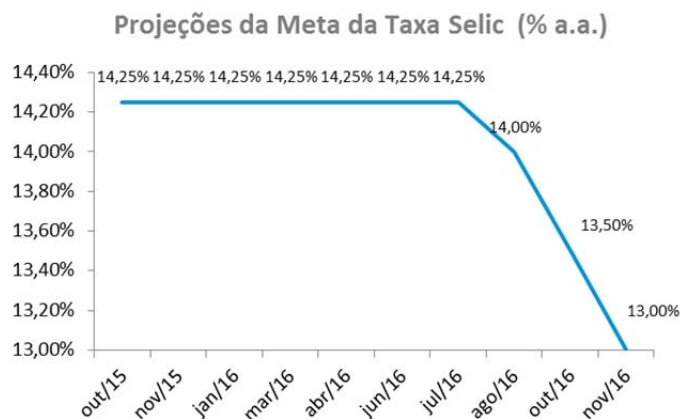


## Relatório Econômico

Na última reunião do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA, realizada em 16 de outubro de 2015, o debate foi marcado pelo pessimismo dos analistas em relação às perspectivas de recuperação da economia brasileira no médio prazo. Uma sinalização dessa percepção foi a piora das projeções fiscais e de crescimento do PIB para 2016 (-0,40% e -1,10%, respectivamente). Para o Comitê, a recuperação da confiança dos agentes deverá levar um tempo maior em função das dificuldades do cenário político e de um contexto de menor dinamismo da economia mundial, sobretudo em função da desaceleração da economia chinesa. Além disso, a despeito da retração da atividade econômica, a trajetória corrente da inflação não mostrou o arrefecimento esperado, o que estimulou discussões sobre temas como redução do PIB potencial doméstico e de dominância fiscal.

### Política Monetária e Juros

No tocante à política monetária, os analistas do Comitê acreditam que a meta para a Taxa Selic em 14,25% deverá ser mantida pelo Copom em sua próxima reunião, e ficará estável por mais tempo do que o inicialmente previsto. A expectativa dos economistas é de que o ciclo de queda dos juros somente será iniciado no segundo semestre de

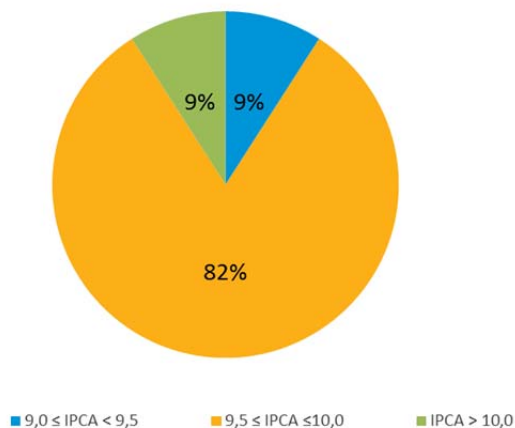


2016, indicando uma taxa Selic de 13,00% para o final daquele ano. Na reunião anterior do Comitê (agosto/15), as estimativas apontavam que os juros começariam a cair já em abril/16. Ainda que o cenário político-econômico continue marcado por elevado nível de incerteza, a posição do Comitê é de que a postergação da redução dos juros é consequência da piora do balanço de riscos inflacionários em razão do impacto que a recente

desvalorização da moeda doméstica, acima do esperado, terá sobre os preços (veja seção sobre setor externo).

Para 2015, o Comitê revisou a mediana das estimativas do IPCA de 9,26% para 9,75% em comparação à reunião anterior. Essa revisão refletiu a deterioração das expectativas inflacionárias dos economistas, com 9% das previsões indicando uma inflação ano acima de 10%, fato que não havia sido registrado na reunião de agosto. A maior parte das projeções (82%), no entanto,

Projeções: IPCA em 2015



concentrou-se no intervalo entre 9,5% e 10,0%. A máxima e mínima prevista pelo Comitê situou-se entre 9,30% e 10,20%. Esse mesmo movimento também foi observado nas projeções inflacionárias de 2016, que teve revisada a mediana do IPCA de 5,67% para 6,50% - teto do intervalo do sistema de metas de inflação -, indicando a falta de confiança dos agentes de que a inflação possa convergir para o centro da meta no próximo ano (4,5%).

