

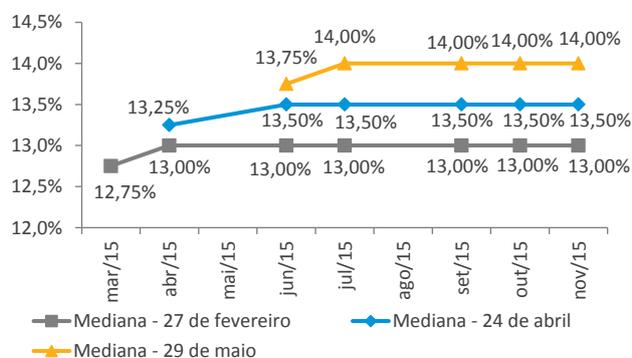
Relatório Econômico

Na última reunião do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA, realizada em 29 de maio de 2015, o debate foi marcado pela percepção da piora do nível de atividade, que começou a refletir mais intensamente os efeitos da política monetária contracionista e do esforço fiscal em curso. A retração da economia com impacto no mercado de trabalho e o cenário político ilustram as repercussões dessas políticas de ajuste enquanto a resiliência inflacionária torna a conjuntura mais desafiadora e eleva as apostas quanto ao maior tempo necessário para a convergência da inflação à meta e definição de um ambiente econômico mais construtivo.

Política Monetária e Juros

No tocante à política monetária, a mediana das projeções da meta da taxa Selic aponta um aumento de 50 pontos base na reunião do Copom de junho/15 e mais 25 pontos base em julho, com a meta da taxa Selic permanecendo em 14,00% no restante do ano. Vale atentar que em todas as reuniões do Comitê nesse semestre, os analistas postergaram a expectativa de interrupção do fim do ciclo de alta da taxa Selic. Em abril, havia a expectativa de que o ciclo de alta se encerrasse em junho no patamar de 13,50%.

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



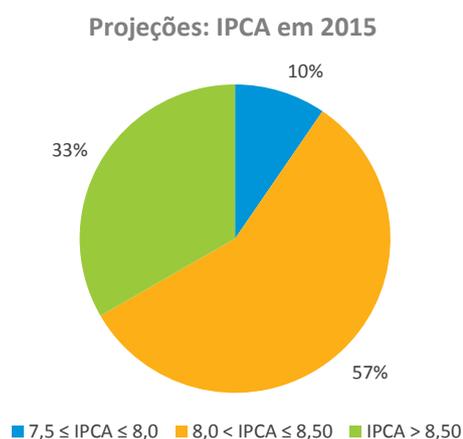
Para os economistas do Comitê, a sinalização dada pelo Banco Central de que o ciclo de alta dos juros se manterá enquanto não houver a convergência das expectativas de inflação para o centro da meta prevista para 2016 (4,5%) levou os economistas a revisarem suas projeções e apostarem em uma taxa Selic mais alta e com vigência por mais tempo em 2015. Ainda assim, para 2016, a estimativa dos economistas indica uma inflação superior a 4,5%, com a mediana do IPCA registrando uma variação de 5,60%. Vale atentar que não houve nenhuma

ocorrência de projeção abaixo de 5,0% entre os analistas do Comitê. A aposta mais baixa aponta uma inflação de 5,20% no período.

A avaliação dos economistas é que a tarefa do Governo em atingir 4,5% para o ano que vem tornou-se mais desafiadora em face da trajetória da inflação corrente. As projeções mensais do Comitê para o IPCA indicam uma taxa de inflação acumulada em 12 meses de 8,28% e 8,30%, para maio e junho, respectivamente. Esse patamar é resultado da resiliência da inflação de serviços que mantém pressionada as expectativas inflacionárias, da correção dos preços administrados e dos impactos da desvalorização do Real em maio sobre os preços domésticos. A despeito do cenário de retração no nível de atividade, a percepção é de que o impacto de choques de oferta nos preços se mantém relevante, sobretudo naqueles relacionados a energia e combustíveis.

