

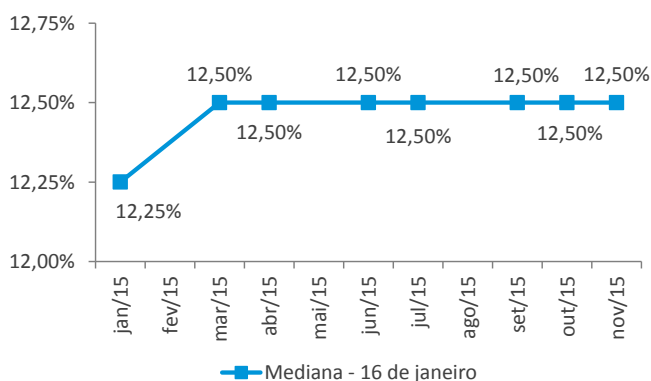
Relatório Econômico

Na última reunião do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA, realizada em 16 de janeiro de 2015, o debate foi marcado pela análise dos desafios da nova equipe econômica em corrigir os preços defasados da economia e ao mesmo tempo reancorar as expectativas dos agentes para que a inflação possa convergir para 4,5% em 2016. Para os economistas do Comitê, a contribuição de uma política fiscal que sinalize o equilíbrio das contas públicas será fundamental nesse processo.

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 janeiro/15 e mais 25 pontos base em março, encerrando-se o ciclo de alta dos juros com a taxa em 12,50% ao ano para o restante de 2015. Da mesma forma que na reunião de novembro, os indicativos do baixo nível de atividade reforçaram a hipótese de interrupção dos juros no primeiro trimestre entre os analistas do Comitê. Com isso, há uma expectativa entre os economistas de que os comunicados relacionados à reunião do Copom de 20/21 de janeiro possam sinalizar uma mudança no ritmo de alta dos juros.

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



Em relação à trajetória da taxa Selic ao longo de 2015 o único consenso entre os economistas foi para a reunião de Janeiro (12,25%). Para as reuniões seguintes as apostas variaram, com previsões para o final do ano situando-se entre 11% e 13%. A variância dessas estimativas refletem as diferentes percepções dos economistas quanto ao eventual *trade-off* entre inflação e crescimento, e quanto à “função de reação” do Banco Central.

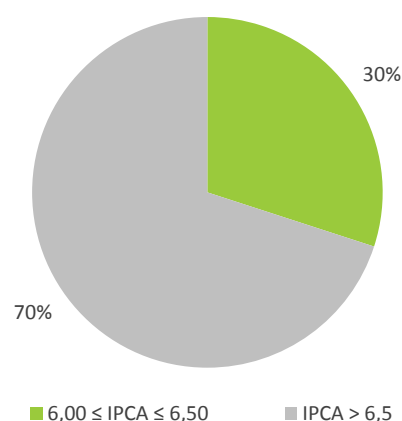
Se por um lado parte dos economistas acredita que uma política fiscal mais restritiva num contexto de baixo crescimento econômico justificaria a queda da taxa Selic ainda nesse ano, por outro, argumenta-se que a manutenção dos juros em patamar acima de 12,50% ao longo de 2015 permitiria a equipe econômica aguardar os efeitos defasados do ciclo de alta dos juros na economia e reforçar o processo de reancoragem das expectativas inflacionárias dos agentes, o que contribuiria para a convergência de uma inflação esperada mais baixa em 2016.

De forma geral, os economistas do Comitê reconhecem que as atuais expectativas de inflação de curto e longo prazo embutem riscos relevantes para o cenário econômico. As projeções de IPCA para janeiro e fevereiro de 2015 apontam uma taxa acumulada em 12 meses de 7,0% e 7,1%, respectivamente. Para 2015 o Comitê elevou a mediana da projeção do IPCA do ano, em relação à reunião de novembro, de 6,61%, para 6,82 %. Além disso, 70% das previsões do grupo indicam a inflação acima do teto da meta, contra 55% da reunião anterior.

No debate sobre inflação foi questionado se a melhor alternativa para esse ano seria a estratégia de correção integral dos preços defasados da economia – o que faria a inflação no ano situar-se acima de 7% – de forma que as expectativas pudessem convergir rumo ao centro da meta (4,5%) em 2016, tal como pretendido pela nova equipe econômica. Mesmo reconhecendo ser necessário o processo de correção dos preços, parte do Comitê acredita que uma inflação num patamar mais alto em 2015 dificultaria a convergência das expectativas para o centro da meta no ano seguinte (4,5%). A mediana da projeção de inflação para 2016, em 5,78%, confirma essa percepção do Comitê.

