

Relatório Econômico

Na última reunião do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA, realizada no dia 24 de outubro de 2014, o debate foi marcado pelas incertezas dos economistas quanto ao cenário econômico em um contexto de indefinição do quadro eleitoral. Além disso, no debate sobre economia internacional, o possível enfraquecimento do ritmo de atividade do PIB mundial adicionou mais dúvidas aos analistas quanto à trajetória dos indicadores econômicos no curto e médio prazo.

Política Monetária e Juros

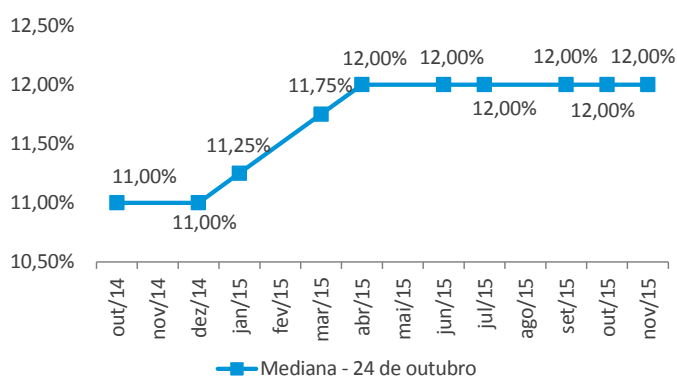
No tocante à política monetária, o Comitê esperava elevação da taxa Selic somente para o ano que vem, mesmo reconhecendo a recente piora do quadro inflacionário. A hipótese de uma elevação dos juros nas reuniões de outubro e novembro de 2014 chegou a ser cogitada entre os economistas como uma sinalização

para reancorar as expectativas inflacionárias, entretanto, essa possibilidade não teve ressonância dentro do grupo, haja vista que a manutenção da taxa em 11% em 2014 foi consenso dentro das projeções do Comitê.

Para o final de 2015, a expectativa dos analistas quanto aos juros indicava maior variância, com a taxa Selic situando-se no intervalo entre 10,25% e 13,00%, o que ilustra as diversas possibilidades de cenários embutidas nas projeções do Comitê. A mediana no final do período permaneceu a mesma da reunião de agosto – 12,0% - sugerindo um ritmo gradual de elevação dos juros ao longo do próximo ano.

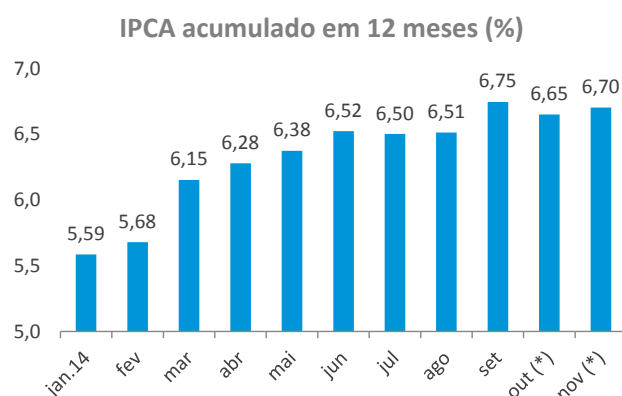
No debate sobre inflação, os membros do Comitê revisaram a projeção para o IPCA de 2014, de 6,32% para 6,40%, revertendo a trajetória de queda ocorrida na reunião de agosto. O

Projeções da Meta da Taxa Selic para 2015 (% a.a.)



mesmo ocorreu para as estimativas de inflação para 2015, que foram elevadas de 6,30% para 6,55%, em relação à última reunião do Comitê.

Mesmo com o potencial efeito deflacionário decorrente do fraco desempenho do nível de atividade da economia - que havia motivado a redução das previsões de inflação em agosto - a resiliência dos preços em setores específicos, principalmente nos segmentos de alimentos e serviços, se refletiu nos resultados mensais de inflação de setembro e outubro que se



(*) - Foram utilizadas projeções da ANBIMA para out/14 e nov/14
Fonte: ANBIMA e IBGE

situaram acima do previsto pelo mercado, mantendo o IPCA acumulado em 12 meses acima do limite superior do teto da meta.