Para a próxima reunião do Copom, um aumento de 50 pontos base é a aposta predominante entre os analistas, embora ainda se possa observar alguma incerteza quanto à trajetória da meta para a taxa Selic em 2015, já que as estimativas para o final do ano variam entre 12,50% e 14,25%. Além disso, a perspectiva de que o PIB poderá apresentar queda ainda mais relevante nesse segundo trimestre aumentou a expectativa dos economistas quanto às sinalizações do Banco Central sobre a decisão que será tomada na reunião do Copom que ocorrerá em 28 e 29 de julho.

Em relação às projeções de inflação, a mediana do IPCA para 2015 elevou-se de 8,2% para 8,5% em comparação a abril. Como na reunião anterior, a maioria das estimativas se concentrou entre 8,0% e 8,5%, porém com uma redução do percentual de apostas neste intervalo de 64% para 57%. Vale destacar que 33% das projeções ficaram acima de 8,5%, um aumento significativo em relação à reunião de abril, que naquela ocasião havia registrado 10% do total das projeções.



Os economistas observaram uma menor pressão nos preços dos alimentos, o que poderá resultar em uma queda da inflação do segmento em 12 meses, de 7% para 4%. Mesmo assim, os analistas lembraram que há riscos de uma piora das expectativas inflacionárias para 2016, principalmente pela magnitude da indexação dos preços administrados, que, para terem os valores preservados, deverão ser corrigidos por parte expressiva da inflação

corrente. Além disso, os efeitos de transmissão da desvalorização cambial nos preços domésticos – principalmente os relacionados aos bens *tradables* - não devem ser subestimados num contexto de recuperação gradual da economia e de um provável ciclo de alta dos juros norte-americanos. Para 2016, o Comitê projeta uma mediana da taxa de câmbio de R\$ 3,40, o que corresponde a uma desvalorização de 6,2% no período.

Ao final do debate sobre inflação e juros, parte dos analistas do Comitê avaliou como positiva uma eventual elevação do centro da meta de inflação para 2016, para 5,00%, com estreitamento da banda para algo em torno de 1% para cima e para baixo. A nova meta seria, no curto prazo, mais compatível com os atuais limites da política monetária em um contexto de retração da economia, e asseguraria, ao longo do tempo, a ancoragem das expectativas de inflação.

Cenário externo

Em relação ao cenário externo, a avaliação dos analistas é que não houve mudanças significativas o suficiente para afetar as expectativas dos agentes em relação à última reunião. Para as instituições estrangeiras participantes do Comitê, o aumento na taxa de juros norte-americana deverá ocorrer no final do ano ou no máximo até o primeiro trimestre de 2016. Em termos gerais, foi destacada a recuperação da economia europeia após cinco anos de retração, creditada ao *Quantitative Easing* implementado na região no primeiro trimestre do ano. A valorização do dólar no mercado internacional nas últimas semanas também foi analisada pelo Comitê, que não observou qualquer mudança nas estratégias dos investidores que possa sinalizar comprometimento do fluxo de recursos externos para os mercados emergentes.

Impactos do cenário externo na economia brasileira

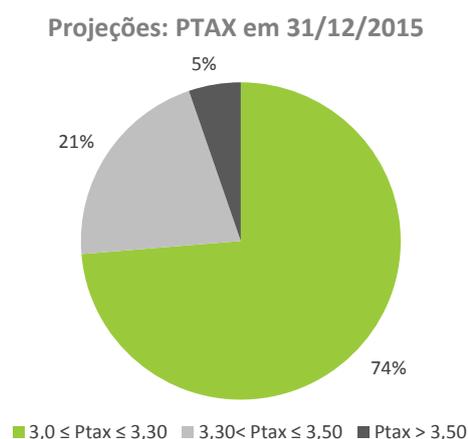
Para os analistas do Comitê, a piora crescente no *déficit* em conta corrente – o Comitê revisou a mediana de 4,0% para 4,3% - poderá provocar um ajuste na taxa de câmbio, com desvalorizações adicionais do Real. A maior competitividade no câmbio, contudo, não deverá resultar em

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



melhora do resultado comercial no médio prazo, já que a estimativa do saldo das transações comerciais para 2015 reduziu-se de US\$ 2,4 bilhões para US\$ 1,3 bilhão. Para 2016, é esperada uma recuperação do setor, com superávit comercial de US\$ 9,7 bilhões e redução do déficit em conta corrente para 3,8% do PIB. Na opinião dos economistas, essa recuperação se dará pela redução das importações, decorrente da retração da demanda doméstica, conjugada com o maior dinamismo da demanda externa, ainda que em menor intensidade, estimulada pela recuperação das economias americana e europeia, e pelo crescimento moderado da economia chinesa.

