

Relatório Econômico

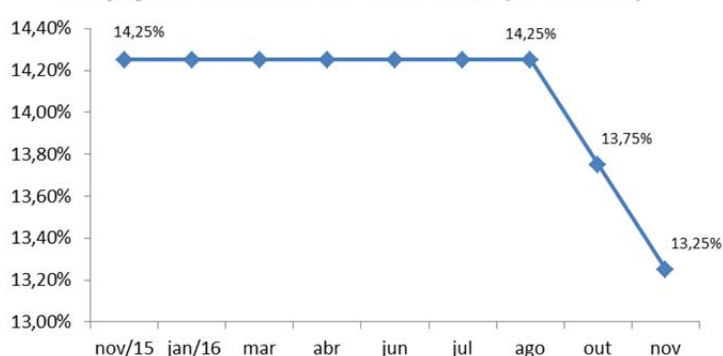
Na última reunião do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA, realizada em 19 de novembro de 2015, o debate voltou a ser marcado pela preocupação dos analistas quanto à trajetória da economia brasileira para os próximos meses. No lado da atividade, há a percepção dos economistas de que a atual retração econômica comprometerá o desempenho do nível de atividade do primeiro semestre do ano que vem. Na questão fiscal, a despeito da melhora do ambiente político, o Comitê ressaltou que a estratégia do Governo é propor a volta da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), sem indicar uma alternativa que revise a estrutura de gastos e despesas do orçamento. Por fim, a atual resiliência inflacionária, a despeito do baixo dinamismo da economia, se refletiu nas projeções de inflação em torno de 10% para este ano e acima do teto da meta para o ano que vem (6,90%). O cenário doméstico desafiador deixou em segundo plano as considerações sobre o cenário externo, mesmo assim, a expectativa dos participantes é de que o FED deverá iniciar o aumento dos juros em dezembro.

Política Monetária e Juros

No tocante à política monetária, os analistas do Comitê esperam que a meta para a Taxa Selic seja mantida em 14,25% na última reunião do Copom de 2015 e que uma redução dos juros só ocorra no último trimestre do ano que vem. Nas duas últimas reuniões do Comitê, a queda da taxa Selic

era esperada, respectivamente, para abril e agosto/16. Na ocasião, os impactos da desvalorização adicional do Real nos preços domésticos baseavam os argumentos dos analistas a favor da postergação do início do ciclo de redução dos juros. No entanto, a recente indicação da Autoridade Monetária de que a inflação convergirá para o centro da

Projeções da Meta da Taxa Selic (% ao ano)

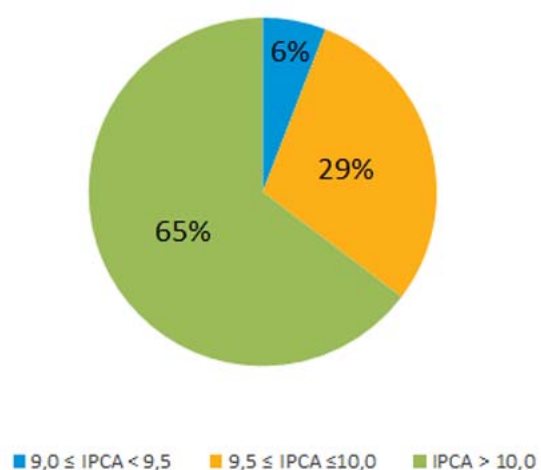


meta em 2017 fez os analistas revisarem o início do ciclo de queda dos juros apenas a partir de outubro/16. A expectativa é que haja duas reduções de 50 pontos base nas reuniões do Copom de outubro e novembro/16, com a mediana da taxa Selic situando-se em 13,25% no final do período.

A dispersão das estimativas da taxa Selic para o final de 2016 mostra o nível de incerteza dos economistas quanto à trajetória dos juros. As previsões estão situadas entre 11,25% e 16,25%. Esse intervalo contempla cenários de redução de juros em ritmo mais forte que a mediana das projeções do Comitê como também indica que a possibilidade de elevação dos juros não é descartada, ainda que represente posição minoritária dentro do grupo. Vale atentar que a variância dessas expectativas também reflete as dúvidas dos analistas quanto ao ambiente político, o que pode limitar ou potencializar os impactos das medidas de política econômica.

