

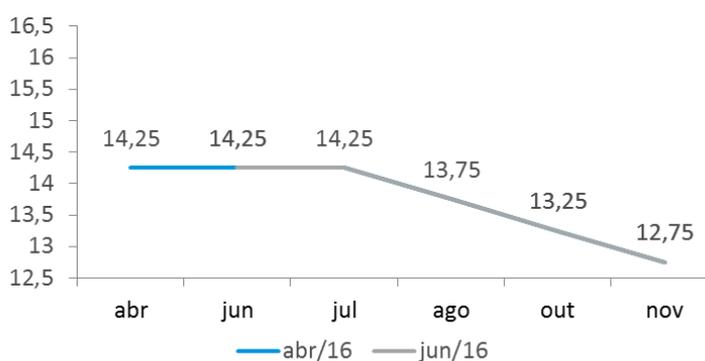
Relatório Econômico

Na última reunião do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA, realizada em 03 de junho de 2016, o debate foi marcado pelas revisões das projeções decorrentes dos resultados de indicadores do mercado doméstico e externo divulgados nas últimas semanas. No Brasil, a trajetória recente dos índices de inflação, acima do previsto pelo mercado, reduziu a possibilidade de uma queda da taxa de juros no curto prazo. Além disso, a queda do PIB do primeiro trimestre, menor do que a esperada, resultou numa melhora inédita das projeções do nível de atividade para 2016 dos economistas do Comitê. Nos Estados Unidos, a decepção com os resultados do mercado de trabalho devem adiar a alta de juros esperada para junho, e sinalizada pelo FED em maio. Mesmo não havendo nenhuma reversão de tendência, as surpresas com esses indicadores reforçam o ambiente de incerteza e a dificuldade de apontar um cenário com maior segurança.

Política Monetária e Juros

No tocante à política monetária, não houve mudanças quanto às projeções da trajetória da meta para a Taxa Selic para 2016 em relação à reunião de abril. Os economistas mantiveram as previsões de redução dos juros para a reunião do Copom de agosto e a expectativa de que a

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



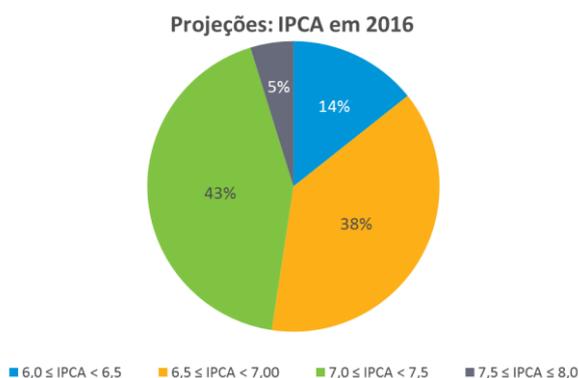
Taxa Selic deverá se situar no patamar de 12,75% a.a. no final do ano.

Apesar da manutenção das projeções entre as reuniões do Comitê, a percepção de riscos em relação aos juros se alterou. Desde a última reunião, se reforçava a expectativa de queda da Taxa Selic em julho, com base nos impactos da forte redução do nível de atividade e da valorização da moeda doméstica, que alimentavam apostas em um cenário mais benigno

para a inflação. As novas incertezas no campo político, que se expressaram em uma desvalorização de 4,2% do Real em maio e, sobretudo, os últimos resultados da inflação, que se situaram acima do previsto pelo mercado, voltaram a reforçar as previsões do início do ciclo de queda dos juros para agosto.

A despeito da percepção de piora da inflação na margem, a revisão da projeção para o IPCA para o ano indicou queda moderada em relação à reunião anterior, o que fez a mediana reduzir de 7,00% para 6,94%. A mínima e a máxima previstas pelo Comitê situaram-se entre 6,00% e 7,5%, tendo o intervalo de 7,0% a 7,5%, concentrado 43% das estimativas.

