

Relatório Econômico

Na última reunião do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA, realizada em 24 de julho de 2015, o debate foi concentrado nas dúvidas em relação à trajetória da economia após a revisão da meta fiscal pelo Governo, que se situou em um patamar abaixo do esperado pelos analistas. A reação imediata do mercado, refletida na revisão dos preços dos ativos financeiros e das projeções econômicas, criou um ambiente de incerteza que abrange desde a próxima decisão do Copom sobre a meta da taxa Selic, em 29/7, até a trajetória da dívida pública no longo prazo. A percepção inicial dos economistas do Comitê é que a retomada para um crescimento econômico sustentável deverá levar mais tempo do que inicialmente previsto, o que vai exigir novas sinalizações do Governo, na área política e econômica, que induzam a recuperação da confiança dos investidores.

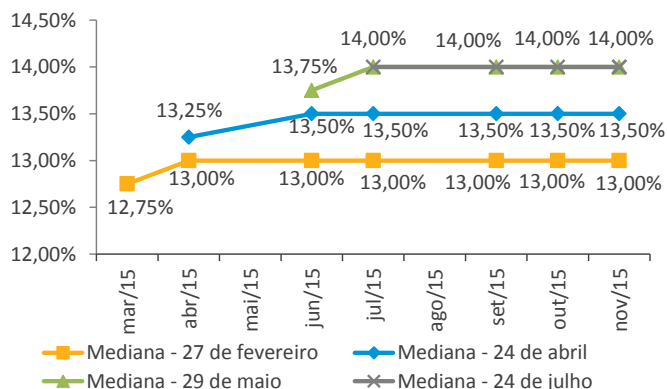
Política Monetária e Juros

No tocante à política monetária, a principal dúvida é se a trajetória dos juros compensará o menor esforço fiscal ou atuará no mesmo sentido daquele, o que equivaleria a uma atenuação dos aumentos e, eventualmente, a conclusão do ciclo restritivo. Neste contexto, a mediana das projeções da meta da taxa Selic

para 2015 aponta um aumento de 25 pontos base na reunião do Copom de julho/15, e a manutenção da taxa em 14,00% no restante do ano. Ao contrário de ocasiões anteriores, as estimativas dos economistas ficaram divididas entre aumentos de 25 e 50 pontos base (14,00% e 14,25%, respectivamente), refletindo a incerteza da conjuntura econômica atual.

Antes da revisão da meta fiscal, a expectativa de aumento de 25 pontos base era predominante e indicava que o ciclo de elevação dos juros se encerraria em julho, em função

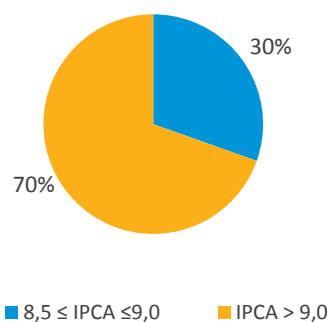
Projeções da Meta da Taxa Selic para 2015 (% a.a.)



dos sinais de desaquecimento da economia, sobretudo no mercado de trabalho. Com a mudança, e em um contexto de piora do balanço de riscos inflacionários – a projeção da ANBIMA para o IPCA acumulado em 12 meses de agosto indica uma variação de 9,56% - surgiram apostas de 50 pontos base e até mesmo de um aumento adicional de 25 pontos base em setembro, com a meta da taxa Selic se estabilizando em 14,50%.

Em relação às projeções de inflação, a mediana do IPCA para 2015 elevou-se de 8,5% para 9,1% em comparação à reunião de maio. As estimativas que superaram 9,0% representaram 70% das apostas entre os analistas do Comitê, com o restante das previsões situando-se no intervalo entre 8,5% e 9,0%. Os números do IPCA mostram uma piora das expectativas inflacionárias em relação a maio. Na ocasião, nenhuma projeção situou-se acima de 9,0%. Para 2016, as projeções do Comitê permanecem acima da meta oficial de 4,5%, indicando uma inflação de 5,50% para o período.