Para 2015, o Comitê revisou a mediana das estimativas do IPCA de 9,75% para 10,11% em comparação à reunião anterior. As projeções acima de 10% representaram 65% das previsões dos analistas, o que mostrou o ritmo de forte deterioração das expectativas inflacionárias no grupo – em agosto não havia previsões acima de 10% e em outubro elas representavam 9% do total. A mínima e máxima previstas pelo Comitê situaram-se entre 9,30% e 10,70%. Além disso, é significativo que a mediana da projeção de inflação para 2016 tenha sido elevada, de 6,5% - teto do intervalo do sistema de metas – para 6,9%, o que está em linha com a decisão do Governo de buscar o centro da meta em 2017.

Projeções: IPCA em 2015



No debate sobre a inflação, parte dos economistas lembrou que não deve ser descartada a hipótese de ocorrer uma trajetória de queda antes previsto. Para isso contribuiria, além da desaceleração da economia, a constatação de que a maior parte dos ajustes nos preços administrados e no câmbio já ocorreu, o que provavelmente reduzirá as chances de que estes se repitam na mesma magnitude em 2016.

Por outro lado, há a corrente de analistas que aponta a manutenção de um balanço de riscos inflacionários relevante, a despeito da trajetória de queda do nível de atividade. Entre os

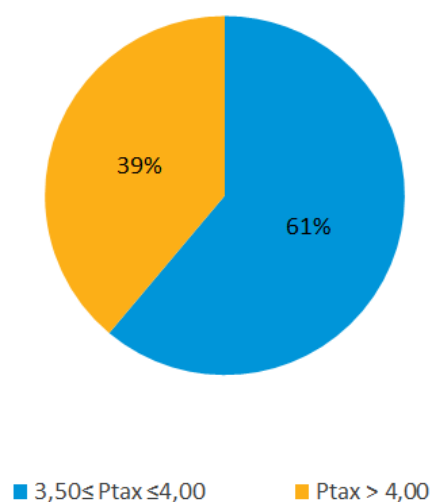
fatores elencados destacam-se o nível de indexação da economia, principalmente no tocante aos salários, o impacto da nova correção dos preços administrados em um patamar inflacionário alto e a dificuldade de transmissão dos impactos da desvalorização do câmbio nos preços domésticos (*pass-through*). Na mesma direção, foram citados outros aspectos, como o impacto da incidência da CIDE nos preços dos combustíveis e a perspectiva de seca no próximo verão, o que contribuiria para uma piora da safra, e consequente alta no preço dos alimentos, e com possibilidade de ocorrência de problemas no fornecimento de energia elétrica.

Houve consenso entre os participantes do Comitê de que os resultados do primeiro trimestre de 2016 serão decisivos para a trajetória das principais variáveis da economia no restante do ano. Nesse sentido, foi lembrada a importância da comunicação do Banco Central com o mercado para a reunião de novembro, de forma que a Autoridade Monetária possa ter margem de manobra que possibilite, caso necessário, sinalizar mudanças na condução dos juros para os primeiros meses de 2016.

Setor Externo

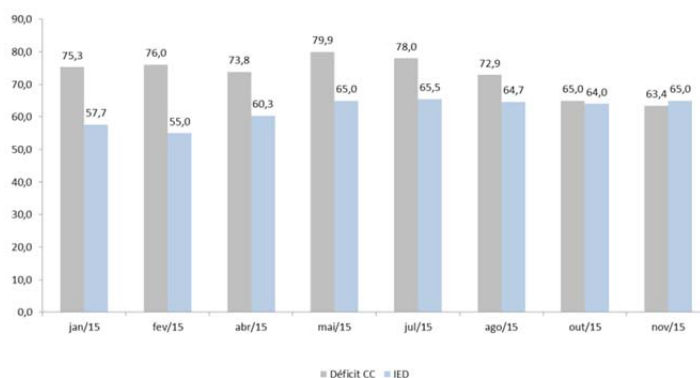
Para o final de 2015, o Comitê manteve a projeção da taxa de câmbio em R\$ 4,00 em relação à reunião anterior, indicando que não deverá ocorrer para o restante do ano o mesmo ritmo de desvalorização observado até setembro. O perfil das distribuições das estimativas também não se modificou, com as previsões concentradas no intervalo entre R\$ 3,50 e R\$ 4,00, correspondendo a 61% do total, e o restante das apostas (39%) situando-se acima de R\$ 4,00. Entre as projeções do Comitê, a máxima e a mínima foram de, respectivamente, R\$ 4,20 e R\$ 3,70. Para o final de 2016, o Comitê revisou a taxa de câmbio de R\$ 4,13 para R\$ 4,18, o que corresponde a uma desvalorização anual da moeda doméstica de 4,4%.

