

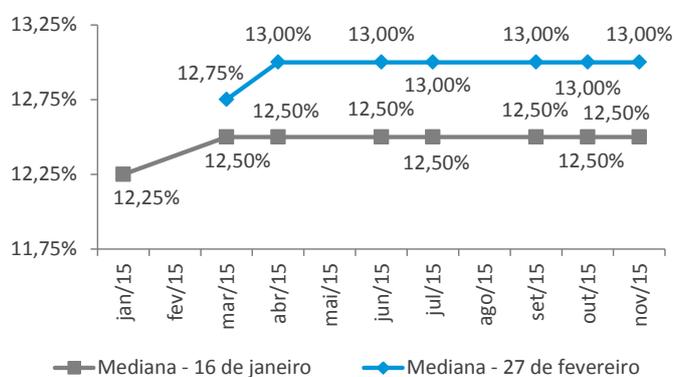
Relatório Econômico

Na última reunião do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA, realizada em 27 de fevereiro de 2015, o debate foi marcado pela percepção de piora do cenário econômico, decorrente das incertezas no ambiente de negócios e de um quadro de resiliência inflacionária que mantém as expectativas do IPCA acima de 7%. Além disso, foi ressaltado pelos analistas que os limites de uma política fiscal contracionista ficam realçados diante dos efeitos de redução de postos no mercado de trabalho. Entretanto, para os economistas do Comitê, esse processo de ajuste é necessário para que se possa reestabelecer a confiança dos agentes na economia.

Política Monetária e Juros

No tocante à política monetária, a mediana das projeções da meta da taxa Selic indica um aumento de 50 pontos base na reunião de março/15 e mais 25 pontos base em abril, com a meta da taxa Selic estável em 13% no restante do ano. A mudança em relação a janeiro, quando era esperado um aumento de 25 pontos base em março, encerrando o

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



ciclo de alta em 12,50% em 2015, decorreu, em parte, da piora do balanço de riscos inflacionários, que indica taxas mais altas do que era esperado para o primeiro trimestre. As últimas projeções do Comitê para o IPCA de fevereiro e março apontam taxas acumuladas em 12 meses de 7,6% e 7,8, respectivamente.

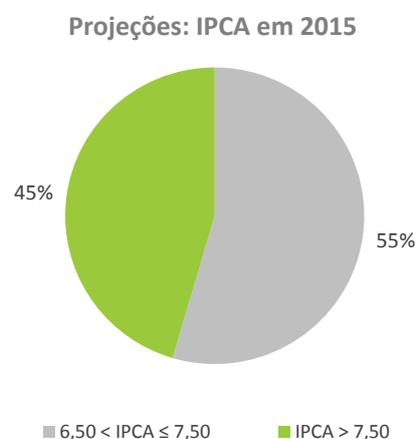
Na avaliação dos economistas do Comitê, reforçar a reancoragem das expectativas inflacionárias é bastante necessário nesse momento, mesmo diante do reconhecimento da crescente possibilidade de contração neste ano – confirmada com a mediana da projeção do crescimento do PIB em 2015, de -0,83%. A conjugação da correção dos preços

administrados, com a influência da desvalorização do Real e a resiliência inflacionária do segmento de não *tradables* reforça a inércia inflacionária e piora não apenas as perspectivas de inflação como do própria recuperação do nível de atividade.

A única unanimidade entre os economistas foi relacionada à definição da meta Selic da próxima reunião do Copom, cuja expectativa é de 12,75%. As reuniões seguintes mostram dispersão entre as estimativas, refletindo o grau de incerteza dos economistas quanto à trajetória das variáveis econômicas para o médio prazo. Para a reunião do Copom de abril, por exemplo, coexistem projeções entre 12,75% e 13,25% - o que indica tanto a existência de expectativas sobre o fim do ciclo de alta dos juros como a de um novo aumento de 50 pontos base. Para o final de 2015, essa variância aumenta com projeções da meta da taxa Selic situando-se no intervalo entre 11,75% e 13,25%.

Esses resultados decorrem das dúvidas, entre os analistas do grupo, sobre o quão restritiva haveria de ser a política fiscal para que as expectativas inflacionárias adotassem trajetória descendente em 2015 *vis a vis* o fraco nível de atividade. Parte dos economistas lembrou que na reunião do Copom de abril já se saberá o PIB do primeiro trimestre do ano, o que dará mais subsídios para a decisão de interromper ou não o ciclo de alta dos juros.