As projeções para a meta da Taxa Selic para o final do ano estão entre 12,25% e 14,25%, refletindo o grau de incerteza do cenário econômico para o curto e médio prazos. As dúvidas quanto à trajetória da inflação abrangem desde as recorrentes surpresas negativas nos preços dos alimentos até à forma como o novo Banco Central buscará a convergência das expectativas para o centro da meta (4,5%), evento que não acontece desde 2009.



No primeiro caso, os economistas levantaram a hipótese de que a resiliência dos preços dos alimentos poderia estar relacionada à troca de produtos por similares mais baratos pelos trabalhadores em um contexto de queda da sua renda nominal. A elevação da demanda por esses produtos, que apresentam maior peso na composição do índice, poderia resultar em pressões sobre os seus preços, com efeitos significativos nos índices de inflação.

Em relação ao cumprimento da meta de inflação, a maioria dos economistas do Comitê acredita que esse evento não deverá ocorrer nos próximos dois anos. A mediana da previsão para o IPCA em 2017, de 5,34%, mesmo indicando uma melhora em relação à reunião de abril, mostra que o patamar de inflação deverá permanecer acima do centro da meta, em consonância com uma redução dos juros em ritmo mais gradual. A expectativa do Comitê é que a Taxa Selic chegue a 11% ao final do próximo ano.

Para os analistas, uma política de redução gradual dos juros indicará a cautela da Autoridade Monetária ao atuar em um cenário econômico no qual há um dilema relevante entre as decisões de perseguir o cumprimento da meta de inflação e estimular o crescimento do nível de atividade. Os analistas alertaram para o fato de que o balanço dos riscos inflacionários

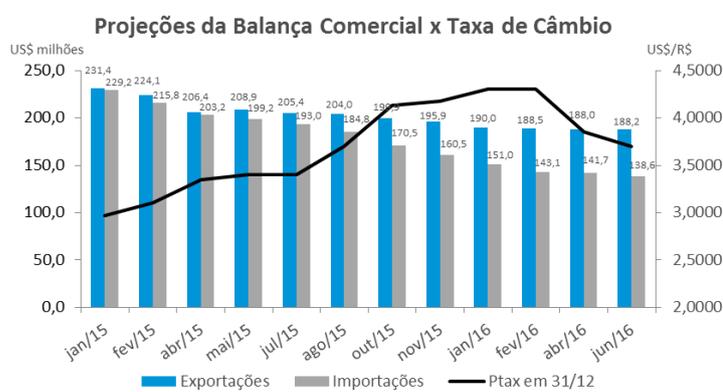
ainda é significativo, seja pelo caráter imprevisível da taxa de câmbio, suscetível às mudanças de humor dos investidores, pelo baixo nível do PIB potencial da economia brasileira ou ainda pela eventual introdução de novos impostos, como a CIDE, que incide nos preços dos combustíveis e que por isso apresenta um elevado grau de difusão sobre os demais preços da economia.

Cenário Externo

Na avaliação dos analistas, a possibilidade de aumento dos juros em junho por parte do FED reduziu-se após o resultado do mercado de trabalho, que apresentou forte redução na geração de vagas. Os economistas alertaram que já havia ocorrido revisões para baixo desse indicador, o que reduz a possibilidade de uma elevação das taxas dos FED Funds no curto prazo. Apesar do baixo dinamismo da balança comercial e do investimento, o Comitê avalia que a economia norte-americana não se encontra em recessão, porém o momento não permite a adoção de uma política monetária restritiva, o que favorece em alguma medida o fluxo de capitais estrangeiros para os mercados emergentes.

