

Relatório Econômico

Na última reunião do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA, realizada em 15 de janeiro de 2016, o debate foi marcado pela expectativa dos economistas quanto à elevação da taxa de juros na próxima reunião do Copom, em função das recentes sinalizações do Banco Central nesse sentido. Os custos e benefícios dessa possível decisão nortearam a discussão sobre política monetária, que não se mostrou consensual dentro do grupo. Quanto à trajetória da economia, os analistas mostraram-se mais pessimistas, seja pelas incertezas vindas do cenário externo, sobretudo em função dos recentes acontecimentos na economia chinesa, como pelo aprofundamento do quadro recessivo da economia doméstica, em um contexto de piora das expectativas inflacionárias e baixa confiança dos agentes.

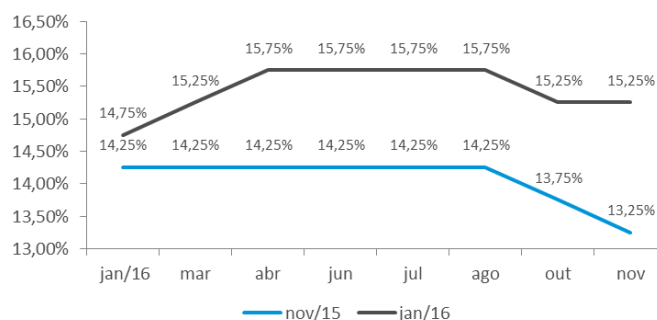
Política Monetária e Juros

No tocante à política monetária, os analistas do Comitê esperam que a meta para a Taxa Selic se eleve para 14,75% na primeira reunião do Copom de 2016, indicando o início de um ciclo de alta de 150 pontos base até a reunião de abril – o que corresponde a um patamar de juros

de 15,75%. A partir de então, a previsão é de estabilidade na taxa Selic até agosto, com uma redução de 0,50 ponto base em outubro, e sua permanência em 15,25% até o final do ano. Para os economistas, essa trajetória reflete a percepção causada pelas sucessivas sinalizações de aumento dos juros realizadas pelo Banco Central nas últimas semanas.

Até então, a discussão no Comitê estava centrada em “quando” o Banco Central iniciaria a redução dos juros em 2016, haja vista que era esperada uma forte desaceleração inflacionária decorrente dos efeitos da recessão econômica. Para os economistas, a

Projeções da Meta da Taxa Selic para 2016 (% a.a.)



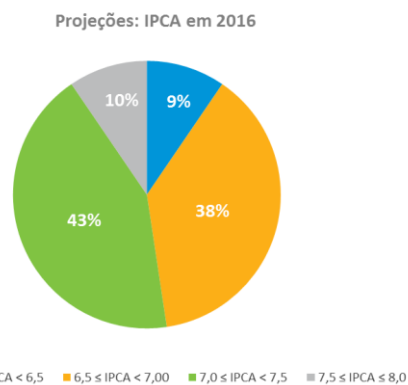
mudança na percepção da Autoridade Monetária deve-se à piora do balanço de riscos inflacionários, em função de uma resiliência de alta nos preços maior do que a esperada. O resultado acumulado do IPCA de 10,67% em 2015 reforçou o caráter inercial do processo de elevação dos preços, dificultando a tarefa de trazer a inflação para o centro da meta (4,5%) em 2017.

A mediana da inflação prevista pelo Comitê ratifica a perspectiva de piora do quadro inflacionário. Para 2016, o Comitê revisou as estimativas do IPCA de 6,90% para 7,05%, em comparação à reunião anterior. A mínima e a máxima previstas pelo Comitê situaram-se entre 6,4% e 8,0%. Dentre as projeções, 43% concentraram-se no intervalo entre 7,0% e 7,5%, e 10% das previsões situam-se entre 7,5% e 8,0%,

indicando que a percepção majoritária dos economistas é de que a inflação ultrapasse o teto do intervalo do sistema de metas. A dispersão das estimativas da taxa Selic para o final de 2016 mostra a falta de consenso dentro do Comitê quanto à trajetória dos juros ao longo do ano. As previsões estão situadas entre 11,25% e 16,25%. Ainda que as indicações do Banco Central sejam relevantes para apostar na elevação dos juros, coexistem no grupo estimativas de manutenção da taxa Selic em 14,25% ao longo do ano, assim como projeções de queda dos juros a partir da reunião do Copom de junho.