As projeções do IPCA para 2015 confirmam a percepção do grupo quanto à elevação dos riscos inflacionários. O Comitê elevou a mediana da projeção do IPCA em relação à reunião de janeiro, de 6,82% para 7,50%. Vale mencionar que 45% das estimativas esperam uma inflação superior a 7,50% – na reunião de janeiro não houve nenhuma previsão acima desse patamar – e a projeção mais alta foi de 8 %.



Mesmo com o Comitê revisando para baixo a mediana da inflação de 2016, de 5,78% em janeiro para 5,51%, os analistas acreditam que a meta de inflação de 4,5%, estipulada pelo Governo para 2016, será difícil de ser alcançada. Nesse ponto, parte dos economistas acredita que uma meta mais realista pudesse dar maior credibilidade na condução da política monetária. Por outro lado, alguns analistas acreditam que qualquer mudança do que foi pactuado, num momento em que os indicadores mostram uma baixa confiança dos agentes, seria prematuro e não favoreceria a melhora do ambiente econômico.

Cenário externo

Em relação ao cenário externo, os economistas do Comitê acreditam que a possibilidade de aumento dos juros norte-americanos está cada vez mais condicionada à evolução dos dados econômicos, conforme indicado pela presidente do Fed Janet Yellen. Mesmo com a evolução positiva da economia norte americana – recuperação do nível de atividade com melhora do mercado de trabalho – a percepção dos economistas é de que a intenção da Autoridade Monetária em obter um conjunto de dados econômicos robusto não deverá apressar a decisão pelo aumento de juros, até porque a inflação ainda se mantém abaixo de 2%.

As projeções das instituições estrangeiras integrantes do Comitê mostra que há muita incerteza quanto ao timing de uma eventual decisão do Fed. Algumas casas indicaram julho e setembro de 2015 e março de 2016 como meses que em a elevação dos juros pode ocorrer. Além disso, os analistas ressaltaram que os efeitos de uma valorização do dólar contribuem para aumentar as dúvidas num cenário de incerteza, principalmente àquelas relacionadas aos desdobramentos de um acordo de renegociação da Grécia no bloco europeu e dos riscos mais relevantes de uma desaceleração do ritmo de crescimento da economia chinesa e dos mercados emergentes.

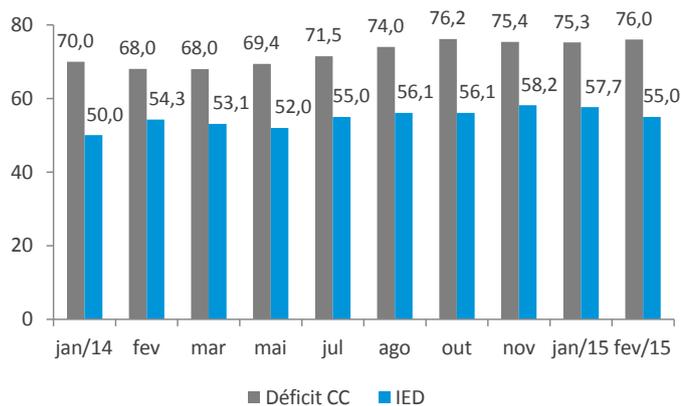
Desta forma, não foi descartada a hipótese entre alguns membros do Comitê que o Fed pudesse intercalar os aumentos de juros entre as reuniões, de forma que esperasse os efeitos na economia num maior intervalo de tempo. Parte dos analistas, entretanto, lembrou que essa medida adicionaria mais incerteza e não ajudaria a melhorar as expectativas dos agentes quanto ao cenário econômico.

Impactos do cenário externo na economia brasileira

Da mesma forma que na reunião anterior, a avaliação dos economistas do Comitê quanto ao setor externo da economia brasileira indica que a melhora da estimativa da balança comercial para 2015 é resultado dos efeitos da desvalorização cambial conjugado com a redução das importações, resultado direto do baixo dinamismo da economia. A previsão para a balança comercial em 2015 aumentou de US\$ 3,8 bilhões para US\$ 5,8 bilhões entre as reuniões de janeiro e fevereiro.

