

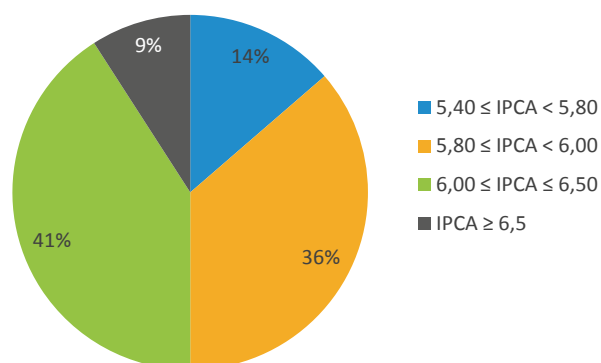
Relatório Econômico

Na última reunião do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA, realizada no dia 22 de novembro de 2013, a discussão centrou-se nas perspectivas econômicas para 2014. Nesse sentido, o debate reavaliou o processo de transição da economia norte-americana para um quadro de normalização da política monetária e os possíveis efeitos desse novo cenário. Para a economia doméstica, os analistas destacaram o desafio de conduzir a política econômica em um ambiente de deterioração das expectativas dos investidores e dos agentes. Essa percepção pode ser observada nas projeções de 2014 do Comitê que indicam piora das trajetórias de inflação e crescimento em relação às expectativas para 2013.

Política Monetária e Juros

Sobre a política monetária, houve consenso de que o Copom promoverá um novo aumento de 0,50 ponto percentual na meta da Taxa Selic na reunião de novembro. No curto prazo, observou-se melhora na margem dos índices de inflação, com a mediana do IPCA de 2013 caindo de 5,90% em outubro para 5,80% em novembro, em parte decorrente da revisão para baixo da desvalorização cambial no período. Entretanto, o Comitê reconhece que as expectativas permanecem desancoradas e que o fato de a mediana das projeções do IPCA para 2014 estar em 5,96% revela um balanço de riscos inflacionários desfavorável para o próximo ano.

Projeções: IPCA em 2014



As projeções do IPCA para o final de 2014 ratificam essa percepção, com predominância (41%) daquelas situadas no intervalo entre 6,00% e 6,50%, próximo ao teto da meta, de 6,5%. Além disso, 9% das estimativas apontam um IPCA acima deste limite máximo, refletindo alguma incerteza

quanto à possibilidade de a inflação ser mantida dentro do intervalo proposto pelo sistema de metas, naquele ano.

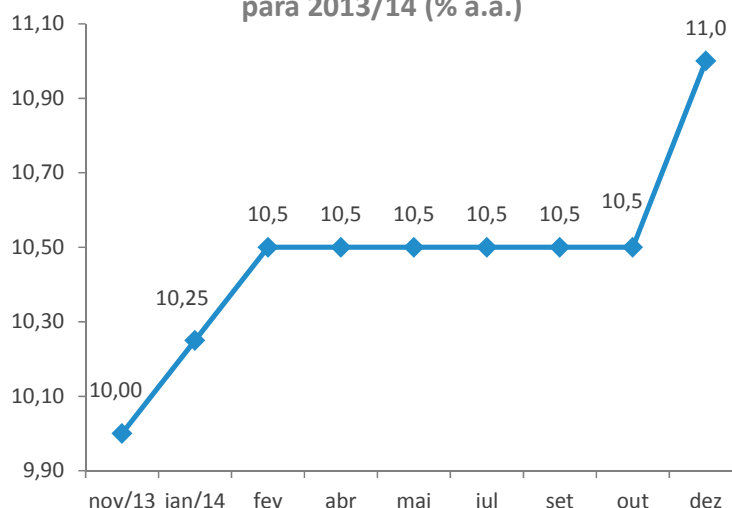
Para o Comitê, uma inflação média em torno de 6% num contexto em que o Governo não poderá fazer novas desonerações, e diante de pressões para corrigir os preços

administrados, exigirá um ciclo mais longo de aumentos dos juros para a convergência das expectativas inflacionárias à patamares mais baixos. Dessa forma, a moda das estimativas dos economistas do Comitê para a meta da Taxa Selic aponta a expectativa de elevação dos juros, ainda que em menor ritmo, de 0,25 ponto nas reuniões de janeiro e fevereiro/14, com interrupção a partir de então, voltando a aumentar 0,50 ponto na última reunião do Copom de 2014, em dezembro.