No debate sobre inflação, parte dos economistas ressaltou o custo de elevação da Taxa Selic em um quadro de retração econômica. Argumentaram que, com a queda do nível de atividade prevista para esse ano, a desaceleração dos preços estaria em alguma medida contratada, o que deverá acontecer de forma mais efetiva após o primeiro trimestre. Além disso, outros analistas se mostraram céticos quanto à eficiência de um aumento dos juros para reduzir as expectativas inflacionárias neste momento, tendo em vista o clima de baixa confiança dos agentes econômicos, sobretudo em função das dúvidas existentes quanto à recuperação sustentada das contas públicas e da deterioração do ambiente político. Vale ressaltar que há projeções de elevação da taxa Selic mesmo entre os analistas que se posicionaram contra o aumento dos juros, já que suas estimativas foram motivadas pelas indicações do Banco Central quanto à próxima reunião do Copom.

Por outro lado, parte dos analistas alertou que o elevado patamar inflacionário previsto para 2016, após a inflação registrar um resultado acima de 10% no ano anterior, não cria margem



de manobra para que o Banco Central espere uma trajetória de queda dos preços sem elevar a taxa de juros. Mesmo cientes de que não ocorrerão eventos da mesma magnitude que os do ano passado, como a liberação de alguns preços administrados, os economistas acreditam que o nível de indexação da economia tem se mostrado relevante ao reforçar o caráter inercial da inflação em patamares elevados. Desta forma, o risco da atuação do Banco Central no combate aos preços tornar-se mais defasada (“atrás da curva”) pode gerar custos adicionais para a economia que retardariam a retomada de um crescimento sustentado.

Cenário Externo

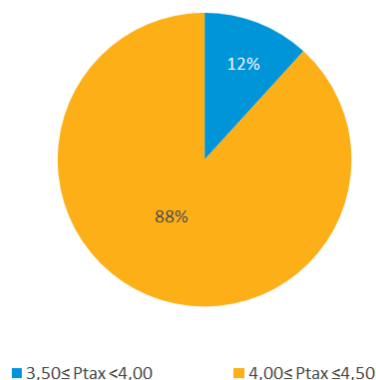
Para o Comitê, a volatilidade provocada pela Bolsa de Valores Chinesa no mercado internacional expressa a preocupação dos agentes quanto às medidas de política econômica daquele governo para manter uma taxa de crescimento acima de 6% em um momento de realinhamento da taxa de câmbio em relação às principais moedas internacionais. Para os analistas, eventuais medidas de política econômica de curto prazo potencializam riscos já detectados em momentos anteriores, sobretudo àqueles relacionados à redução do dinamismo do segmento imobiliário e à alta alavancagem do sistema financeiro. Uma retração da trajetória da economia chinesa maior do que a esperada reforçaria a percepção de demanda fraca para a economia mundial neste ano, sobretudo pelos efeitos provocados nos mercados emergentes.

Na avaliação dos analistas, o baixo nível do preço internacional do petróleo não é suficiente para causar um efeito renda que estimule o PIB mundial, em virtude do baixo dinamismo da demanda. Porém, caso os preços se mantenham nesse nível por um tempo prolongado, os efeitos desinflacionários na economia poderão ser relevantes, podendo inclusive influenciar a estratégia adotada pelo FED na condução do ciclo de elevação dos juros norte americanos, iniciado em dezembro passado.