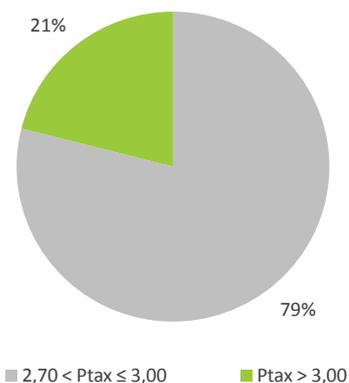
A melhora das previsões do saldo comercial não se refletiu nos números relacionados às transações correntes. Para 2015, o Comitê revisou o déficit em conta corrente de 3,7% do PIB em janeiro para 4,0%. Dado a projeção de US\$ 55 bilhões para o Investimento Externo Direto, a necessidade de financiamento externo para esse ano seria de US\$ 21 bilhões, um montante factível, mas desafiador diante do baixo nível de confiança dos investidores.

Déficit em Conta Corrente x Investimento Externo Direto para 2015 (US\$ bilhões)



Para o final de 2015, a mediana da projeção da taxa de câmbio foi revisada de R\$2,70 para R\$ 2,95, o que corresponde a uma desvalorização de 11,06% do Real. A dispersão foi elevada, com as cotações variando de R\$ 2,70 até R\$ 3,20, o que reflete as incertezas dos economistas quanto à trajetória dessa variável. Do total das projeções, 21% situaram-se acima de R\$ 3,00, o que demonstra a piora da percepção de parte dos analistas, já que na reunião de janeiro/15 não houve estimativas acima desse patamar. A maior parte das previsões, entretanto, situou-se no intervalo entre R\$ 2,70 e R\$ 3,00 (79%).

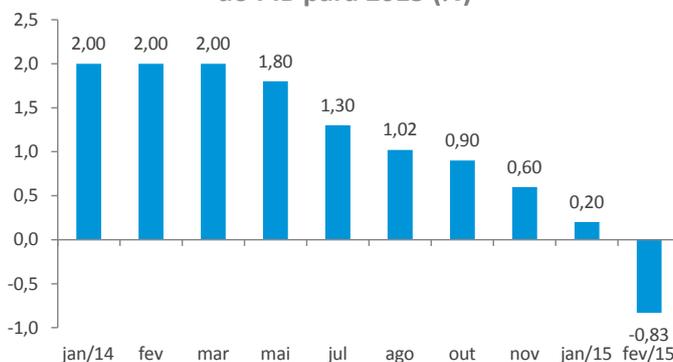
Projeções: PTAX em 31/12/2015



Atividade Econômica e Política Fiscal

Em relação ao nível de atividade, o resultado negativo da mediana da projeção do PIB (-0,83%) para 2015, reflete a piora do ambiente de negócios e, por conseguinte, o baixo nível de confiança dos agentes. Desde o ano passado, já havia projeções dentro do Comitê que apontavam um quadro de retração econômica para 2015. Porém,

Evolução das projeções do crescimento do PIB para 2015 (%)

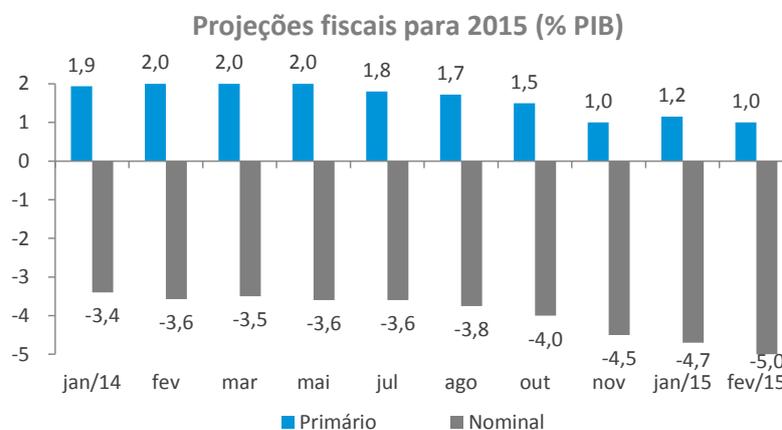


foi apenas na reunião de fevereiro que a mediana das estimativas captou um cenário de queda do nível de atividade. Na reunião de janeiro, a previsão era de crescimento de 0,20%.