Projeções: IPCA em 2015



Alguns analistas ressaltaram a preocupação com a resiliência inflacionária no setor de serviços. Além disso, foi lembrado que em um cenário prospectivo de maior incerteza, desvalorizações adicionais do Real poderiam ter efeitos não desprezíveis sobre os preços domésticos. Entretanto, parte dos economistas do Comitê lembraram que o repasse do câmbio para os preços (conhecido na literatura como *pass-through*) perdeu impacto em função da retração do nível de atividade, que já está refletindo no mercado de trabalho, quadro que deverá permanecer nos próximos meses decorrente dos efeitos defasados da política monetária restritiva e do ambiente de baixa confiança dos agentes econômicos.

No final do debate sobre inflação e juros, os analistas do Comitê reforçaram as apostas de que a política monetária não deve compensar a redução da meta fiscal. Foi lembrado que o histórico do Banco Central não mostra posturas compensatórias em relação às demais políticas econômicas. Desta forma, os economistas concluíram que a opção por um aumento de 25 ou 50 pontos base na meta da taxa Selic na próxima reunião do Copom não deverá ser avaliada apenas à luz da mudança da meta do superávit primário e que o balanço dos riscos inflacionários deverá continuar ser o principal parâmetro de referência para a trajetória dos juros.

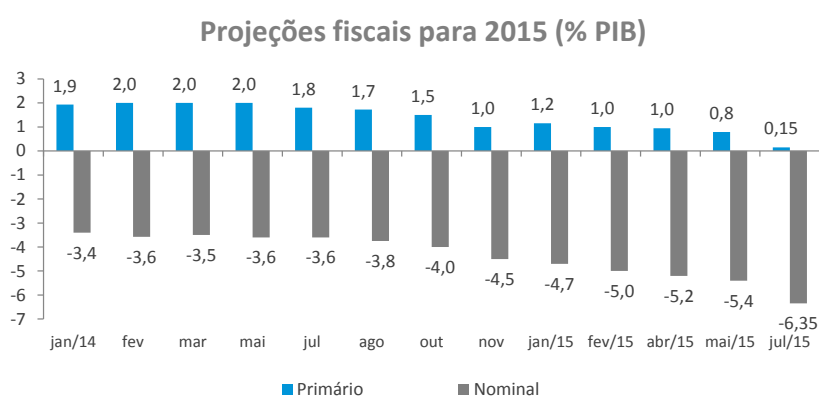
Política Fiscal e Atividade Econômica

Na avaliação do Comitê, a redução da meta de superávit primário do Governo de 1,2% para 0,15% do PIB revela aspectos relacionados à questão fiscal que não pareceram claros no decorrer do primeiro semestre. Para os analistas, o passivo fiscal do Governo teria sido subestimado, assim como os efeitos da desaceleração econômica sobre a receita tributária e das dificuldades impostas pelo Congresso para aprovação das medidas do Governo de cortes de gastos e aumentos de impostos.

Os economistas do Comitê lembraram que nos últimos meses os resultados das contas públicas já mostravam que não seria factível alcançar um superávit de 1,2% do PIB neste ano. Na reunião de maio, a mediana da projeção do Comitê para o resultado primário havia sido reduzida de 1,0% para 0,8% do PIB e indicava a necessidade do Governo rever a meta estipulada, pois os agentes acreditavam que a adoção de objetivos mais realistas poderia reforçar a credibilidade na política econômica. Vale ressaltar, que após o anúncio do Governo, o Comitê revisou a mediana do superávit primário para 0,15%, igual à meta oficial. As estimativas dos analistas variaram entre a mínima de 0,0% e a máxima de 0,20% do PIB

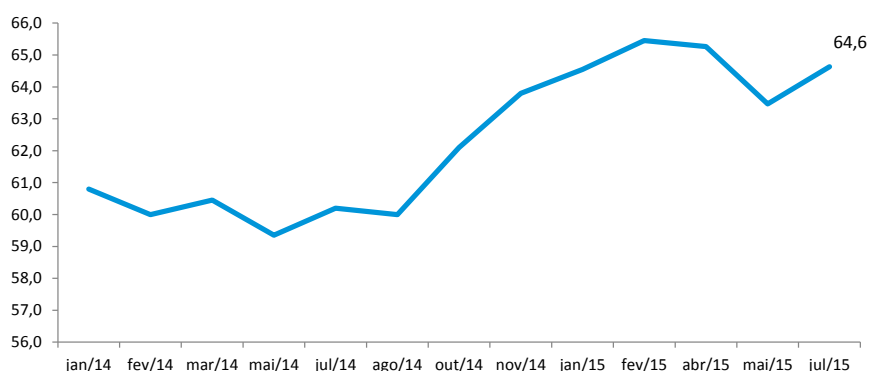
A frustração dos economistas com a nova meta abaixo da esperada é que ela não se resume a 2015, pois o Governo reduziu o superávit primário também para 2016 (de 2,0% para 0,7%) e 2017 (de 2,0% para 1,3%). Esses novos parâmetros sinalizam que o ajuste fiscal será

