projeções da taxa de desemprego para 2014 é de 5,75 %.

Para o Comitê, os estímulos dados pelo Governo no sentido de mudar a composição de investimento e consumo não tiveram os efeitos desejados. O Consumo continua sustentando o nível de atividade econômica e a trajetória do investimento não indicou reação. Para parte dos analistas, há a expectativa de que as concessões devem impactar o investimento, mas apenas em 2015. Nesse sentido, um ambiente ainda de incerteza, com a política fiscal tendendo à neutralidade e o resultado da Balança Comercial aquém do esperado após a desvalorização do câmbio não permitem indicar um cenário favorável ao crescimento da economia brasileira em 2014.

### Cenário Externo

Para os membros do Comitê, a retração no nível de atividade da economia norte americana, expressa pelos indicadores recentemente divulgados, não deverá mudar a estratégia do FED de redução gradual dos estímulos ao longo de 2014 (*tapering*). Para o Comitê, a sinalização da Autoridade Monetária de que essa desaceleração é temporária pode estar relacionada aos efeitos do inverno rigoroso nos Estados Unidos no início do ano. Além disso, a possibilidade de que um cenário de crescimento possa antecipar um aumento nas taxas de juros é relevante, mas não consensual dentro do grupo. Alguns analistas argumentam que a trajetória da economia norte americana ainda não autorizaria essa antecipação e apostam que esse evento ocorrerá apenas em 2016.

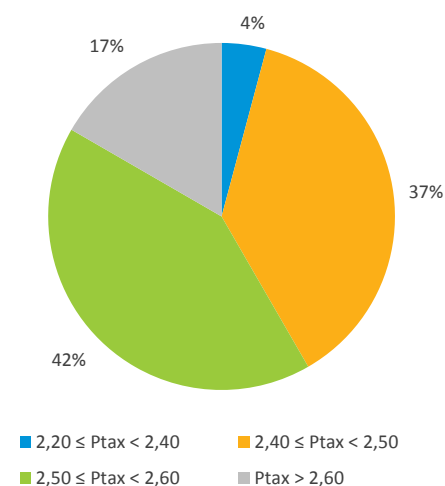
Na opinião dos analistas, o cenário externo ainda é desfavorável para os países emergentes, com ajustes monetários (continuidade de valorização do dólar no mercado internacional) e retração dos fluxos de capitais. Entretanto, foi ressaltado que a maior fonte de incerteza na

economia mundial advém dos ajustes na economia chinesa, mais especificamente no seu sistema financeiro, que vem sofrendo um processo de desalavancagem nos últimos meses. A possibilidade de um risco sistêmico, aparentemente reduzida em face da pouca exposição dos bancos estatais ao sistema financeiro não oficial (*shadow banking*), traria efeitos na conjuntura internacional com volatilidade expressiva nos preços dos ativos.

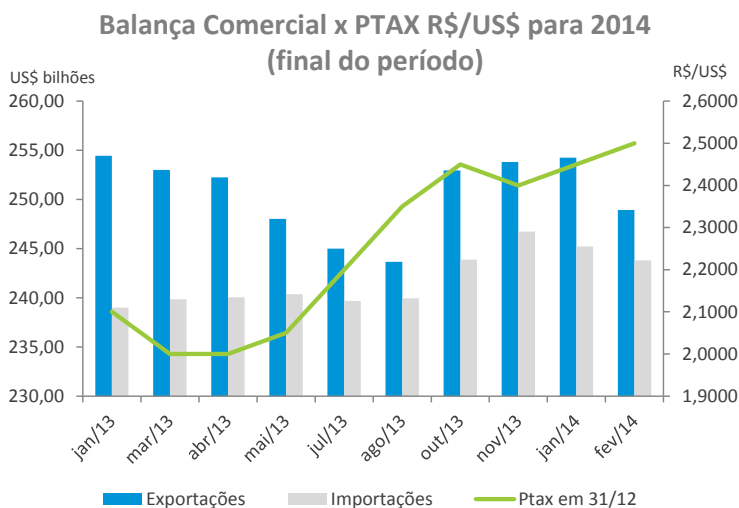
### Impactos do cenário externo na economia brasileira

Em relação à taxa de câmbio, o Comitê revisou a mediana da projeção para o final de 2014 de R\$ 2,45 para R\$ 2,50, o que corresponde a uma desvalorização da moeda doméstica de 6,72% no ano. A distribuição dessas previsões mostra que 42% das estimativas no Comitê situam-se entre R\$ 2,50 e R\$ 2,60. Vale destacar que 17% das apostas indicam uma taxa de câmbio superior a R\$ 2,60, acima dos 14% das previsões referentes à reunião de janeiro, refletindo em alguma medida as expectativas relacionadas ao eventual rebaixamento da economia brasileira e da elevação do *déficit* em conta corrente.

Projeções: PTAX em 31/12/2014



No tocante ao segmento comercial, o Comitê revisou para baixo as projeções do saldo da balança comercial para 2014, com a mediana passando de US\$ 9,0 bilhões para US\$ 5,1 bilhões. Essa piora foi resultado de uma queda mais expressiva das estimativas de exportação para o ano (de US\$ 254 bilhões para US\$ 248,9 bilhões) em relação ao que estava previsto na



reunião de janeiro, quando havia a percepção de que a taxa de câmbio mais desvalorizada, num contexto de crescimento da economia mundial, poderia impulsionar as vendas externas. Nesse sentido, vale destacar que dentro do grupo já há previsões de *déficit* comercial para 2014. Para os analistas, a crise argentina e seus impactos no comércio com o Brasil justificam, em alguma medida, as revisões para baixo dos indicadores de comércio.

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

## Cenários para a Economia - 2015

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



Os Relatórios Econômicos encontram-se disponíveis no endereço eletrônico

<http://portal.ansbima.com.br/comites/apoio/acompanhamento-macroeconomico/objetivo-e-participantes/Pages/default.aspx>

## Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA

**Data:** 21 de fevereiro de 2014

**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), Alexandre Azara (Modal Asset), Andrei Spacov (Gávea), Arthur Carvalho (Morgan Stanley), Caio Megale (Bco Itau), Carlos Kawall (Bco Safra), Cassiana Fernandes (J.P.Morgan), Cláudio Ferraz (BTG Pactual), David Baker (Bank of America), Fernando Honorato Barbosa (BRAM), Fernando Fix (VAM), Gabriel Goulart (Bozano), Guilherme Loureiro (UBS), Leonardo Sapienza (Bco. Votorantim), Luis Fernando Figueiredo (Maua Sekular), Marcelo Carvalho (BNP Paribas), Marcelo Gaspari de Toledo (Bradesco), Paulo Leme (Goldman Sachs), Tatiana Pinheiro (Santander), e Tomas Brisola (BBM).

**Participantes ANBIMA:** Enilce Leite Melo, Marcelo Cidade e Valéria Arêas Coelho

**Redação:** Marcelo Cidade