Por fim, os analistas ressaltaram que permanecem no balanço de riscos inflacionários as correções nos preços administrados, a resiliência inflacionária em determinados segmentos e os impactos da desvalorização do câmbio nos preços domésticos que mantêm as expectativas de inflação em patamares elevados. Lembram, entretanto, que já há sinais incipientes de menor pressão nos preços decorrentes da redução do ritmo de demanda agregada doméstica – o que dificulta a transmissão inflacionária pelo câmbio - num contexto em que o cenário externo apresenta um viés deflacionário, sobretudo dos preços das *commodities*, e, em especial, do petróleo. No Comitê, há a constatação de que os preços – exceto administrados, educação e passagens de ônibus – já mostram uma redução significativa nas últimas semanas, o que pode contribuir para uma trajetória de inflação mais moderada.

Projeções: IPCA em 2015



Cenário externo

Em relação ao cenário externo, os economistas do Comitê acreditam que a decisão de elevação dos juros norte americanos atualmente está mais vinculada aos condicionantes externos do que domésticos. Logo, a possibilidade de ações coordenadas entre o banco central europeu e norte americano ganha sentido face à iminência da adoção de um *Quantative Easing* na Europa nas próximas semanas, cuja potência seria comprometida caso ocorresse um aumento dos juros nos Estados Unidos no mesmo período.

Embora haja incerteza quanto à trajetória exata do juro norte-americano, dentre os representantes de instituições estrangeiras no Comitê há quem acredite que a elevação dos juros norte americanos deverá ocorrer somente em 2016, já que além do quadro de assimetria entre os Estados Unidos e as outras regiões, que aceleraria a valorização do dólar em relação às demais moedas, há o custo de subir os juros antes da economia se encontrar numa trajetória de crescimento sustentado, o que em última instância, aprofundaria a incerteza dos agentes quanto ao desempenho da economia mundial. Nesse

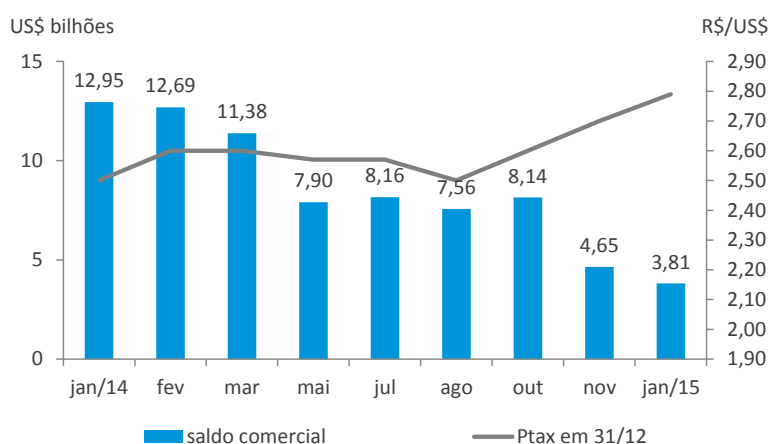
sentido, a reunião do Fed do dia 28/1 ganha importância já que poderia sinalizar essa postergação da decisão dos juros, trazendo reflexos imediatos no mercado de câmbio.

Os analistas ressaltaram que a redução do preço internacional do petróleo terá um caráter expansivo para a economia mundial ao elevar a renda disponível dos agentes. Entretanto, eles acreditam que os efeitos dessa queda serão mais nítidos na atividade econômica do que na inflação, sobretudo para os países emergentes que em sua maioria são exportadores de petróleo (cerca de 70%).

Impactos do cenário externo na economia brasileira

No tocante ao segmento comercial em 2015, os economistas do Comitê acreditam que a balança comercial deverá apresentar recuperação em função do ganho de competitividade adquirido pela desvalorização cambial e de uma redução nas importações causada pelo baixo dinamismo do nível de atividade. A previsão para a balança comercial em 2015 é de um saldo positivo de US\$ 3,8 bilhões, contra US\$ 4,6 bilhões previstos na reunião de novembro/14.

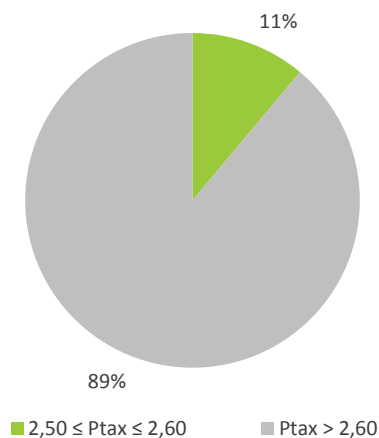
Saldo Comercial x PTAX R\$/US\$ para 2015 (final do período)



Para os economistas do Comitê, a evolução do segmento externo da economia brasileira estará condicionada à expectativa de mudança dos juros norte americanos conjugada com os impactos dos preços das *commodities* – não apenas petróleo, mas soja, minério de ferro, entre outros - na balança comercial. Em um contexto de mudança de política monetária internacional, a taxa de câmbio deverá se manter pressionada ao longo do ano.