mais gradual do que o esperado, o que coloca em dúvida a capacidade do Governo de entregar resultados positivos, levando-se em conta o contexto de redução de crescimento para os próximos meses - que continuará comprometendo a arrecadação tributária - e a rigidez das despesas orçamentárias, que expõem os limites do Governo no campo econômico e político.



Para o Comitê, o cenário econômico restritivo reforça a preocupação dos economistas quanto à evolução da relação entre a dívida bruta e o PIB, considerada na avaliação dos investidores uma variável relevante para a

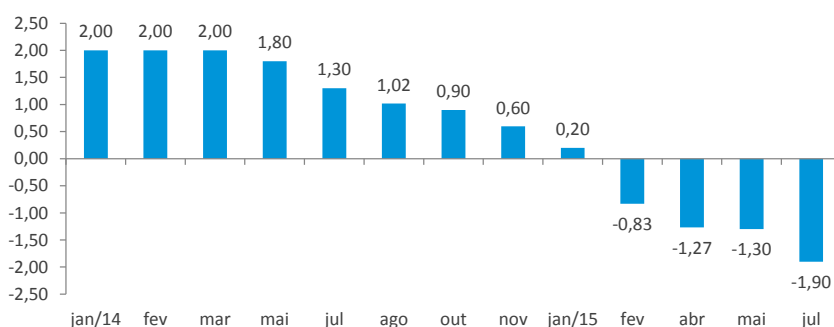
Evolução da projeção da Dívida Bruta para 2015 (% PIB)



sustentabilidade das contas públicas. Com isto, em relação à última reunião, a mediana das projeções do Comitê passou de 63,5% para 64,6% do PIB para 2015, e de 65,1% para 67,1% do PIB para 2016. Desta forma, o Comitê indicou que os riscos de perda do grau de investimento da economia brasileira se tornaram relevantes, o que traria impactos negativos nos fluxos de investimentos externos no país, sobretudo naqueles relacionados aos títulos corporativos e de maturidades de longo prazo.

Na opinião dos analistas, a reação dos indicadores de mercado logo após o anúncio da nova meta fiscal refletiu a percepção de piora do quadro econômico. Foi ressaltado que um quadro de aumento das taxas de

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



juros de longo prazo, desvalorização do Real e queda na Bolsa deve aprofundar a recessão e restringir a oferta de crédito na economia. Nesse sentido, o Comitê revisou para baixo as previsões do PIB para 2015 (de -1,30% para -1,90%) e 2016 (de 1,0% para 0,30%).

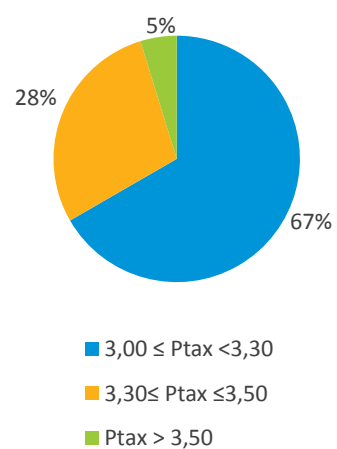
Setor Externo

Para os analistas do Comitê, a desvalorização da moeda doméstica combinada com a recessão econômica deve contribuir para a melhora das projeções das contas externas. Por enquanto, as previsões do Comitê indicaram uma queda de 4,5% nas importações em 2015 em relação ao que era previsto na reunião de maio, enquanto para as exportações as projeções ainda indicam uma redução de -0,3% no mesmo período. Desta forma, o saldo comercial previsto pelo Comitê para este ano passou de US\$ 1,3 bilhão para US\$ 9,4 bilhões,

o que contribuiu para a redução do déficit esperado em conta corrente de 4,3% para 4,1% do PIB.