Projeções: PTAX em 31/12/2015



Os economistas ressaltaram o ajuste que vem ocorrendo nas contas externas em função da melhora do saldo da balança comercial. O déficit em conta corrente previsto para 2015, que entre maio e agosto superou o patamar de 4% do PIB, registrou projeção de 3,60% do PIB na reunião de novembro

Déficit em Conta Corrente x Investimento Externo Direto para 2015 (US\$ bilhões)

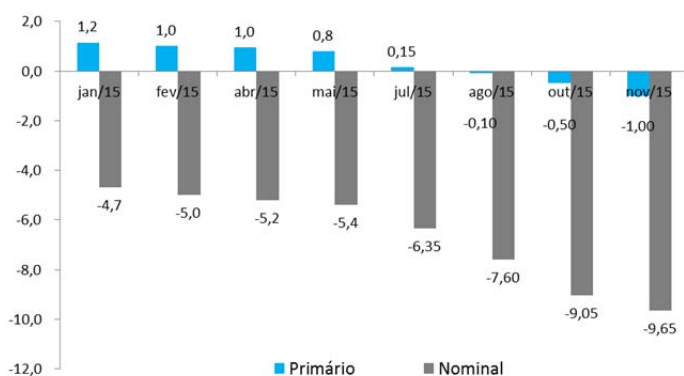


(correspondente a US\$ 63,4 bilhões). Desta forma, caso confirmada a previsão de investimento direto de US\$ 65 bilhões, esse montante já seria suficiente para garantir o financiamento do déficit, retornando à condição que vigorava até o início de 2013. Para 2016, o Comitê revisou o déficit em conta corrente de 2,50% do PIB para 2,20% do PIB em relação à reunião de outubro, indicando que os analistas mantêm a expectativa de continuidade de ajuste nas contas externas.

Política Fiscal e Atividade Econômica

Em relação à questão fiscal, permanece a baixa confiança entre os analistas do Comitê quanto à capacidade do Governo de resolver os problemas relacionados às contas públicas. Essa percepção foi refletida nas novas projeções do déficit primário comparativamente à reunião anterior: de 0,50% do PIB para 1,00% do PIB para 2015 e de 0,40% do PIB para 0,85% do PIB para 2016.

Projeções fiscais para 2015 (% PIB)



Há consenso entre os economistas de que apesar da melhora da articulação política do Governo, indicada pela manutenção no Congresso do veto às pautas que elevariam o gasto público, não há clareza sobre qual estratégia será adotada para indicar uma recuperação sustentável das contas públicas no médio e longo prazo. A única sinalização refere-se à volta da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) que deverá ser de difícil aprovação no Congresso.

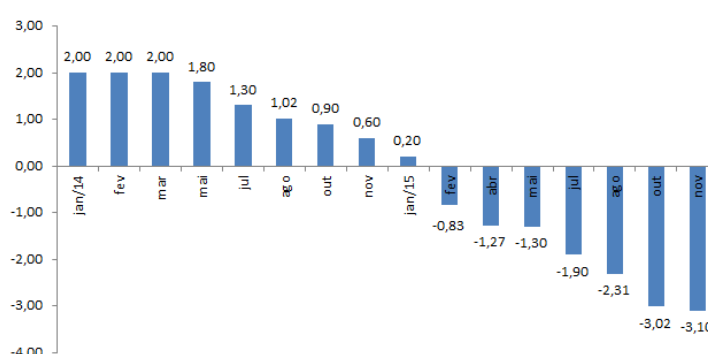
Para os analistas do Comitê, esse quadro torna mais factível um segundo downgrade do país por parte de uma agência de classificação de risco, sobretudo nos primeiros meses do próximo ano, o que poderia significar ao ambiente econômico uma dinâmica semelhante à observada em setembro, por ocasião do rebaixamento pela Standard & Poors: desvalorização cambial, piora na percepção das expectativas inflacionárias, redução da confiança na economia e, possivelmente, o enfraquecimento político do Governo. Vale atentar que essa percepção do Comitê é refletida na trajetória prevista para a relação Dívida Bruta/PIB: estimativa de 67% do PIB no final de 2015 para 73,1% do PIB no final de 2016, um aumento correspondente a seis pontos percentuais do PIB.