Para dezembro de 2015, a mediana do câmbio projetado foi R\$ 2,79, contra R\$ 2,70 na reunião anterior. Essa cotação corresponde a uma depreciação de 5,04% da moeda doméstica. Do total de projeções, 89% situaram-se acima do patamar de R\$ 2,60, contra 74% em novembro. Vale mencionar que houve grande dispersão entre as apostas, que apresentaram cotações entre a mínima de R\$ 2,50 e a máxima de R\$ 3,00, refletindo as diferentes percepções dos analistas quanto à trajetória dessa variável ao longo deste ano.

Projeções: PTAX em 31/12/2015



Atividade Econômica e Política Fiscal

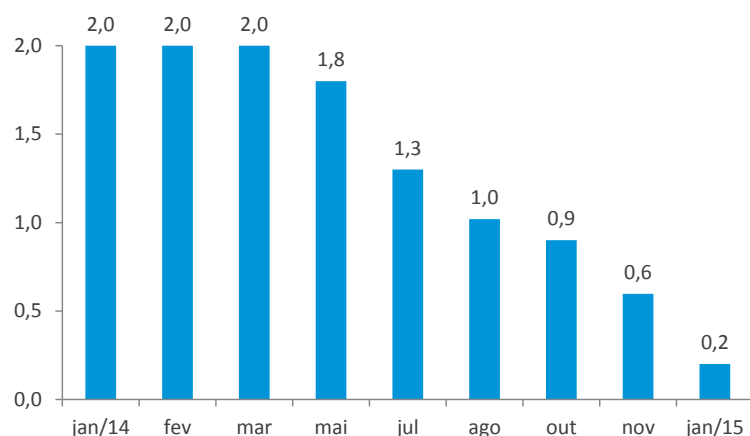
Em relação ao nível de atividade, a percepção dos analistas é de continuidade na perda de dinamismo da economia, refletida na redução da projeção da taxa mediana de crescimento do PIB para 2015 que passou de 0,60% em novembro/14 para 0,20% na reunião de janeiro. As previsões do Comitê situaram-se no intervalo de -0,5% a 1,0%, indicando que o nível de incerteza ainda é relevante no

que se refere à trajetória da economia. Para o Comitê essa desaceleração deve impactar negativamente o mercado de trabalho - a mediana da projeção de desemprego para 2015 é de 5,85% - e em alguma medida, contrabalançar os efeitos dos reajustes salariais na demanda previstos para esse ano. O debate foi marcado pela avaliação dos efeitos no investimento de um risco de racionamento de energia elétrica, de água e do caso da Petrobrás, que reforçam o baixo nível de confiança dos agentes e a piora do ambiente de negócios. Foi lembrado que um racionamento atinge não apenas a oferta como a demanda agregada, com impactos contracionistas significativos na atividade. Além disso, os analistas alertaram que já há setores que podem ter adotado medidas preventivas, o que limitaria a formação de novos projetos de investimento. No tocante à Petrobrás, foi ressaltada a importância da Estatal na formação da taxa de investimento, dado o encadeamento de diversos setores da economia nos seus projetos e o impacto nas obras de infraestrutura em função das empreiteiras envolvidas nas denúncias.

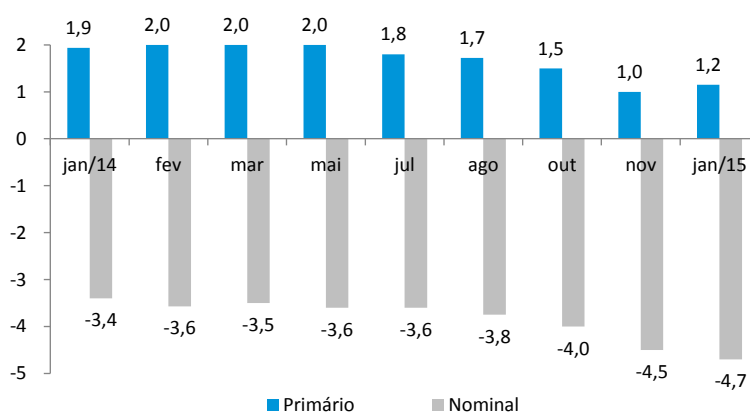
Em relação às projeções fiscais, os analistas do Comitê ressaltaram que o resultado negativo de 2014 deve dificultar a tarefa da equipe econômica em atingir a meta de superávit primário de 1,2% para 2015. Além disso, a perspectiva de fraco desempenho da economia limitará a arrecadação, o que, na avaliação do Comitê, aumenta a possibilidade de elevação dos impostos nesse ano. Por fim, os

economistas ressaltaram que o equilíbrio das contas públicas deverá impactar positivamente o PIB nos próximos anos através da melhora do canal de confiança dos agentes.