Uma questão discutida no encontro refere-se ao tempo necessário para que a recessão econômica produza efeitos sobre os preços, revertendo a trajetória inflacionária existente, haja vista a abertura do hiato do produto e os reflexos já percebidos da desaceleração econômica sobre a massa salarial e o nível de emprego. Alguns economistas lembraram que esse processo pode ser lento, tendo em vista o elevado nível de indexação da economia (com correções salariais em torno de 10% previstas para 2016), além da possibilidade de que possa ter ocorrido uma redução do PIB potencial, criando condições de resiliência inflacionária em segmentos de maior dinamismo.

Por fim, os analistas discutiram se nesse contexto de resiliência inflacionária, a economia brasileira não estaria em um quadro de dominância fiscal, o que reduziria a potência da política monetária. Neste cenário, um eventual aumento de juros seria inócuo para a ancoragem das expectativas inflacionárias, podendo, inclusive, resultar em piora da situação fiscal. Para boa parte dos economistas do Comitê o cenário atual ainda não permite confirmar essa tese, ainda que considerem importante a sinalização do Banco Central sobre o papel da política monetária no controle da inflação.

## Cenário Externo

No debate sobre cenário externo houve consenso entre os participantes de que há uma desaceleração do crescimento global para este ano, sobretudo em função do menor ritmo de crescimento da economia chinesa, com efeitos relevantes na liquidez mundial e nas exportações dos mercados emergentes. Apesar da estabilidade no mercado cambial e na Bolsa de Valores na China nas últimas semanas – revertendo a volatilidade causada pelas medidas de liberalização financeira – os economistas ressaltaram que permanecem riscos que podem acentuar a desaceleração da economia chinesa para o restante do ano, principalmente aqueles relacionados ao nível de alavancagem das empresas e dos governos locais.

A preocupação com a China foi um dos fatores considerados importantes para a decisão do FED de não elevar os juros na reunião de setembro, além dos indicadores ambíguos sobre o dinamismo da própria economia americana. Para o Comitê, a postergação desse aumento deixou em aberto quando o ciclo de alta dos juros americanos se iniciará, já que a perspectiva de melhora da economia chinesa é incerta. Os analistas lembraram que esse adiamento tem custos no mercado de bonds e impacta o processo de revisão dos preços dos ativos.

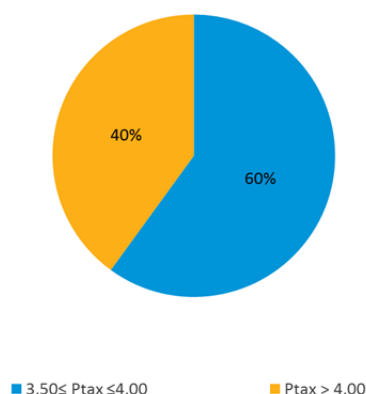
Para o Comitê, a indefinição do cenário internacional mostra que o processo de ajuste dos mercados emergentes ainda está em curso e que o contágio desses países na trajetória de crescimento do PIB global não deve ser subestimado. Ainda que esses mercados não estejam com o mesmo nível de alavancagem de crises financeiras anteriores – como foi no caso da Crise do Sudeste Asiático - o cenário é desafiador, já que, mantida a trajetória de queda dos preços das commodities básicas, a opção de direcionar esforços para o aumento das exportações de produtos manufaturados, que contém maior valor agregado, implicará em uma redefinição de diretrizes de políticas econômicas domésticas, em um ambiente externo de menor crescimento mundial, viés deflacionário e restrição de liquidez.

## Setor Externo

Para o final de 2015, o Comitê revisou a mediana da projeção da taxa de câmbio de R\$ 3,5750 para R\$ 4,00, o que corresponde a uma desvalorização anual de 51% do Real. As estimativas ficaram concentradas no intervalo entre R\$ 3,50 e R\$ 4,00, correspondendo a 60% do total. O restante das apostas (40%) situou-se acima de R\$ 4,00, indicando uma

aceleração no ritmo da correção cambial, resultado da deterioração das expectativas dos analistas quanto aos cenários político e econômico em setembro. Na reunião do Comitê no final de agosto a estimativa mais alta era de R\$ 3,80.