Para o final de 2015, a mediana da projeção da taxa de câmbio foi mantida em R\$ 3,20, o que corresponde a uma desvalorização de 20,5% do Real para o ano. Entre as estimativas do Comitê, 74% das previsões concentraram-se no intervalo entre R\$ 3,00 e R\$ 3,30. A mudança mais significativa em relação à reunião anterior foi relacionada ao conjunto de projeções que se situou acima de R\$ 3,50 e que representou 5% do total das apostas.



Atividade Econômica e Política Fiscal

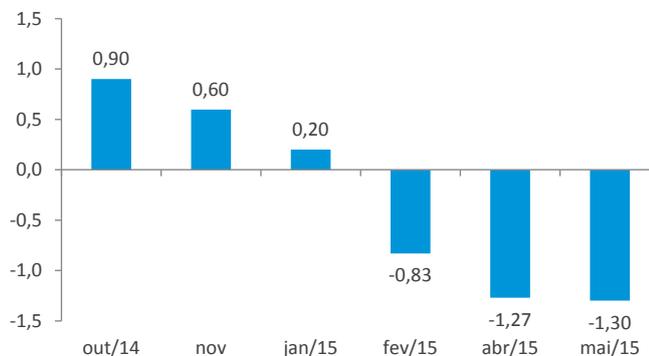
Em relação ao nível de atividade, houve consenso de que os indicadores divulgados em maio sugerem uma retração ainda mais significativa da economia no segundo trimestre relativamente ao primeiro. Essa percepção foi reforçada com o resultado do PIB do primeiro trimestre, que apontou uma surpreendente redução do consumo das famílias no período. Desta forma, os analistas acreditam que a permanência de estoques altos na economia pode comprometer até a recuperação moderada prevista para o terceiro trimestre, o que deve reforçar o viés de baixa nas expectativas dos investidores quanto à trajetória da economia brasileira em 2015.

Os economistas do Comitê ressaltaram que os resultados recentes no mercado de trabalho – segmento que até pouco tempo estava resiliente às medidas contracionistas – mostram um desaquecimento no setor, refletido no aumento da taxa de desemprego e redução da renda real. Além disso, ocorreu uma restrição no crédito, um maior comprometimento da renda dos agentes e uma consequente elevação da inadimplência, sobretudo nas operações

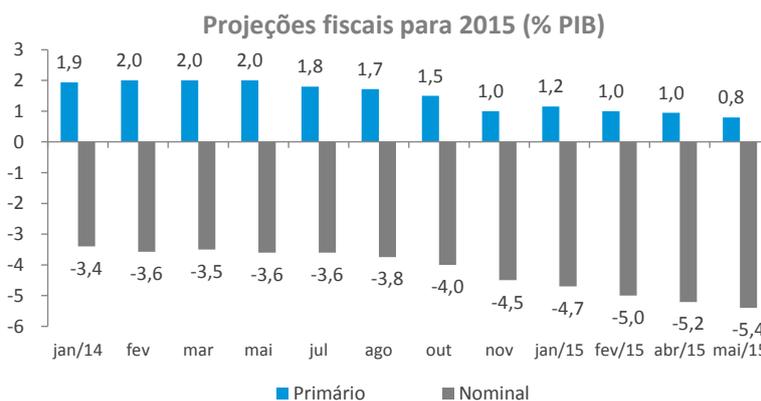
envolvendo pessoas jurídicas. A maior seletividade do crédito à pessoa física talvez justifique o menor impacto observado nesse segmento até o momento.

Desta forma, a estimativa do Comitê para o PIB de 2015 foi revisada para baixo, com a mediana apontando retração de 1,30% contra 1,22% da reunião de abril. A taxa de desemprego também foi corrigida para o mesmo período, de 6,1% para 6,5%. Para 2016, permanece a previsão de crescimento de 1,0%, porém com uma taxa de desemprego para o final do período no patamar de 7,5%.