A forma como seria conduzida a política de juros em 2014 não foi consenso entre os analistas do Comitê. Uma parte aposta que a conjugação do fraco ritmo do nível de atividade, baixa inflação global e performance benigna dos preços dos alimentos seria considerada oportuna para o Banco Central interromper a trajetória de alta da Taxa Selic no primeiro trimestre. Isso possibilitaria avaliar os efeitos cumulativos e defasados do ciclo de aumento de 325 pontos na taxa de juros na economia e nas expectativas dos investidores.

Outros analistas, porém, lembraram que o Governo não contará com o uso da política fiscal na mesma magnitude que em 2013, e apontaram para o risco e o custo de uma interrupção prematura do ciclo de elevação dos juros, considerando-se os riscos inflacionários relevantes nos próximos meses. O aumento do nível de difusão nos índices de preços, a pressão dos núcleos inflacionários, o mercado de trabalho ainda pressionado e o patamar acima de 8% na inflação de serviços não permitiriam esperar uma mudança na estratégia atual. Os juros previstos para o final de 2014, que variam de 10,25% a 11,50%, refletem as diferentes percepções dos economistas do Comitê no tocante ao processo de desancoragem em um ano atípico, marcado por eleições e pela Copa do Mundo no país.

Evolução das projeções da Taxa Selic para 2013/14 (% a.a.)



Cenário Externo

A ata da reunião do FOMC norte americano, divulgada no último dia 20, norteou as discussões no Comitê sobre o cenário externo e suas perspectivas para 2014. Ainda que o documento tenha sido avaliado como elucidativo quanto ao debate travado naquele fórum, não houve consenso entre os analistas sobre quando se iniciaria o processo de redução de compra mensal dos ativos por parte do Federal Reserve (*tapering*). Mesmo com efeitos limitados da contração do gasto fiscal no nível de atividade, que poderia abrir espaço para a mudança na atuação ainda em 2013, boa parte acredita que o ajuste no Quantitative Easing seja postergado para março/14, pois até lá haveria tempo para a consolidação da melhora no mercado de trabalho norte-americano e condições mais favoráveis para se iniciar o processo de saída da estratégia atual.

Os economistas do Comitê ressaltaram que a comunicação do FED indicou que a redução da compra de ativos não estará vinculada ao aumento dos juros. O balizamento das taxas dos *Treasuries* nas trajetórias da curva curta (estável) e longa (subida), principalmente as de 2 e 10 anos, refletiria essa percepção, o que, para alguns analistas, permitiria que o FED iniciasse o *tapering* em dezembro, ainda com volumes reduzidos, o que ajudaria a mitigar os impactos no mercado.

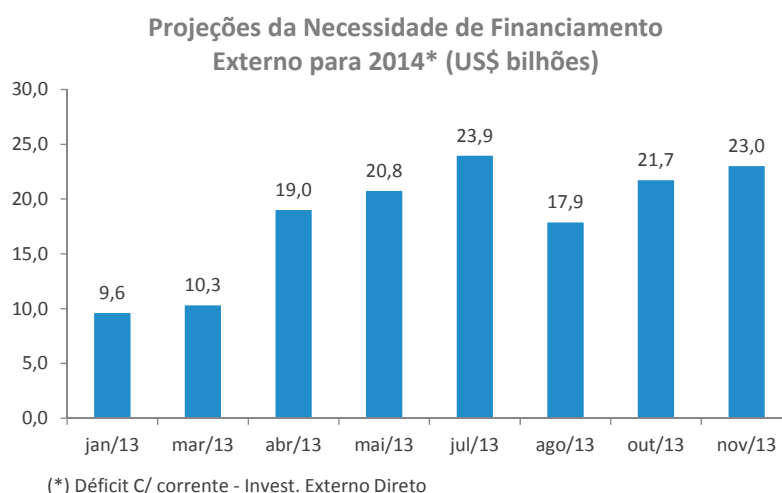
Entretanto, houve a ressalva de que o nível de incerteza quanto ao início do *tapering* e seus efeitos nas economias permanecem relevantes, com impacto na alocação de recursos nos mercados financeiros. Essa dinâmica vem sendo muito dependente dos dados econômicos de curto prazo, o que de certa forma mostra as dúvidas dos investidores quanto às ações do FED e suas sinalizações. O resultado negativo de um indicador do mercado de trabalho, por exemplo, poderia reverter as expectativas dominantes do mercado e provocar uma nova reavaliação do início desse processo por parte dos agentes.