Projeções: PTAX em 31/12/2015

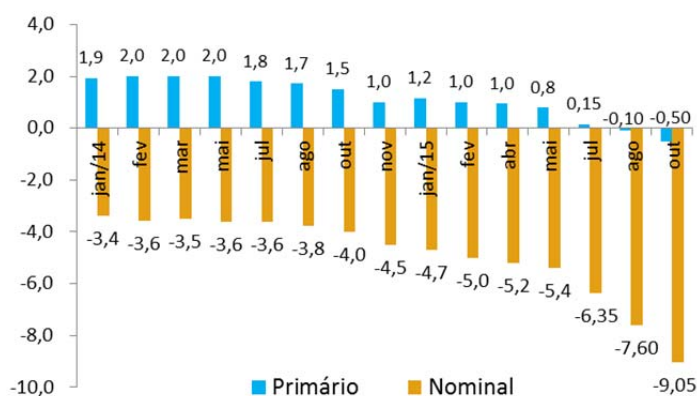


Como na reunião anterior, as projeções do saldo da balança comercial foram corrigidas para cima, em função da maior redução das importações relativamente às exportações, refletindo o baixo dinamismo do nível de atividade. Para os anos de 2015 e 2016, as previsões de saldo comercial aumentaram de US\$ 11,7 bilhões para US\$ 14,8 bilhões e de US\$ 19,2 bilhões para US\$ 29,4 bilhões, respectivamente. De qualquer forma, essas projeções vêm indicando um ajuste gradual no déficit em conta corrente (de 4,00% para 3,70% do PIB em 2015 e de 3,30% para 2,50% do PIB em 2016), e uma redução expressiva da necessidade de financiamento externo. Pelas projeções de 2016, somente o investimento direto previsto já seria suficiente para financiar o déficit em conta corrente, condição semelhante à que o país apresentava nas contas externas até o início de 2013.

## Política Fiscal e Atividade Econômica

Em relação à questão fiscal, o Comitê revisou sua projeção de resultado primário para 2015 - o déficit aumentou de 0,10% para 0,50% do PIB em relação à reunião de agosto. Para 2016, na mesma comparação, os analistas revisaram a previsão de superávit primário de 0,30% do PIB para um déficit de 0,40% do PIB. Essas projeções ilustram a baixa

Projeções fiscais para 2015 (% PIB)



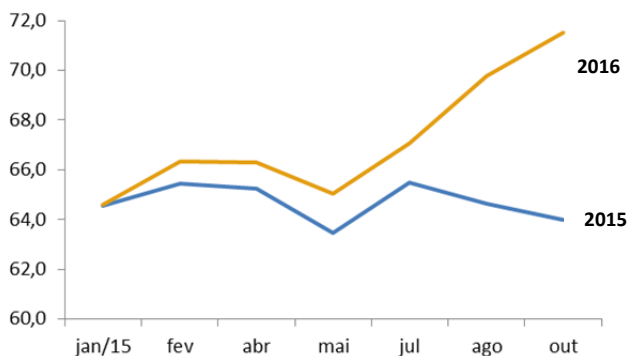
confiança dos analistas na capacidade do Governo em promover uma melhora das contas públicas no curto/médio prazo, seja pela dificuldade do próprio Governo em cortar gastos, como também pela incapacidade de articulação política seja na Câmara ou no Senado para

aprovar as medidas necessárias para o ajuste fiscal. A sinalização pelo governo de déficit primário para 2016 ilustra a dificuldade do cumprimento da meta fiscal anunciada de 0,7% do PIB e revela o clima de incerteza que deverá se estender ao longo do próximo ano.