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



No tocante à questão fiscal, os analistas do Comitê avaliaram que questões de ordem política vêm dificultando a aprovação dos cortes de gastos propostos pelo Governo, o que torna menos factível o cumprimento da meta de



superávit primário de 1,2% do PIB para 2015, agravado por um contexto de queda da receita tributária. A redução da mediana da projeção do superávit para 2015, de 0,95% para 0,79% do PIB, reflete a avaliação dos economistas. Para 2016, o Comitê reduziu sua estimativa de resultado primário de 1,99% para 1,60%, que fica mais distante da meta de 2% estipulada pelo Governo.

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	abr/15	mai/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	13,11	13,33
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	13,50	14,00
Desvalorização cambial (%)	2,04	4,00	6,12	4,90	6,64	4,17	4,00	8,00	5,04	11,06	12,94	20,47
Ptax em 31/12	2,5000	2,6000	2,6000	2,5700	2,5700	2,5000	2,6000	2,7000	2,7900	2,9500	3,2000	3,2000
Dólar Médio	2,5000	2,5500	2,5500	2,5021	2,5000	2,4969	2,5488	2,6250	2,7300	2,8700	3,1000	3,0863
IPCA (%)	5,70	5,73	6,00	6,26	6,35	6,30	6,55	6,61	6,82	7,50	8,22	8,47
Preços Livres (%)	-	-	-	-	-	-	-	-	6,15	6,35	6,60	6,77
Preços Administrados (%)	-	-	-	-	-	-	-	-	8,60	11,65	13,00	14,10
IGP-M (%)	5,50	5,70	5,90	6,00	6,00	6,00	5,50	5,95	5,70	5,80	6,52	6,60
Balança Comercial (US\$ bilhões)	13,0	12,7	11,4	7,9	8,2	7,6	8,1	4,6	3,8	5,8	2,4	1,3
- Exportações	269,4	268,0	254,9	253,1	253,4	253,0	252,1	233,9	225,4	213,1	197,8	195,3
- Importações	256,5	255,3	243,6	245,2	245,2	245,4	244,0	229,3	221,6	207,4	195,5	194,0
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	-3,80	-4,30
(em US\$ bilhões)	-70,0	-68,0	-68,0	-69,4	-71,5	-74,0	-76,2	-75,4	-75,3	-76,0	-73,8	-79,9
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	58,0	65,0
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	376	375	371	375	371	375	376	376	370	370	371	370
Risco-País (Embi) - em pontos	270	237	208	197	250	205	150	150	150	162	260	260
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	1,0	0,8
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	-5,2	-5,4
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	38,0	36,0
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	65,3	63,5
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	-1,27	-1,30
Agropecuária (%)	2,90	2,75	3,00	3,00	3,00	2,70	2,50	2,50	1,85	1,10	1,00	1,15
Indústria (%)	2,20	2,00	2,00	1,60	0,58	0,60	0,40	0,23	-0,70	-2,70	-4,00	-4,49
Serviços (%)	2,35	2,00	2,00	1,90	1,42	1,30	1,30	1,00	0,40	0,00	-0,60	-0,56
- PIB R\$ bilhões	5576	5587	5647	5661	5596	5570	5507	5.522	5.522	5.474	5.901	5.900
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	6,10	6,50
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	-4,00	-4,50

Cenários para a Economia - 2016

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

Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA

Data: 29 de maio 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: Adauto Lima (Western), Alexandre Azara (Modal Asset), Andrei Spacov (Gávea), Arthur Carvalho (Morgan Stanley), Caio Megale (Itaú), Carlos Kawall (Safra), Cassiana Fernandes (JP Morgan) Cláudio Ferraz (BTG Pactual), Fernando Rocha (JGP), Guilherme Loureiro (UBS), José Pena Garcia (PortoSeguro), Leonardo Sapienza (Banco Votorantim), Marcelo Carvalho (BNP Paribas), Marcelo Toledo (Bco. Bradesco), Marina Santos (Mauá Investimentos), Maurício Molan (Santander), Paulo Miguel (GPS) e Tomas Brisola (BBM).

Participantes ANBIMA: Caroline Teixeira Jorge, Enilce Leite Melo, Marcelo Cidade e Saša Markus (Diretor da ANBIMA).

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 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