Setor Externo

Os crescentes resultados positivos da balança comercial nos últimos meses tem permitido um ajuste nas contas externas brasileiras – a previsão do déficit em conta corrente para 2016 já está abaixo de 1%, e tem contribuído para mitigar a

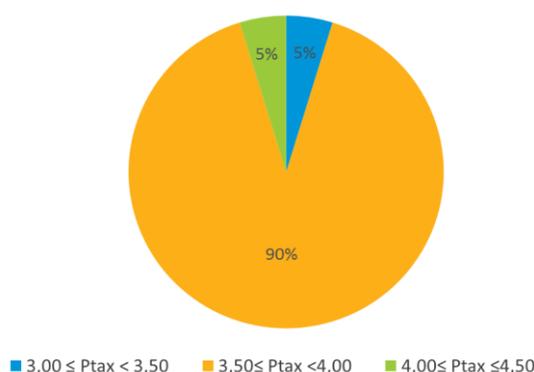


retração do nível de atividade, como foi demonstrado no resultado do PIB do primeiro trimestre deste ano. Para 2016, o Comitê revisou a estimativa do saldo comercial de US\$ 46,3 bilhões para US\$ 49,6 bilhões. Os economistas do Comitê alertaram, porém, que há o risco de que as exportações possam perder dinamismo nos próximos meses, em função de uma redução no ritmo de crescimento do PIB mundial conjugado com a percepção de que a maior parte dos impactos positivos da desvalorização do Real já possa ter ocorrido.

Além disso, foi lembrado que a taxa de câmbio real da indústria doméstica parece menos competitiva, o que é agravado ao se constatar que todos os países da América Latina desvalorizaram suas moedas recentemente. Por fim, outra desvantagem para a economia brasileira é o preço da tarifa elétrica, que por força da correção dos preços subsidiados, sofreu forte elevação nos últimos dois anos situando-se em patamar superior ao dos demais países latino-americanos.

Para o final de 2016, a mediana das projeções do Comitê para a taxa de câmbio ficou em R\$ 3,70, contra R\$ 3,85 da reunião anterior, o que indica uma apreciação da moeda doméstica de 5,24% para o ano. A maioria das estimativas (90%) concentrou-se no intervalo entre R\$ 3,50 e R\$ 4,00. As projeções mínima e máxima foram de R\$ 3,45 e R\$ 4,10, respectivamente.

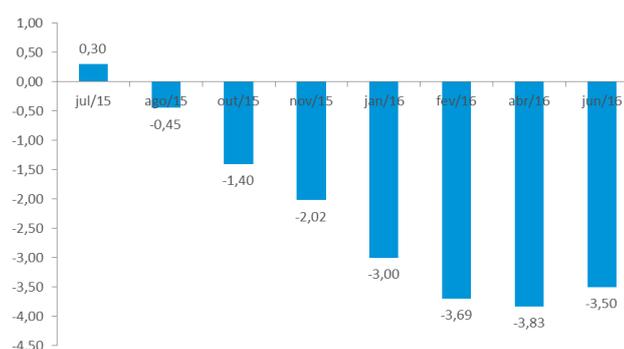
Projeções: PTAX em 31/12/2016



Atividade Econômica

O debate sobre atividade econômica ocorreu à luz das revisões das estimativas do PIB para 2016 após a divulgação do resultado oficial do primeiro trimestre deste ano (-0,3% em relação ao trimestre imediatamente anterior), que ficou acima das expectativas do

Evolução das projeções do crescimento do PIB para 2016 (%)

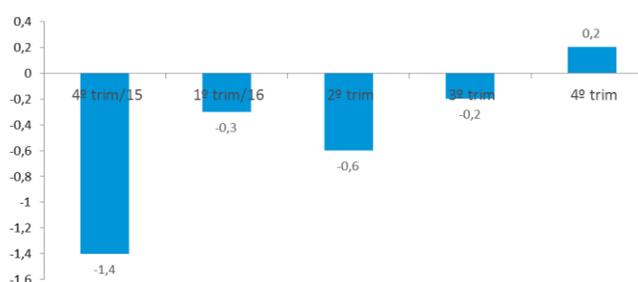


Comitê. Em abril, a previsão dos economistas para o primeiro trimestre era de uma retração de 0,9% da economia. Desta forma, a mediana da projeção do PIB para este ano foi corrigida de -3,83% para -3,50%, a primeira melhora desse indicador desde que começaram a ser coletadas as estimativas do PIB para 2016, na ocasião da reunião do Comitê em janeiro de 2015.