A piora da percepção dos analistas foi refletida no principal indicador de sustentabilidade das contas públicas que é a relação da Dívida Bruta do setor público sobre o PIB. A mediana das projeções do Comitê para a dívida bruta passou de 65,7% para 66,8% do PIB para 2015, e de 69,8% para 71,5% do PIB para 2016.

Para o Comitê, a deterioração dessa variável se refletiu no downgrade da economia brasileira, que corre o risco de perder no próximo ano a avaliação de grau de investimento, atribuída pelas três principais agências de rating.

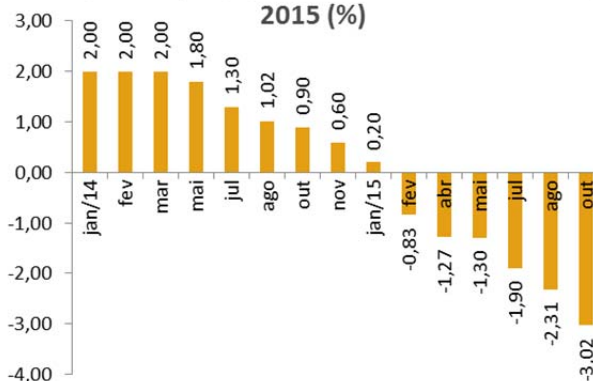
**Projeção da Dívida Bruta para 2015/2016 (% PIB)**



Em relação ao nível de atividade, a projeção de 3% de queda do PIB para 2015 ratifica a expectativa de acirramento da recessão econômica, com restrição de crédito, aumento da capacidade ociosa e do nível de desemprego. A mediana da previsão do Comitê para o terceiro e quarto trimestre de 2015 indica

desaceleração da economia da ordem de -1,00% e -0,50%, respectivamente. Esse resultado já traz o “carrego” para 2016 que eleva a estimativa de redução do PIB de 0,45% para 1,40%. O aumento do nível de desemprego nesse cenário também deverá ser significativo, com as estimativas do Comitê indicando taxas de 7,0% e 9,3% para 2015 e 2016, respectivamente.

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



## Cenários para a Economia para 2015

Continua »

Variáveis	2015							
	jan/14	fev/14	mar/14	mai/14	jul/14	ago/14	out/14	nov/14
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 para 2015

» Continuação

Variáveis							
	jan/15	fev/15	abr/15	mai/15	jul/15	ago/15	out/15
Taxa SELIC (média -% a.a.)	12,46	12,82	13,11	13,33	13,50	13,58	13,58
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	12,50	13,00	13,50	14,00	14,00	14,25	14,25
Desvalorização cambial (%)	5,04	11,06	12,94	20,47	22,36	35,53	50,59
Ptax em 31/12	2,7900	2,9500	3,2000	3,2000	3,2500	3,5750	4,0000
Dólar Médio	2,7300	2,8700	3,1000	3,0863	3,1024	3,2439	3,3624
IPCA (%)	6,82	7,50	8,22	8,47	9,10	9,26	9,75
Preços Livres (%)	6,15	6,35	6,60	6,77	7,30	7,40	7,64
Preços Administrados (%)	8,60	11,65	13,00	14,10	15,25	15,30	16,70
IGP-M (%)	5,70	5,80	6,52	6,60	7,32	7,60	9,20
Balança Comercial (US\$ bilhões)	3,8	5,8	2,4	1,3	9,4	11,7	14,8
- Exportações	225,4	213,1	197,8	195,3	194,7	194,2	190,4
- Importações	221,6	207,4	195,5	194,0	185,3	182,5	175,7
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-3,70	-3,95	-3,80	-4,30	-4,10	-4,00	-3,70
(em US\$ bilhões)	-75,3	-76,0	-73,8	-79,9	-78,0	-72,9	-65,0
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	57,7	55,0	58,0	65,0	65,5	64,7	64,0
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	370	370	371	370	370	370	370
Risco-País (Embi) - em pontos	150	162	260	260	270	270	405
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	1,2	1,0	1,0	0,8	0,15	-0,10	-0,50
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-4,7	-5,0	-5,2	-5,4	-6,35	-7,60	-9,05
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	37,6	38,5	38,0	36,0	36,1	36,2	35,0
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	64,6	65,5	65,3	63,5	64,6	65,7	66,8
Taxa de Crescimento do PIB (%)	0,20	-0,83	-1,27	-1,30	-1,90	-2,31	-3,02
Agropecuária (%)	1,85	1,10	1,00	1,15	2,10	2,50	2,20
Indústria (%)	-0,70	-2,70	-4,00	-4,49	-4,00	-4,24	-5,54
Serviços (%)	0,40	0,00	-0,60	-0,56	-1,15	-1,69	-1,94
- PIB R\$ bilhões	5.522	5.474	5.901	5.900	5.891	5.882	5.865
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	5,85	5,98	6,10	6,50	6,70	6,80	6,97
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	-0,30	-3,00	-4,00	-4,50	-6,00	-6,50	-7,15