A conjugação de um cenário de risco de racionamento de energia e água com os desdobramentos do caso Lava Jato acirrou a percepção de queda de investimento que já vinha ocorrendo desde o final de 2013. Foi ressaltado pelos analistas que a recente redução do risco de racionamento decorreu também da queda da demanda, já impactada pela baixa confiança para o investimento. Os economistas acreditam que, ainda que não haja racionamento, poderá ocorrer um processo de racionalização de água e energia que se refletirá na elevação dos custos, com impactos relevantes na indústria.

Para o Comitê, os efeitos do quadro contracionista já se fazem sentir na redução do crédito na economia, no grau de inadimplência e, recentemente, no mercado de trabalho, vide os últimos números do Caged. Desta forma, a mediana da taxa de desemprego para o ano foi revisada para cima, em relação à reunião de janeiro, passando de 5,85% para 5,98%. Na avaliação dos economistas, a reversão desse quadro passa pela melhora do canal de confiança dos agentes, e entre os diversos desafios estão os limites que a política fiscal do segundo mandato do Governo terá ao longo do ano.

A redução da mediana da projeção do superávit primário para 2015, de 1,2% do PIB para 1,0 %, reflete em alguma medida a percepção dos analistas dos limites que os efeitos de uma política fiscal contracionista exercem na economia, sobretudo



quando começam a atingir o mercado de trabalho. Eles ressaltaram, entretanto, que o processo de reancoragem das expectativas dos investidores passe por um processo de ajuste necessário para que a economia cresça de forma balanceada nos próximos anos.

Cenários para a Economia - 2015

Variáveis	2015									
	jan/14	fev/14	mar/14	mai/14	jul/14	ago/14	out/14	nov/14	jan/15	fev/15
Taxa SELIC (média -% a.a.)	11,50	11,83	11,84	12,03	11,80	11,67	11,60	12,30	12,46	12,82
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	11,63	12,00	12,00	12,25	12,00	12,00	12,00	12,50	12,50	13,00
Desvalorização cambial (%)	2,04	4,00	6,12	4,90	6,64	4,17	4,00	8,00	5,04	11,06
Ptax em 31/12	2,5000	2,6000	2,6000	2,5700	2,5700	2,5000	2,6000	2,7000	2,7900	2,9500
Dólar Médio	2,5000	2,5500	2,5500	2,5021	2,5000	2,4969	2,5488	2,6250	2,7300	2,8700
IPCA (%)	5,70	5,73	6,00	6,26	6,35	6,30	6,55	6,61	6,82	7,50
Preços Livres (%)	-	-	-	-	-	-	-	-	6,15	6,35
Preços Administrados (%)	-	-	-	-	-	-	-	-	8,60	11,65
IGP-M (%)	5,50	5,70	5,90	6,00	6,00	6,00	5,50	5,95	5,70	5,80
Balança Comercial (US\$ bilhões)	13,0	12,7	11,4	7,9	8,2	7,6	8,1	4,6	3,8	5,8
- Exportações	269,4	268,0	254,9	253,1	253,4	253,0	252,1	233,9	225,4	213,1
- Importações	256,5	255,3	243,6	245,2	245,2	245,4	244,0	229,3	221,6	207,4
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-3,00	-3,21	-3,19	-3,20	-3,30	-3,35	-3,49	-3,51	-3,70	-3,95
(em US\$ bilhões)	-70,0	-68,0	-68,0	-69,4	-71,5	-74,0	-76,2	-75,4	-75,3	-76,0
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	50,0	54,3	53,1	52,0	55,0	56,1	56,1	58,2	57,7	55,0
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	376	375	371	375	371	375	376	376	370	370
Risco-País (Embi) - em pontos	270	237	208	197	250	205	150	150	150	162
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	1,9	2,0	2,0	2,0	1,8	1,7	1,5	1,0	1,2	1,0
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-3,4	-3,6	-3,5	-3,6	-3,6	-3,8	-4,0	-4,5	-4,7	-5,0
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	35,1	35,1	35,1	35,4	35,6	35,6	36,5	37,5	37,6	38,5
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	60,8	60,0	60,5	59,4	60,2	60,0	62,1	63,8	64,6	65,5
Taxa de Crescimento do PIB (%)	2,00	2,00	2,00	1,80	1,30	1,02	0,90	0,60	0,20	-0,83
Agropecuária (%)	2,90	2,75	3,00	3,00	3,00	2,70	2,50	2,50	1,85	1,10
Indústria (%)	2,20	2,00	2,00	1,60	0,58	0,60	0,40	0,23	-0,70	-2,70
Serviços (%)	2,35	2,00	2,00	1,90	1,42	1,30	1,30	1,00	0,40	0,00
- PIB R\$ bilhões	5576	5587	5647	5661	5596	5570	5507	5.522	5.522	5.474
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	6,10	6,00	6,00	6,00	5,93	6,00	6,00	5,80	5,85	5,98
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	1,72	2,20	2,30	2,20	1,50	1,00	0,75	0,00	-0,30	-3,00