Os economistas do Comitê esperam uma queda mais acentuada do PIB (-0,6%) no segundo trimestre do ano, em função dos efeitos do aumento do desemprego no segmento de serviços. Para os analistas, a economia só deverá apresentar sinais de

recuperação a partir do segundo semestre, quando resultados mais concretos no âmbito fiscal e da inflação permitirem o início do ciclo de redução dos juros e uma consequente elevação do grau de confiança dos agentes econômicos.

Evolução das projeções do PIB trimestral (%)



A partir de então, o ritmo de recuperação da economia brasileira foi o tema que mobilizou a discussão no Comitê. Inicialmente, foi lembrado que historicamente após crises econômicas profundas se observava respostas mais imediatas do nível de atividade aos estímulos de política econômica. Apesar da concordância dos analistas em relação à observação empírica, foi argumentado que no cenário atual, em que a crise reflete um esgotamento do modelo de crescimento baseado no consumo das famílias e do Governo em um contexto de deterioração das contas públicas, parece mais difícil vislumbrar qual seria o determinante para a retomada do crescimento econômico.

Conforme já mencionado, é esperado que a participação positiva do setor externo no PIB, observada no primeiro trimestre, seja limitada nos próximos meses pela menor possibilidade de desvalorizações adicionais da moeda doméstica e pelo fraco crescimento da economia mundial. Além disso, foram lembrados os efeitos contracionista do quadro fiscal sobre os gastos e investimentos do Governo, o elevado nível de endividamento das empresas e os potenciais impactos negativos sobre o consumo da perda de postos do mercado de trabalho. No mercado de crédito, o grau de alavancagem dos tomadores, em especial pessoas jurídicas, e a piora nas condições do empréstimo, que se tornou mais caro, com prazos menores e mais seletivo, poderão postergar os efeitos positivos da redução dos juros, o que será agravado com o encolhimento do financiamento pelo BNDES que, neste cenário de risco, dificilmente será compensado pelo crédito privado no curto prazo. Desta forma, os economistas concluíram que, a despeito das dúvidas quanto ao ritmo de recuperação, um ambiente de negócios favorável aos investimentos, dependerá do desdobramento do processo de desalavancagem das empresas e da recuperação da confiança dos agentes.