Impactos do cenário externo na economia brasileira

Para o Comitê, os impactos das mudanças do cenário externo para a economia brasileira apresentam aspectos distintos e sinalizam para 2014 uma mudança mais radical no arranjo macroeconômico que vinha prevalecendo até então. Se, por um lado, a evolução moderada no ritmo da demanda mundial (principalmente a melhora nos Estados Unidos e Europa, com

manutenção de crescimento de 7,5% na China) tira força da hipótese do viés deflacionário externo nos preços domésticos, por outro, beneficia o segmento comercial brasileiro, já mais competitivo em decorrência da desvalorização cambial. Para 2014, o Comitê prevê um saldo comercial de US\$ 7,1 bilhões, superior ao saldo de US\$ 0,9 bilhão previsto para 2013. Entretanto, questões como a produtividade de parte da indústria doméstica exportadora e atividade mundial ainda aquém do período 2007/2008 limitam a capacidade de expansão desse segmento.

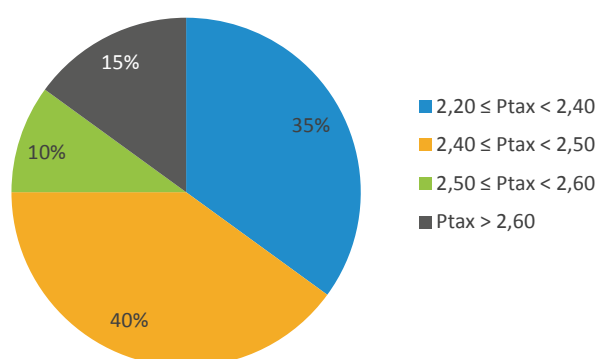
Desta forma, o desafio relacionado ao cenário externo para 2014 refere-se ao financiamento do déficit da conta corrente num contexto de normalização da política monetária norte-americana, com possível realocação de portfólio dos países emergentes para



mercados mais maduros. A necessidade de financiamento externo da economia brasileira – diferença entre o déficit de conta corrente e o investimento estrangeiro direto – para 2014 deverá ser atendida pelos investimentos em carteira no montante de US\$ 23,0 bilhões. Essa estimativa, que no início de 2013 era de US\$ 9,6 bilhões, é um indicativo para o Comitê da necessidade de melhora da percepção do investidor estrangeiro quanto às condições da economia brasileira.

Como reflexo do desafio no financiamento da conta corrente, a maior parte das projeções do Comitê para a taxa de câmbio no final de 2014, situou-se no intervalo entre R\$ 2,40 e R\$ 2,50 (40%). Vale destacar, contudo, que 15% das apostas indicam uma taxa acima de R\$ 2,60 no final do ano. Por outro lado, reduziu-se a mediana dessas projeções em relação à reunião de outubro, passando de R\$ 2,45 para R\$ 2,40. Caso seja mantida a

Projeções: PTAX em 31/12/2014



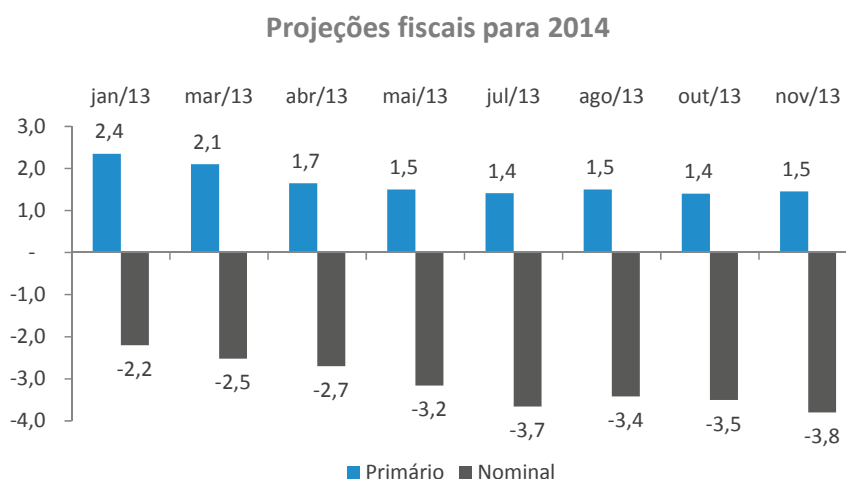
projeção de R\$ 2,29 para o final de 2013, a taxa de câmbio doméstica sofreria uma desvalorização de 4,80% em 2014.