Para o final de 2015, o Comitê revisou a mediana da projeção da taxa de câmbio de R\$ 3,20 para R\$ 3,25, o que corresponde a uma desvalorização de 22,4% do Real. As estimativas ficaram concentradas no intervalo entre R\$ 3,00 e R\$ 3,30, correspondendo a 67% das apostas. O restante, equivalente a 28% das projeções, situou-se entre R\$ 3,30 e R\$ 3,50. Essas estimativas decorrem da avaliação de que o fraco ritmo de atividade deve conter a desvalorização da moeda doméstica, ressalvada, porém, a possibilidade de uma eventual perda do grau de investimento induzir uma revisão das projeções, refletindo a expectativa de aumento das cotações para patamares acima das projeções atuais.

Projeções: PTAX em 31/12/2015



Cenários para a Economia - 2015

Variáveis	2014							
	jan	fev	mar	mai	jul	ago	out	nov
Taxa SELIC (média -% a.a.)	11,50	11,83	11,84	12,03	11,80	11,67	11,60	12,30
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	11,63	12,00	12,00	12,25	12,00	12,00	12,00	12,50
Desvalorização cambial (%)	2,04	4,00	6,12	4,90	6,64	4,17	4,00	8,00
Ptax em 31/12	2,5000	2,6000	2,6000	2,5700	2,5700	2,5000	2,6000	2,7000
Dólar Médio	2,5000	2,5500	2,5500	2,5021	2,5000	2,4969	2,5488	2,6250
IPCA (%)	5,70	5,73	6,00	6,26	6,35	6,30	6,55	6,61
Preços Livres (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Preços Administrados (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
IGP-M (%)	5,50	5,70	5,90	6,00	6,00	6,00	5,50	5,95
Balança Comercial (US\$ bilhões)	13,0	12,7	11,4	7,9	8,2	7,6	8,1	4,6
- Exportações	269,4	268,0	254,9	253,1	253,4	253,0	252,1	233,9
- Importações	256,5	255,3	243,6	245,2	245,2	245,4	244,0	229,3
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-3,00	-3,21	-3,19	-3,20	-3,30	-3,35	-3,49	-3,51
(em US\$ bilhões)	-70,0	-68,0	-68,0	-69,4	-71,5	-74,0	-76,2	-75,4
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	50,0	54,3	53,1	52,0	55,0	56,1	56,1	58,2
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	376	375	371	375	371	375	376	376
Risco-País (Embi) - em pontos	270	237	208	197	250	205	150	150
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	1,9	2,0	2,0	2,0	1,8	1,7	1,5	1,0
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-3,4	-3,6	-3,5	-3,6	-3,6	-3,8	-4,0	-4,5
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	35,1	35,1	35,1	35,4	35,6	35,6	36,5	37,5
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	60,8	60,0	60,5	59,4	60,2	60,0	62,1	63,8
Taxa de Crescimento do PIB (%)	2,00	2,00	2,00	1,80	1,30	1,02	0,90	0,60
Agropecuária (%)	2,90	2,75	3,00	3,00	3,00	2,70	2,50	2,50
Indústria (%)	2,20	2,00	2,00	1,60	0,58	0,60	0,40	0,23
Serviços (%)	2,35	2,00	2,00	1,90	1,42	1,30	1,30	1,00
- PIB R\$ bilhões	5576	5587	5647	5661	5596	5570	5507	5.522
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	6,10	6,00	6,00	6,00	5,93	6,00	6,00	5,80
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	1,72	2,20	2,30	2,20	1,50	1,00	0,75	0,00