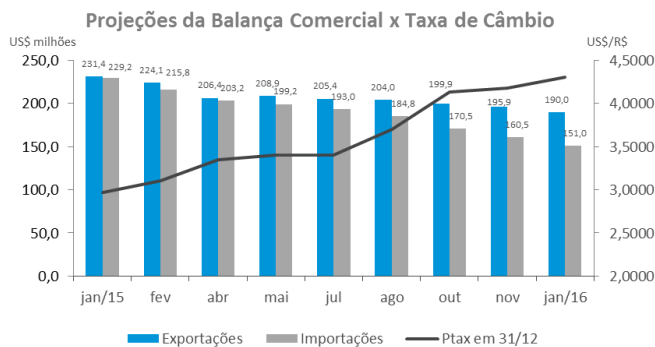
Setor Externo

Para o final de 2016, o Comitê projeta uma taxa de câmbio em R\$ 4,30, o que corresponde a uma desvalorização anual da moeda doméstica de 10,1%, e que confirma a percepção dos analistas de que boa parte da correção na taxa de câmbio já possa ter ocorrido em 2015. Apenas 12% das estimativas do Comitê estão situadas no intervalo entre R\$ 3,50 e R\$ 4,00, com o restante das previsões concentradas entre R\$ 4,00 e R\$ 4,50. Entre as projeções do Comitê, a máxima e a mínima foram de, respectivamente, R\$ 4,50 e R\$ 3,80.

Projeções: PTAX em 31/12/2016



Os economistas ressaltaram que a correção na taxa de câmbio e o consequente ajuste nas contas externas, sobretudo nas transações correntes em função da melhora do saldo comercial, refletem mais as condições vigentes dos novos termos de troca - tendo em vista o

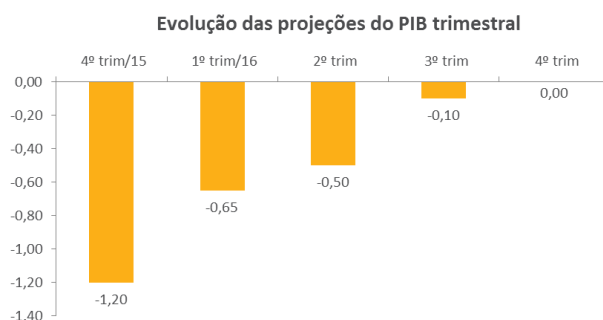


alinhamento das outras moedas de mercados emergentes e o limitado crescimento econômico dos parceiros comerciais do Brasil - do que um eventual fortalecimento da demanda efetiva no curto e médio prazo via segmento comercial. Desta forma, os analistas ressaltaram que a melhora no resultado comercial prevista para 2016 continuará ocorrendo via redução das importações, sem a ocorrência de uma elevação das vendas externas que justifique um novo *driver* de crescimento da economia. Reconhece-se, entretanto, que as mudanças no segmento comercial já permitem que o investimento direto no país seja suficiente para financiar o déficit em conta corrente em 2015. Este processo deve se aprofundar em 2016, haja vista a redução prevista do déficit para 1,95% do PIB, correspondente a US\$ 29 bilhões, contra um investimento direto estimado da ordem de US\$ 54 bilhões.