Atividade Econômica e Política Fiscal

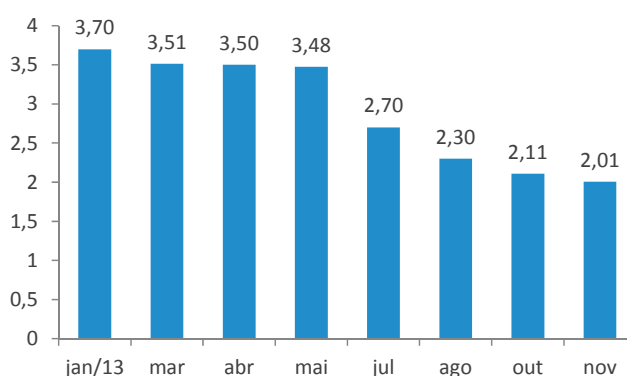
Para o Comitê, a piora da percepção dos investidores quanto à condução da política fiscal brasileira acentuou o processo de deterioração das expectativas que ocorreu ao longo do ano. O debate fiscal

buscou avaliar que indicadores/instrumentos o Governo buscava fortalecer/utilizar num processo de reancoragem das expectativas. Alguns economistas lembraram que o impacto negativo do resultado fiscal de setembro junto ao mercado foi decisivo para que o Governo revogasse a proposta de indexação retroativa das dívidas dos Estados e Municípios. Para o Comitê, além da revogação de medidas de caráter expansionista, seria desejável a adoção de uma estratégia fiscal que buscasse garantir superávits primários consistentes para os próximos anos, ainda que reconheçam que o calendário político do ano que vem e o comprometimento com gastos fiscais assumidos anteriormente limitaria qualquer medida dessa natureza, restando apenas medidas pontuais com efeitos de curto prazo nas expectativas do mercado. Nas estimativas do Comitê, a mediana das projeções para o superávit primário de 2014 é de 1,5% do PIB, inferior à de 2013 (1,7% do PIB), e com variância das projeções entre 1,0% e 1,9%.

Em relação ao nível de atividade, a avaliação do Comitê é de que a desaceleração prevista no ritmo da economia para 2014 é resultado das



Evolução das projeções do PIB para 2014 (%)



limitações estruturais da oferta como também da falta de confiança dos agentes quanto a uma trajetória sustentada de crescimento, e expectativa de piora da inflação e das contas públicas. Nesse sentido, foi lembrado que o menor volume de recursos para o BNDES em 2014 reduzirá o espaço para o investimento, e que há dúvidas se a recuperação da economia mundial será suficiente para criar estímulos adicionais. As projeções do Comitê, que vem sendo revisadas para baixo ao longo do ano, apontam para um crescimento de 2,0% em 2014, menor do que a estimativa de 2,42% para 2013.