Em relação ao nível de atividade, o Comitê elevou a queda estimada do PIB de 2015 de 3,02% para 3,10% em relação à reunião anterior. Para 2016, a redução foi mais acentuada, passando de -1,40% em outubro para -2,02% em novembro. O tom de

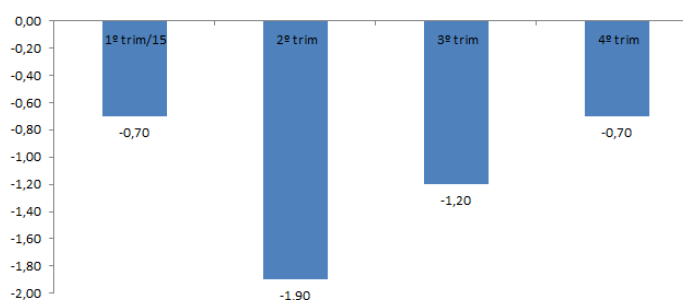
pessimismo marcou o debate sobre o nível de atividade no Comitê. O cenário atual, com redução do crédito e da renda, retração em praticamente todos os segmentos, e reflexos no mercado de trabalho, em um contexto de baixa confiança dos agentes, não permite que os analistas indiquem um indutor de crescimento para o curto e médio prazos. A melhora dos resultados da balança comercial, mesmo promovendo um ajuste no déficit em conta corrente, é reflexo de uma queda mais acentuada das importações do que uma recuperação sustentada pelo

segmento exportador. Para o terceiro e quarto trimestres de 2015, as medianas das projeções do PIB registraram reduções de 1,20% e 0,70%, respectivamente. Foi consenso que o nível atual da recessão já comprometeu os resultados do nível de atividade para o primeiro semestre do próximo ano.

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



Evolução das projeções do PIB trimestral (%)



Cenários para a Economia - 2015

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	5522
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

Variáveis	2015							
	jan/15	fev/15	abr/15	mai/15	jul/15	ago/15	out/15	nov/15
Taxa SELIC (média -% a.a.)	12,46	12,82	13,11	13,33	13,50	13,58	13,58	13,58
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	12,50	13,00	13,50	14,00	14,00	14,25	14,25	14,25
Desvalorização cambial (%)	5,04	11,06	20,47	20,47	22,36	34,59	50,59	50,59
Ptax em 31/12	2,7900	2,9500	3,2000	3,2000	3,2500	3,5750	4,0000	4,0000
Dólar Médio	2,7300	2,8700	3,1000	3,0863	3,1024	3,2439	3,3624	3,3500
IPCA (%)	6,82	7,50	8,22	8,47	9,10	9,26	9,75	10,11
Preços Livres (%)	6,15	6,35	6,60	6,77	7,30	7,40	7,64	7,80
Preços Administrados (%)	8,60	11,65	13,00	14,10	15,25	15,30	16,70	17,40
IGP-M (%)	5,70	5,80	6,52	6,60	7,32	7,60	9,20	10,20
Balança Comercial (US\$ bilhões)	3,8	5,8	2,4	1,3	9,4	11,7	14,8	15,8
- Exportações	225,4	213,1	197,8	195,3	194,7	194,2	190,4	191,0
- Importações	221,6	207,4	195,5	194,0	185,3	182,5	175,7	175,2
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-3,70	-3,95	-3,80	-4,30	-4,10	-4,00	-3,70	-3,60
(em US\$ bilhões)	-75,3	-76,0	-73,8	-79,9	-78,0	-72,9	-65,0	-63,4
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	57,7	55,0	58,0	65,0	65,5	64,7	64,0	65,0
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	370	370	371	370	370	370	370	370
Risco-País (Embi) - em pontos	150	162	260	260	270	270	405	440
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	1,2	1,0	1,0	0,8	0,15	-0,10	-0,50	-1,00
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-4,7	-5,0	-5,2	-5,4	-6,35	-7,60	-9,05	-9,65
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	37,6	38,5	38,0	36,0	36,1	36,2	35,0	34,8
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	64,6	65,5	65,3	63,5	64,6	65,7	66,8	67,0
Taxa de Crescimento do PIB (%)	0,20	-0,83	-1,27	-1,30	-1,90	-2,31	-3,02	-3,10
Agropecuária (%)	1,85	1,10	1,00	1,15	2,10	2,50	2,20	2,42
Indústria (%)	-0,70	-2,70	-4,00	-4,49	-4,00	-4,24	-5,54	-6,07
Serviços (%)	0,40	0,00	-0,60	-0,56	-1,15	-1,69	-1,94	-2,06
- PIB R\$ bilhões	5.522	5.474	5.901	5.900	5.891	5.882	5.865	5.858
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	5,85	5,98	6,10	6,50	6,70	6,80	6,97	6,91
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	-0,30	-3,00	-4,00	-4,50	-6,00	-6,50	-7,15	-7,58