A expectativa de piora do balanço de riscos inflacionários para 2015 está associada à conjunção de eventos potenciais que podem impactar o nível dos preços. Entre eles estão um possível aumento dos combustíveis ainda no final de 2014, o fim das desonerações concedidas pelo Governo em diversos segmentos e o aumento da desvalorização do Real em relação ao dólar norte americano. Para os membros do Comitê, neste ambiente macroeconômico, a manutenção dos juros poderia resultar em crescentes aumentos das previsões de inflação, reforçando a desancoragem das expectativas inflacionárias e a perda de confiança dos agentes econômicos.

Cenário externo

Em relação ao cenário externo, foi consenso na avaliação dos economistas do Comitê que houve uma piora no dinamismo da economia mundial. No caso dos Estados Unidos, porém, a expectativa é de recuperação do nível de atividade, ainda que mais moderada, o que deve ser ratificado com o anúncio, em outubro, do fim dos estímulos de aporte monetário provenientes do programa de *Quantative Easing* conduzido pelo FED.

Os resultados negativos dos principais indicadores da Área do Euro e da China nas últimas semanas provocaram uma piora na avaliação de crescimento dessas regiões. No caso dos países emergentes, a perspectiva também é negativa em função da queda dos preços das *commodities* agrícolas (reflexo direto da desaceleração chinesa com o bom resultado da

safrá norte-americana). Para países emergentes produtores de petróleo, a queda nos preços internacionais do produto deve reforçar ainda mais a perspectiva de baixo crescimento nos próximos meses.

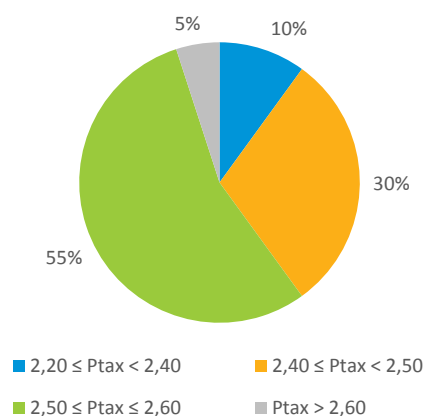
Os membros do Comitê ressaltaram que a piora nessas regiões pode postergar a decisão de elevar os juros básicos norte-americanos, lembrando que o cenário econômico mais fraco valorizaria ainda mais o dólar frente às moedas internacionais, limitando o poder de recuperação das exportações. Desta forma, boa parte dos analistas que previam um aumento dos juros para março/2015 acredita que essa decisão poderá ser postergada mais alguns meses. Há dentro do grupo, apostas, ainda que minoritárias, que o aumento dos juros só ocorreria em 2016.

Impactos do cenário externo na economia brasileira

Para os economistas do Comitê, a perspectiva de redução do nível de atividade da economia mundial não compromete, num primeiro momento, a entrada de recursos externos para o Brasil. Apesar da possibilidade de rebaixamento do grau de avaliação das agências de rating internacional, os analistas acreditam que o país manterá o grau de investimento no ano que vem. Além disso, o diferencial de juros continuará atraente para o investidor, haja vista que mesmo que o FED inicie a elevação dos juros no ano que vem, isso deverá ocorrer em um ritmo gradual ao longo do período. Mesmo assim, os economistas lembraram que a manutenção de baixo crescimento econômico por um tempo acima do desejável pode estar comprometendo o fluxo de recursos no país, já que investidores mais sensíveis à trajetória do PIB, como os de *equities*, vêm se afastando do mercado brasileiro.

Em relação ao câmbio, o Comitê revisou a mediana da PTAX para o final de 2014 de R\$ 2,40 para R\$ 2,50, indicando uma desvalorização esperada para o Real de 6,72% no ano. Enquanto na reunião de agosto o intervalo predominante das estimativas situava-se entre R\$ 2,20 com R\$ 2,40 (48%), na de outubro a maior parte das previsões situaram-se entre R\$ 2,50 e R\$ 2,60 (55%). Vale atentar que 5% das estimativas apontaram para uma taxa de câmbio superior a R\$ 2,60. Em agosto, não houve nenhuma projeção nesse patamar.