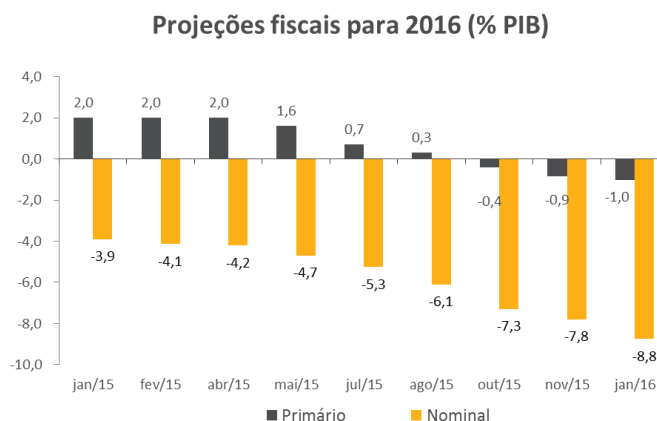
Política Fiscal e Atividade Econômica

Em relação ao nível de atividade, o Comitê elevou a queda estimada do PIB de 2016 de 2,0% para 3,0%. Entre as projeções do Comitê, a máxima e a mínima foram de, respectivamente, -2,0% e -4,0%. A avaliação dos economistas é de que a recessão está se aprofundando em todos os segmentos, com destaque para a acelerada retração na área de serviços, o que vem gerando impactos significativos no mercado de trabalho - o Comitê aumentou a projeção da taxa de desemprego para este ano de 9,3% para 9,7%. Além disso, vem se observando um aumento no grau de inadimplência na economia, sobretudo nas pessoas jurídicas, decorrente da combinação de redução de negócios com mudanças nas condições de crédito. Alguns analistas observaram que a queda do consumo está maior que a redução da renda, o que sugere uma postura preventiva dos agentes econômicos em função da perspectiva de piora do cenário.

No Comitê, há consenso de que não há nenhum setor da economia que possa liderar uma retomada do crescimento neste momento. Foi citado que o setor exportador manufatureiro poderia desempenhar esse papel, o que seria factível apenas em um cenário de médio e longo prazo. As medianas das projeções do PIB indicam um resultado negativo de 1,20% para o quarto trimestre de 2015. A perspectiva para a economia em 2016 é de uma retração em ritmo decrescente para os três primeiros trimestres, com estabilidade (0,0%) no quarto trimestre do ano.



Em relação à questão fiscal, os economistas ressaltaram que ainda não é possível apontar mudanças na condução da política fiscal que possam aumentar a confiança dos agentes. O aumento da previsão da dívida bruta para este ano (73,1% para 74,3% do PIB) indica a expectativa dos economistas do Comitê neste sentido.



Essa percepção também está refletida nas projeções do déficit primário para 2016

comparativamente à reunião anterior: de 0,85% para 1,01% do PIB. Vale atentar que, mesmo com a contínua queda da arrecadação proveniente da contração da economia, existe a perspectiva de receitas vindas da tributação da repatriação de recursos do exterior, além do retorno da CIDE e da votação da CPMF, previstos para esse ano. Para os analistas do Comitê, a recente mudança no Ministério da Fazenda e as incertezas do cenário político, com discussões sobre a questão do impeachment, não deixam claras até o momento as perspectivas quanto ao desempenho das contas públicas para este ano.