Cenários para a Economia - 2016

Variáveis	2016							
	jan/15	fev/15	abr/15	mai/15	jun/15	ago/15	out/15	nov/15
Taxa SELIC (média -% a.a.)	12,32	11,89	12,58	12,75	12,97	13,14	13,71	14,02
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	12,20	11,50	12,00	11,75	11,75	12,00	13,00	13,25
Desvalorização cambial (%)	6,45	5,08	4,69	6,16	4,62	3,50	3,25	4,38
Ptax em 31/12	2,9700	3,1000	3,3500	3,3971	3,4000	3,7000	4,1300	4,1750
Dólar Médio	2,9200	3,0600	3,3004	3,3450	3,3688	3,6500	4,1000	4,1000
IPCA (%)	5,78	5,51	5,70	5,60	5,50	5,67	6,50	6,90
Preços Livres (%)	5,90	5,80	5,55	5,40	5,50	5,69	6,35	6,82
Preços Administrados (%)	5,50	5,50	6,00	6,00	5,69	5,73	6,55	7,40
IGP-M (%)	5,60	5,50	5,80	5,80	5,70	5,80	6,30	6,52
Balança Comercial (US\$ bilhões)	2,2	8,3	3,2	9,7	12,4	19,2	29,4	35,4
- Exportações	231,4	224,1	206,4	208,9	205,4	204,0	199,9	195,9
- Importações	229,2	215,8	203,2	199,2	193,0	184,8	170,5	160,5
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-3,45	-3,51	-3,45	-3,80	-3,60	-3,30	-2,50	-2,20
(em US\$ bilhões)	-70,0	-70,0	-70,0	-70,5	-66,6	-58,3	-39,5	-34,1
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	56,3	55,2	57,6	62,0	60,0	61,0	58,8	55,0
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	370	370	372	370	371	370	370	370
Risco-País (Embi) - em pontos	100	150	200	200	200	270	373	405
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	2,0	2,0	2,0	1,6	0,7	0,3	-0,4	-0,9
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-3,9	-4,1	-4,2	-4,7	-5,3	-6,1	-7,3	-7,8
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	37,7	39,3	38,7	37,1	38,2	39,2	38,8	40,3
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	64,6	66,4	66,3	65,1	67,1	69,8	71,5	73,1
Taxa de Crescimento do PIB (%)	1,50	1,30	1,00	1,00	0,30	-0,45	-1,40	-2,02
Agropecuária (%)	2,75	2,50	2,71	2,50	2,00	2,00	1,82	1,83
Indústria (%)	1,45	1,40	0,95	1,10	0,10	-0,88	-2,37	-4,00
Serviços (%)	1,51	1,40	1,00	1,00	0,40	-0,33	-0,80	-1,50
- PIB R\$ bilhões	5909	5838	6307	6290	6277	6247	6160	6157
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	6,20	6,41	6,92	7,50	8,00	8,50	9,30	9,25
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	2,00	1,00	1,00	1,00	0,35	-0,50	-2,02	-3,30

Data: 19 de novembro 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), Arthur Carvalho (Morgan Stanley), Cassiana Fernandes (JP Morgan), Cláudio Ferraz (BTG Pactual), Constantin Jancso (HSBC), David Beker (BofA), Fernando Honorato Barbosa (BRAM), Fernando Gonçalves (Vinci), Fernando Rocha (JGP), Guilherme Loureiro (UBS), Luiz Fernando Figueiredo (Mauá Sekular), Marcelo Carvalho (BNP Paribas), Marcelo Kfoury (Citibank), Marcelo Toledo (Bco.Bradesco), Mário Mesquita (Brasil Plural), Maurício Molan (Santander) e Tomás Brisola (BBM)

Participantes ANBIMA: Breno Duarte, Dalton Boechat, Marcelo Cidade e Valéria Coelho.

Redação: Marcelo Cidade.