Projeções: PTAX em 31/12/2014



Atividade Econômica e Política Fiscal

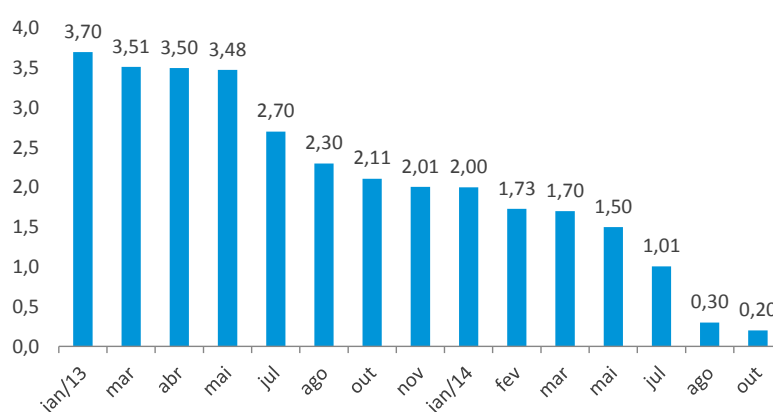
Em relação ao nível de atividade, o Comitê fez nova revisão para baixo das suas projeções, com a mediana da taxa de crescimento de 2014 passando de 0,80% para 0,20%, o que confirma a percepção do grupo sobre o baixo dinamismo da economia. Para 2015, o

Comitê revisou de 1,02% para 0,90%, indicando a permanência de quadro de estagnação no médio prazo.

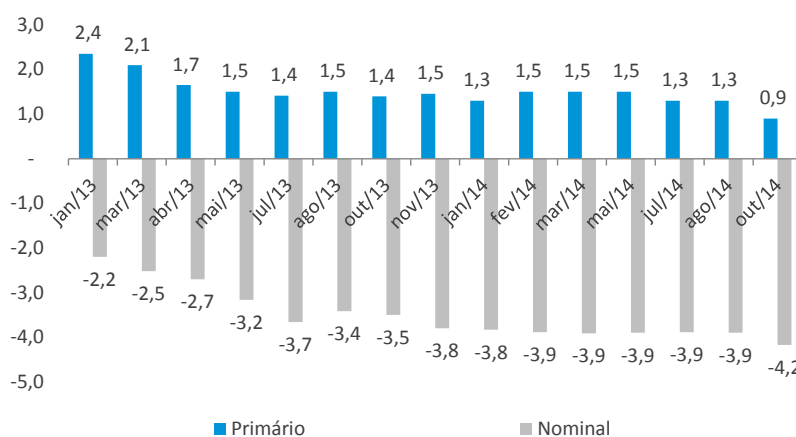
Em relação às projeções fiscais para 2014, os economistas reduziram a mediana do superávit primário de 1,3% para 0,9% na comparação com a reunião de agosto. No debate, os analistas do Comitê ressaltaram que não há mais espaço para

gastos adicionais e que o modelo baseado no aumento de gastos públicos já indica sinais de esgotamento. Além disso, apesar da baixa confiança dos agentes e do pior equilíbrio das contas fiscais, há entre os analistas do Comitê expectativa de recuperação em 2015. O ajuste fiscal, entretanto, passaria mais pela melhora da arrecadação do que por medidas que disciplinassem os gastos públicos. Foram apontados o fim das desonerações, o aumento da CIDE e possível volta da CPMF como os eventuais fatores de melhora. Para 2015, os economistas estimam um superávit primário na ordem de 1,5%.

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



Projeções fiscais para 2014 (% PIB)



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

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

Cenários para a Economia - 2015

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

Data: 24 de outubro 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), Caio Megale (Itaú), Carlos Kawall (Safra), Cassiana Fernandez (J P Morgan), Cláudio Ferraz (BTG Pactual), David Beker (Bank of America), Daniel Ribeiro (CSHG), Daniel Weeks (Garde Asset), Fernando Honorato Barbosa (BRAM), Fernando Rocha (JGP), Luiz Fernando Figueiredo (Mauá Investimentos), Leonardo Sapienza (Banco Votorantim), Marcelo Carvalho (BNP Paribas), Marcelo Kfoury (Citibank), Marina Santos (Mauá Investimentos), Mário Mesquita (Brasil Plural), Mauricio Molan (Santander), Rodrigo Azevedo (Ibiuna), e Tomas Brisola (BBM).

Participantes ANBIMA: Enilce Leite Melo, Marcelo Cidade, Maria Saboia e Valéria Areas Coelho.

Redação: Marcelo Cidade.