Cenários para a Economia - 2016

Variáveis	2016									
	jan/15	fev/15	abr/15	mai/15	jul/15	ago/15	out/15	nov/15	jan/16	
Taxa SELIC (média -% a.a.)	12,32	11,89	12,58	12,75	12,97	13,14	13,71	14,02	15,33	
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	12,20	11,50	12,00	11,75	11,75	12,00	13,00	13,25	15,25	
Desvalorização cambial (%)	6,45	5,08	4,69	6,16	4,62	3,50	3,25	4,38	10,12	
Ptax em 31/12	2,9700	3,1000	3,3500	3,3971	3,4000	3,7000	4,1300	4,1750	4,3000	
Dólar Médio	2,9200	3,0600	3,3004	3,3450	3,3688	3,6500	4,1000	4,1000	4,1500	
IPCA (%)	5,78	5,51	5,70	5,60	5,50	5,67	6,50	6,90	7,05	
Preços Livres (%)	5,90	5,80	5,55	5,40	5,50	5,69	6,35	6,82	6,87	
Preços Administrados (%)	5,50	5,50	6,00	6,00	5,69	5,73	6,55	7,40	7,70	
IGP-M (%)	5,60	5,50	5,80	5,80	5,70	5,80	6,30	6,52	7,00	
Balança Comercial (US\$ bilhões)	2,2	8,3	3,2	9,7	12,4	19,2	29,4	35,4	39,0	
- Exportações	231,4	224,1	206,4	208,9	205,4	204,0	199,9	195,9	190,0	
- Importações	229,2	215,8	203,2	199,2	193,0	184,8	170,5	160,5	151,0	
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-3,45	-3,51	-3,45	-3,80	-3,60	-3,30	-2,50	-2,20	-1,95	
(em US\$ bilhões)	-70,0	-70,0	-70,0	-70,5	-66,6	-58,3	-39,5	-34,1	-29,0	
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	56,3	55,2	57,6	62,0	60,0	61,0	58,8	55,0	53,8	
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	370	370	372	370	371	370	370	370	367	
Risco-País (Embi) - em pontos	100	150	200	200	200	270	373	405	528	
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	2,0	2,0	2,0	1,6	0,7	0,3	-0,4	-0,9	-1,0	
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-3,9	-4,1	-4,2	-4,7	-5,3	-6,1	-7,3	-7,8	-8,8	
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	37,7	39,3	38,7	37,1	38,2	39,2	38,8	40,3	41,0	
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	64,6	66,4	66,3	65,1	67,1	69,8	71,5	73,1	74,3	
Taxa de Crescimento do PIB (%)	1,50	1,30	1,00	1,00	0,30	-0,45	-1,40	-2,02	-3,00	
Agropecuária (%)	2,75	2,50	2,71	2,50	2,00	2,00	1,82	1,83	1,62	
Indústria (%)	1,45	1,40	0,95	1,10	0,10	-0,88	-2,37	-4,00	-5,44	
Serviços (%)	1,51	1,40	1,00	1,00	0,40	-0,33	-0,80	-1,50	-2,20	
- PIB R\$ bilhões	5909	5838	6307	6290	6277	6247	6160	6157	6185	
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	6,20	6,41	6,92	7,50	8,00	8,50	9,30	9,25	9,70	
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	2,00	1,00	1,00	1,00	0,35	-0,50	-2,02	-3,30	-6,50	

Cenários para a Economia - 2017

Variáveis	2017
	jan/16
Taxa SELIC (média -% a.a.)	13,90
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	13,25
Desvalorização cambial (%)	3,26
Ptax em 31/12	4,4400
Dólar Médio	4,3500
IPCA (%)	5,50
Preços Livres (%)	5,46
Preços Administrados (%)	5,60
IGP-M (%)	5,50
Balança Comercial (US\$ bilhões)	37,0
- Exportações	193,8
- Importações	156,8
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-1,50
(em US\$ bilhões)	-20,0
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	52,3
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	369
Risco-País (Embi) - em pontos	437
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	-0,5
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-6,5
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	44,0
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	78,6
Taxa de Crescimento do PIB (%)	1,00
Agropecuária (%)	2,05
Indústria (%)	1,67
Serviços (%)	0,26
- PIB R\$ bilhões	6584
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	10,15
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	2,00

Data: 15 de janeiro de 2016

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), Alexandre Azara (Mauá Sekular), Cassiana Fernandes (JP Morgan,) Caio Megale (Itaú), Carlos Kawall (Safra), Cláudio Ferraz (BTG Pactual), Felipe Tâmega (Itaú Asset), Fernando Honorato Barbosa (BRAM), Fernando Rocha (JGP), Guilherme Loureiro (UBS), Leonardo Sapienza (Bco. Votorantim), Luiz Fernando Figueiredo (Mauá Sekular), Marcelo Carvalho (BNP Paribas), Marcelo Toledo (Bco.Bradesco), Marcelo Salomon (BW), Ricardo Denadai (Santander Asset) e Rodrigo Azevedo (Ibiuna)

Participantes ANBIMA: Breno Duarte, Enilce Melo, Marcelo Cidade, Valéria Coelho e Vivian Corradin.

Redação: Marcelo Cidade.