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



Projeções fiscais para 2015 (% PIB)



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
Taxa SELIC (média -% a.a.)	11,50	11,83	11,84	12,03	11,80	11,67	11,60	12,30	12,46
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	11,63	12,00	12,00	12,25	12,00	12,00	12,00	12,50	12,50
Desvalorização cambial (%)	2,04	4,00	6,12	4,90	6,64	4,17	4,00	8,00	5,04
Ptax em 31/12	2,5000	2,6000	2,6000	2,5700	2,5700	2,5000	2,6000	2,7000	2,7900
Dólar Médio	2,5000	2,5500	2,5500	2,5021	2,5000	2,4969	2,5488	2,6250	2,7300
IPCA (%)	5,70	5,73	6,00	6,26	6,35	6,30	6,55	6,61	6,82
Preços Livres (%)	-	-	-	-	-	-	-	-	6,15
Preços Administrados (%)	-	-	-	-	-	-	-	-	8,60
IGP-M (%)	5,50	5,70	5,90	6,00	6,00	6,00	5,50	5,95	5,70
Balança Comercial (US\$ bilhões)	13,0	12,7	11,4	7,9	8,2	7,6	8,1	4,6	3,8
- Exportações	269,4	268,0	254,9	253,1	253,4	253,0	252,1	233,9	225,4
- Importações	256,5	255,3	243,6	245,2	245,2	245,4	244,0	229,3	221,6
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-3,00	-3,21	-3,19	-3,20	-3,30	-3,35	-3,49	-3,51	-3,70
(em US\$ bilhões)	-70,0	-68,0	-68,0	-69,4	-71,5	-74,0	-76,2	-75,4	-75,3
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	50,0	54,3	53,1	52,0	55,0	56,1	56,1	58,2	57,7
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	376	375	371	375	371	375	376	376	370
Risco-País (Embi) - em pontos	270	237	208	197	250	205	150	150	150
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	1,9	2,0	2,0	2,0	1,8	1,7	1,5	1,0	1,2
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-3,4	-3,6	-3,5	-3,6	-3,6	-3,8	-4,0	-4,5	-4,7
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	35,1	35,1	35,1	35,4	35,6	35,6	36,5	37,5	37,6
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	60,8	60,0	60,5	59,4	60,2	60,0	62,1	63,8	64,6
Taxa de Crescimento do PIB (%)	2,00	2,00	2,00	1,80	1,30	1,02	0,90	0,60	0,20
Agropecuária (%)	2,90	2,75	3,00	3,00	3,00	2,70	2,50	2,50	1,85
Indústria (%)	2,20	2,00	2,00	1,60	0,58	0,60	0,40	0,23	-0,70
Serviços (%)	2,35	2,00	2,00	1,90	1,42	1,30	1,30	1,00	0,40
- PIB R\$ bilhões	5576	5587	5647	5661	5596	5570	5507	5.522	5.522
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	6,10	6,00	6,00	6,00	5,93	6,00	6,00	5,80	5,85
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

Cenários para a Economia - 2016

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

Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA

Data: 16 de janeiro 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: Alexandre Azara (Modal Asset), Arthur Carvalho (Morgan Stanley), Caio Megale (Itaú), Carlos Kawall (Safra), David Beker (Bank of America), Fernando Rocha (JGP), Gabriel Goulart (Bozano), Guilherme Loureiro (UBS), José Pena Garcia (PortoSeguro), Leonardo Sapienza (Banco Votorantim), Marcelo Carvalho (BNP Paribas), Marcelo Kfoury (Citibank), Marcelo Toledo (Bco. Bradesco), Marina Santos (Mauá Investimentos), Paulo Miguel (GPS), Rodrigo Azevedo (Ibiuna), e Tomas Brisola (BBM).

Participantes ANBIMA: Enilce Leite Melo, Marcelo Cidade, Caroline Teixeira Jorge e Maria Saboia.

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 Salomonde, Carolina Lacerda, Celso Scaramuzza, Jair Ribeiro da Silva Neto, Luciane Ribeiro, Luiz Sorge, Luiz Fernando Figueiredo, Otávio Romagnolli 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