Anexo

Cenários para a Economia - 2013

Variáveis	2013							
	Data da reunião							
	jan/13	mar/13	abr/13	mai/13	jun/13	ago/13	out/13	nov/13
Taxa SELIC (média -% a.a.)	7,25	7,73	7,96	8,00	8,30	8,30	8,40	8,42
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	7,25	8,00	8,50	8,50	9,25	9,50	9,75	10,00
Desvalorização cambial (%)	2,76	-2,13	-2,13	0,32	7,66	15,00	12,72	12,06
Ptax em 31/12	2,1000	2,0000	2,0000	2,0500	2,2000	2,3500	2,3033	2,2900
Dólar Médio	2,0809	1,9950	1,9963	2,0115	2,1300	2,2000	2,17	2,15
IPCA (%)	5,60	5,67	5,70	5,80	5,90	5,90	5,90	5,80
IGP-M (%)	5,50	5,50	5,24	4,95	5,00	4,86	5,54	5,50
- IPA-Industrial (%)	5,48	6,18	5,65	5,34	6,24	6,04	7,0000	7,7967
- IPA-Agrícola (%)	3,78	3,85	0,54	-2,72	-1,58	-1,99	-2,0000	-1,7995
Balança Comercial (US\$ bilhões)	15,44	13,15	12,20	7,67	5,31	3,69	1,43	0,90
- Exportações	254,44	253,00	252,25	248,04	245,00	243,65	241,32	241,77
- Importações	239,00	239,85	240,05	240,37	239,69	239,96	239,89	240,87
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-2,70	-2,77	-2,90	-3,12	-3,43	-3,51	-3,58	-3,61
(em US\$ bilhões)	-63,0	-66,5	-69,2	-75,0	-78,3	-78,4	-80,13	-80,25
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	60,3	60,0	59,1	58,2	58,0	58,7	59,49	59,94
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	391	385	385	384	382	379	374,25	375,00
Risco-País (Embi) - em pontos	152,50	165,00	155,00	150,00	200,00	230,00	225,00	237,50
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	2,25	2,00	1,89	1,50	1,50	1,70	1,6	1,7
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-2,20	-2,47	-2,70	-3,10	-3,30	-3,08	-3,2	-3,2
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	34,00	34,60	35,10	35,20	35,33	34,90	34	34
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	-	-	-	-	-	60,20	60,0	59,8
Taxa de Crescimento do PIB (%)	3,14	3,04	3,00	2,90	2,30	2,10	2,30	2,42
Agropecuária (%)	4,30	4,50	5,08	5,44	7,59	7,74	9,20	8,90
Indústria (%)	3,2	2,9	2,5	2,5	1,5	1,3	1,00	1,05
Serviços (%)	3,1	3,0	3,0	3,0	2,2	2,0	2,10	2,20
- PIB R\$ bilhões	4.802	4.813	4.827	4.806	4.765	4.768	4771,01	4.773
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	5,50	5,50	5,50	5,50	5,65	5,80	5,70	5,50
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	3,13	3,23	3,00	2,70	2,14	2,10	2,0	1,8

Anexo

Cenários para a Economia - 2014

Variáveis	2014							
	Data da reunião							
	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)	14,92	10,10	9,06	6,70	7,48	8,31	9,08	7,09
- Exportações	273,59	272,18	270,00	264,70	258,98	257,75	252,96	253,82
- Importações	258,67	262,08	260,94	258,00	251,50	249,44	243,88	246,73
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-2,65	-2,78	-3,00	-3,10	-3,57	-3,19	-3,3	-3,3
(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	50
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	399	392	390	385	382	381	375,00	375,48
Risco-País (Embi) - em pontos	150,00	162,50	150,00	150,00	200,00	220,00	210,00	245,00
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	2,35	2,10	1,65	1,50	1,42	1,50	1,40	1,46
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-2,20	-2,52	-2,70	-3,16	-3,66	-3,42	-3,50	-3,80
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	33,00	33,25	34,90	35,04	35,43	34,95	34,82	34,83
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	4,0	4,0
Indústria (%)	3,6	3,2	3,1	3,0	2,8	2,5	2,0	1,9
Serviços (%)	4,0	4,0	3,5	3,5	2,6	2,0	2	2
- 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

Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA

Data: 22 de novembro 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), Alessandro Del Drago (Mauá Sekular), Alexandre Azara (Modal Asset), Andrei Spacov (Gávea), Caio Megale (Bco Itau), Carlos Kwall (Bco. Safra), Cassiana Fernandes (J.P.Morgan), Cláudio Ferraz (BTG Pactual), David Beker (Bank of America), Fernando Honorato Barbosa (BRAM), Fernando Fix (VAM), Fernando Rocha (JGP), Guilherme Loureiro (UBS), Leonardo Sapienza (Banco Votorantim), Marcelo Carvalho (BNP Paribas), Marcelo Gaspari de Toledo (Bradesco), Mário Mesquita (Brasil Plural), Tatiana Pinheiro (Bco. Santander) e Tomas Brisola (BBM).

Participantes ANBIMA: Caroline Teixeira Jorge, Marcelo Cidade e Tayane Santos

Redação: Marcelo Cidade