## Cenários para a Economia para 2016

Variáveis	2016						
	jan/15	fev/15	abr/15	mai/15	jul/15	ago/15	out/15
Taxa SELIC (média -% a.a.)	12,32	11,89	12,58	12,75	12,97	13,14	13,71
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	12,20	11,50	12,00	11,75	11,75	12,00	13,00
Desvalorização cambial (%)	6,45	5,08	4,69	6,16	4,62	3,50	3,25
Ptax em 31/12	2,9700	3,1000	3,3500	3,3971	3,4000	3,7000	4,1300
Dólar Médio	2,9200	3,0600	3,3004	3,3450	3,3688	3,6500	4,1000
IPCA (%)	5,78	5,51	5,70	5,60	5,50	5,67	6,50
Preços Livres (%)	5,90	5,80	5,55	5,40	5,50	5,69	6,35
Preços Administrados (%)	5,50	5,50	6,00	6,00	5,69	5,73	6,55
IGP-M (%)	5,60	5,50	5,80	5,80	5,70	5,80	6,30
Balança Comercial (US\$ bilhões)	2,2	8,3	3,2	9,7	12,4	19,2	29,4
- Exportações	231,4	224,1	206,4	208,9	205,4	204,0	199,9
- Importações	229,2	215,8	203,2	199,2	193,0	184,8	170,5
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-3,45	-3,51	-3,45	-3,80	-3,60	-3,30	-2,50
(em US\$ bilhões)	-70,0	-70,0	-70,0	-70,5	-66,6	-58,3	-39,5
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	56,3	55,2	57,6	62,0	60,0	61,0	58,8
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	370	370	372	370	371	370	370
Risco-País (Embi) - em pontos	100	150	200	200	200	270	373
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	2,0	2,0	2,0	1,6	0,7	0,3	-0,4
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-3,9	-4,1	-4,2	-4,7	-5,3	-6,1	-7,3
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	37,7	39,3	38,7	37,1	38,2	39,2	38,8
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	64,6	66,4	66,3	65,1	67,1	69,8	71,5
Taxa de Crescimento do PIB (%)	1,50	1,30	1,00	1,00	0,30	-0,45	-1,40
Agropecuária (%)	2,75	2,50	2,71	2,50	2,00	2,00	1,82
Indústria (%)	1,45	1,40	0,95	1,10	0,10	-0,88	-2,37
Serviços (%)	1,51	1,40	1,00	1,00	0,40	-0,33	-0,80
- PIB R\$ bilhões	5909	5838	6307	6290	6277	6247	6160
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	6,20	6,41	6,92	7,50	8,00	8,50	9,30
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	2,00	1,00	1,00	1,00	0,35	-0,50	-2,02



## Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA

**Data:** 16 de outubro 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), Adauto Lima (Western), Andrei Spacov (Gávea), Arthur Carvalho (Morgan Stanley), Caio Megale (Itau), Cassiana Fernandes (JP Morgan), Carlos Kawall (Safra), Constantin Jancso (HSBC), David Beker (BofA), Fernando Gonçalves (Vinci), 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) e Rodrigo Azevedo (Ibiúna).

**Participantes ANBIMA:** Breno Duarte, Dalton Boechat, Enilce Leite Melo e Marcelo Cidade.

**Redação:** Marcelo Cidade.