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 | fev/16 | abr/16 | jun/16 |
| Taxa SELIC (média -% a.a.) | 12,32 | 11,89 | 12,58 | 12,75 | 12,97 | 13,14 | 13,71 | 14,02 | 15,33 | 14,25 | 13,88 | 13,83 |
| Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.) | 12,20 | 11,50 | 12,00 | 11,75 | 11,75 | 12,00 | 13,00 | 13,25 | 15,25 | 14,25 | 12,75 | 12,75 |
| Desvalorização cambial (%) | 6,45 | 5,08 | 4,69 | 6,16 | 4,62 | 3,50 | 3,25 | 4,38 | 10,12 | 10,12 | -1,40 | -5,24 |
| Ptax em 31/12 | 2,9700 | 3,1000 | 3,3500 | 3,3971 | 3,4000 | 3,7000 | 4,1300 | 4,1750 | 4,3000 | 4,3000 | 3,8500 | 3,7000 |
| Dólar Médio | 2,9200 | 3,0600 | 3,3004 | 3,3450 | 3,3688 | 3,6500 | 4,1000 | 4,1000 | 4,1500 | 4,2100 | 3,8011 | 3,6700 |
| IPCA (%) | 5,78 | 5,51 | 5,70 | 5,60 | 5,50 | 5,67 | 6,50 | 6,90 | 7,05 | 7,32 | 7,00 | 6,94 |
| Preços Livres (%) | 5,90 | 5,80 | 5,55 | 5,40 | 5,50 | 5,69 | 6,35 | 6,82 | 6,87 | 7,00 | 6,90 | 6,90 |
| Preços Administrados (%) | 5,50 | 5,50 | 6,00 | 6,00 | 5,69 | 5,73 | 6,55 | 7,40 | 7,70 | 7,44 | 6,90 | 6,60 |
| IGP-M (%) | 5,60 | 5,50 | 5,80 | 5,80 | 5,70 | 5,80 | 6,30 | 6,52 | 7,00 | 7,80 | 7,45 | 7,43 |
| Balança Comercial (US\$ bilhões) | 2,2 | 8,3 | 3,2 | 9,7 | 12,4 | 19,2 | 29,4 | 35,4 | 39,0 | 45,4 | 46,3 | 49,6 |
| - Exportações | 231,4 | 224,1 | 206,4 | 208,9 | 205,4 | 204,0 | 199,9 | 195,9 | 190,0 | 188,5 | 188,0 | 188,2 |
| - Importações | 229,2 | 215,8 | 203,2 | 199,2 | 193,0 | 184,8 | 170,5 | 160,5 | 151,0 | 143,1 | 141,7 | 138,6 |
| Saldo de Transações Correntes (% PIB) | -3,45 | -3,51 | -3,45 | -3,80 | -3,60 | -3,30 | -2,50 | -2,20 | -1,95 | -1,45 | -1,00 | -0,95 |
| (em US\$ bilhões) | -70,0 | -70,0 | -70,0 | -70,5 | -66,6 | -58,3 | -39,5 | -34,1 | -29,0 | -21,1 | -16,2 | -16,2 |
| Investimento Externo Direto (US\$ bilhões) | 56,3 | 55,2 | 57,6 | 62,0 | 60,0 | 61,0 | 58,8 | 55,0 | 53,8 | 55,2 | 57,4 | 65,0 |
| Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi | 370 | 370 | 372 | 370 | 371 | 370 | 370 | 370 | 367 | 370 | 370 | 370 |
| Risco-País (Embi) - em pontos | 100 | 150 | 200 | 200 | 200 | 270 | 373 | 405 | 528 | 500 | 375 | 370 |
| Resultado do Setor Público - Primário (% PIB) | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 1,6 | 0,7 | 0,3 | -0,4 | -0,9 | -1,0 | -1,5 | -1,6 | -2,2 |
| Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB) | -3,9 | -4,1 | -4,2 | -4,7 | -5,3 | -6,1 | -7,3 | -7,8 | -8,8 | -9,3 | -8,8 | -9,0 |
| Dívida Líquida do Setor Público (% PIB) | 37,7 | 39,3 | 38,7 | 37,1 | 38,2 | 39,2 | 38,8 | 40,3 | 41,0 | 41,5 | 42,6 | 44,0 |
| Dívida Bruta do Setor Público (% PIB) | 64,6 | 66,4 | 66,3 | 65,1 | 67,1 | 69,8 | 71,5 | 73,1 | 74,3 | 74,9 | 74,4 | 74,1 |
| Taxa de Crescimento do PIB (%) | 1,50 | 1,30 | 1,00 | 1,00 | 0,30 | -0,45 | -1,40 | -2,02 | -3,00 | -3,69 | -3,83 | -3,50 |
| Agropecuária (%) | 2,75 | 2,50 | 2,71 | 2,50 | 2,00 | 2,00 | 1,82 | 1,83 | 1,62 | 1,62 | 1,90 | 1,21 |
| Indústria (%) | 1,45 | 1,40 | 0,95 | 1,10 | 0,10 | -0,88 | -2,37 | -4,00 | -5,44 | -6,50 | -6,15 | -5,48 |
| Serviços (%) | 1,51 | 1,40 | 1,00 | 1,00 | 0,40 | -0,33 | -0,80 | -1,50 | -2,20 | -2,80 | -2,99 | -2,66 |
| - PIB R\$ bilhões | 5909 | 5838 | 6307 | 6290 | 6277 | 6247 | 6160 | 6157 | 6185 | 6192 | 6170 | 6154 |
| Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%) | 6,20 | 6,41 | 6,92 | 7,50 | 8,00 | 8,50 | 9,30 | 9,25 | 9,70 | 10,30 | 11,60 | 11,45 |
| 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 | -7,10 | -7,10 | -6,00 |