Cenários para a Economia - 2015

Variáveis	2015				
	jan/15	fev/15	abr/15	mai/15	jul/15
Taxa SELIC (média -% a.a.)	12,46	12,82	13,11	13,33	13,50
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	12,50	13,00	13,50	14,00	14,00
Desvalorização cambial (%)	5,04	11,06	12,94	20,47	22,36
Ptax em 31/12	2,7900	2,9500	3,2000	3,2000	3,2500
Dólar Médio	2,7300	2,8700	3,1000	3,0863	3,1024
IPCA (%)	6,82	7,50	8,22	8,47	9,10
Preços Livres (%)	6,15	6,35	6,60	6,77	7,30
Preços Administrados (%)	8,60	11,65	13,00	14,10	15,25
IGP-M (%)	5,70	5,80	6,52	6,60	7,32
Balança Comercial (US\$ bilhões)	3,8	5,8	2,4	1,3	9,4
- Exportações	225,4	213,1	197,8	195,3	194,7
- Importações	221,6	207,4	195,5	194,0	185,3
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-3,70	-3,95	-3,80	-4,30	-4,10
(em US\$ bilhões)	-75,3	-76,0	-73,8	-79,9	-78,0
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	57,7	55,0	58,0	65,0	65,5
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	370	370	371	370	370
Risco-País (Embi) - em pontos	150	162	260	260	270
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	1,2	1,0	1,0	0,8	0,15
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-4,7	-5,0	-5,2	-5,4	-6,35
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	37,6	38,5	38,0	36,0	36,1
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	64,6	65,5	65,3	63,5	64,6
Taxa de Crescimento do PIB (%)	0,20	-0,83	-1,27	-1,30	-1,90
Agropecuária (%)	1,85	1,10	1,00	1,15	2,10
Indústria (%)	-0,70	-2,70	-4,00	-4,49	-4,00
Serviços (%)	0,40	0,00	-0,60	-0,56	-1,15
- PIB R\$ bilhões	5.522	5.474	5.901	5.900	5.891
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	5,85	5,98	6,10	6,50	6,70
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	-0,30	-3,00	-4,00	-4,50	-6,00

Cenários para a Economia - 2016

Variáveis	2016				
	jan/15	fev/15	abr/15	mai/15	jul/15
Taxa SELIC (média -% a.a.)	12,32	11,89	12,58	12,75	12,97
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	12,20	11,50	12,00	11,75	11,75
Desvalorização cambial (%)	6,45	5,08	4,69	6,16	4,62
Ptax em 31/12	2,9700	3,1000	3,3500	3,3971	3,4000
Dólar Médio	2,9200	3,0600	3,3004	3,3450	3,3688
IPCA (%)	5,78	5,51	5,70	5,60	5,50
Preços Livres (%)	5,90	5,80	5,55	5,40	5,50
Preços Administrados (%)	5,50	5,50	6,00	6,00	5,69
IGP-M (%)	5,60	5,50	5,80	5,80	5,70
Balança Comercial (US\$ bilhões)	2,2	8,3	3,2	9,7	12,4
- Exportações	231,4	224,1	206,4	208,9	205,4
- Importações	229,2	215,8	203,2	199,2	193,0
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-3,45	-3,51	-3,45	-3,80	-3,60
(em US\$ bilhões)	-70,0	-70,0	-70,0	-70,5	-66,6
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	56,3	55,2	57,6	62,0	60,0
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	370	370	372	370	371
Risco-País (Embi) - em pontos	100	150	200	200	200
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	2,0	2,0	2,0	1,6	0,7
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-3,9	-4,1	-4,2	-4,7	-5,3
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	37,7	39,3	38,7	37,1	38,2
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	64,6	66,4	66,3	65,1	67,1
Taxa de Crescimento do PIB (%)	1,50	1,30	1,00	1,00	0,30
Agropecuária (%)	2,75	2,50	2,71	2,50	2,00
Indústria (%)	1,45	1,40	0,95	1,10	0,10
Serviços (%)	1,51	1,40	1,00	1,00	0,40
- PIB R\$ bilhões	5909	5838	6307	6290	6277
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	6,20	6,41	6,92	7,50	8,00
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	2,00	1,00	1,00	1,00	0,35

Data: 24 de julho 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), Andrei Spacov (Gávea), Arthur Carvalho (Morgan Stanley), Bernard Gonin (Bozano), Cassiana Fernandes (JP Morgan) Cláudio Ferraz (BTG Pactual), Fernando Gonçalves (Vinci), Fernando Honorato (BRAM), Fernando Rocha (JGP), Guilherme Loureiro (UBS), Leonardo Sapienza (Banco Votorantim), Marcelo Carvalho (BNP Paribas), Marcelo Kfoury (Citibank), Marcelo Salomon (BW), Marcelo Toledo (Bco. Bradesco), Marina Santos (Mauá Investimentos), Constantin Jancso (HSBC) e Tomas Brisola (BBM).

Participantes ANBIMA: Dalton Boechat, Denise Pavarina (Presidente da ANBIMA), Enilce Leite Melo, Marcelo Cidade, Patrícia Herculano e Valéria Coelho.

Redação: Marcelo Cidade.