Cenários para a Economia - 2016

Variáveis	2016	
	jan/15	fev/15
Taxa SELIC (média -% a.a.)	12,32	11,89
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	12,20	11,50
Desvalorização cambial (%)	6,45	5,08
Ptax em 31/12	2,9700	3,1000
Dólar Médio	2,9200	3,0600
IPCA (%)	5,78	5,51
Preços Livres (%)	5,90	5,80
Preços Administrados (%)	5,50	5,50
IGP-M (%)	5,60	5,50
Balança Comercial (US\$ bilhões)	2,2	8,3
- Exportações	231,4	224,1
- Importações	229,2	215,8
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-3,45	-3,51
(em US\$ bilhões)	-70,0	-70,0
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	56,3	55,2
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	370	370
Risco-País (Embi) - em pontos	100	150
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	2,0	2,0
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-3,9	-4,1
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	37,7	39,3
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	64,6	66,4
Taxa de Crescimento do PIB (%)	1,50	1,30
Agropecuária (%)	2,75	2,50
Indústria (%)	1,45	1,40
Serviços (%)	1,51	1,40
- PIB R\$ bilhões	5909	5838
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	6,20	6,41
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	2,00	1,00

Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA

Data: 27 de fevereiro de 2015

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: Aduino Lima (Western), Alexandre Azara (Modal Asset), Andrei Spacov (Gávea), Arthur Carvalho (Morgan Stanley), Caio Megale (Itaú), Carlos Kwall (Safra), Cassiana Fernandes (JP Morgan) Cláudio Ferraz (BTG Pactual), David Beker (Bank of America), Fernando Honorato (BRAM), Fernando Rocha (JGP), Gabriel Goulart (Bozano), Guilherme Loureiro (UBS), José Pena Garcia (PortoSeguro), Leonardo Sapienza (Banco Votorantim), Luiz Fernando Figueiredo (Maua Investimentos), Marcelo Carvalho (BNP Paribas), Marcelo Kfoury (Citibank), Marcelo Toledo (Bco. Bradesco), Marina Santos (Mauá Investimentos), Mário Mesquita (Brasil Plural), Maurício Molan (Santander), Rodrigo Azevedo (Ibiuna), e Tomas Brisola (BBM).

Participantes ANBIMA: Caroline Teixeira Jorge, Hudson Bessa, Marcel Gomes, Marcelo Cidade, e Valéria Coelho.

Redação: Marcelo Cidade.



Relatório Econômico

Publicação que consolida o debate do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico e traz o cenário com a mediana das projeções econômicas do grupo para o ano corrente e posterior.

Presidente: Denise Pavarina

Vice-Presidentes: Carlos Eduardo Andreoni Ambrósio, Carlos Massaru Takahashi, Gustavo Adolfo Funcia Murgel, José Olympio da Veiga Pereira, Pedro Lorenzini, Robert J. van Dijk, Sérgio Cutolo dos Santos e Valdecyr Gomes

Diretores: Alenir de Oliveira Romanello, Altamir Batista Mateus da Silva, Carlos Augusto Salamonde, Carolina Lacerda, Celso Scaramuzza, Jair Ribeiro da Silva Neto, Luciane Ribeiro, Luiz Sorge, Luiz Fernando Figueiredo, Otávio Romagnoli Mendes, Richard Ziliotto, Saša Markus, Sylvio Araújo Fleury e Vital Meira de Menezes Junior

Comitê Executivo: José Carlos Doherty, André Mello, Ana Claudia Leoni, Guilherme Benaderet, Patrícia Herculano, Valéria Arêas Coelho, Marcelo Billi, Soraya Alves e Eliana Marino

Rio de Janeiro: Avenida República do Chile, 230, 13º andar CEP 20031-170 + 21 3814 3800

São Paulo: Av. das Nações Unidas, 8501, 21º andar, CEP 05425-070 + 11 3471 4200

www.anbima.com.br