Cenários para a Economia - 2017

| Variáveis | 2017 | | | |
|---|--------|--------|--------|--------|
| | jan/16 | fev/16 | abr/16 | jun/16 |
| Taxa SELIC (média -% a.a.) | 13,90 | 13,34 | 11,88 | 11,30 |
| Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.) | 13,25 | 13,00 | 11,50 | 11,00 |
| Desvalorização cambial (%) | 3,26 | 4,77 | 4,16 | 2,97 |
| Ptax em 31/12 | 4,4400 | 4,5051 | 4,0100 | 3,8100 |
| Dólar Médio | 4,3500 | 4,4051 | 4,0200 | 3,7500 |
| IPCA (%) | 5,50 | 5,90 | 5,70 | 5,34 |
| Preços Livres (%) | 5,46 | 5,90 | 5,55 | 5,30 |
| Preços Administrados (%) | 5,60 | 5,50 | 5,50 | 5,20 |
| IGP-M (%) | 5,50 | 5,71 | 5,60 | 5,50 |
| Balança Comercial (US\$ bilhões) | 37,0 | 46,1 | 47,7 | 49,1 |
| - Exportações | 193,8 | 198,5 | 196,1 | 197,1 |
| - Importações | 156,8 | 152,4 | 148,4 | 148,0 |
| Saldo de Transações Correntes (% PIB) | -1,50 | -1,04 | -0,75 | -0,78 |
| (em US\$ bilhões) | -20,0 | -15,5 | -11,9 | -14,0 |
| Investimento Externo Direto (US\$ bilhões) | 52,3 | 52,3 | 52,6 | 65,0 |
| Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi | 369 | 370 | 370 | 371 |
| Risco-País (Embi) - em pontos | 437 | 500 | 347 | 347 |
| Resultado do Setor Público - Primário (% PIB) | -0,5 | -1,1 | -1,5 | -1,5 |
| Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB) | -6,5 | -8,1 | -8,1 | -7,9 |
| Dívida Líquida do Setor Público (% PIB) | 44,0 | 46,2 | 47,3 | 49,0 |
| Dívida Bruta do Setor Público (% PIB) | 78,6 | 79,9 | 79,6 | 78,7 |
| Taxa de Crescimento do PIB (%) | 1,00 | 0,50 | 0,50 | 1,00 |
| Agropecuária (%) | 2,05 | 2,00 | 2,05 | 2,00 |
| Indústria (%) | 1,67 | 0,60 | 0,60 | 1,70 |
| Serviços (%) | 0,26 | 0,33 | 0,32 | 1,00 |
| - PIB R\$ bilhões | 6584 | 6564 | 6508 | 6575 |
| Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%) | 10,15 | 11,31 | 12,58 | 12,50 |
| Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano) | 2,00 | 0,60 | 0,80 | 1,50 |

Data: 03 de junho 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 – Banco Bradesco

Economistas Presentes: Adauto Lima (Western), Alexandre Azara (Mauá Sekular), Andrei Spacov (Gávea), Cassiana Fernandes (JP Morgan,) Caio Megale (Itaú), Carlos Kawall (Bco. Safra), Cláudio Ferraz (BTG Pactual), Felipe Tâmega (Itaú Asset), Fernando Honorato Barbosa (Banco Bradesco), Fernando Rocha (JGP), Guilherme Loureiro (UBS), Leonardo Sapienza (Banco Votorantim), Marcelo Carvalho (BNP Paribas), Marcelo Salomon (BW), Marcelo Toledo (BRAM), Mário Mesquita (Brasil Plural), Maurício Molan (Santander), Rodrigo Azevedo (Ibiuna) e Tomás Brisola

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

Redação: Marcelo Cidade