

Relatório Econômico

Na última reunião do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA, realizada em 17 de fevereiro de 2017, o debate foi marcado pela percepção dos analistas de que o baixo dinamismo do nível de atividade e a convergência das expectativas inflacionárias para o centro da meta justificam uma redução significativa da taxa de juros nos próximos meses. Entretanto, há ceticismo dos economistas de que a queda nos juros possa provocar uma recuperação rápida da economia. Até o momento, os indicadores disponíveis apontam para um crescimento moderado, que não deve provocar uma melhora na renda e no mercado de trabalho no curto e médio prazo.

Cenários para a Economia - Fevereiro/2017

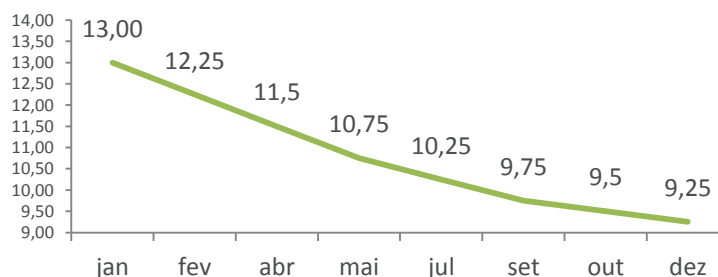
Variáveis	2017		2018	
	Em janeiro/2017	Em fevereiro/2017	Em janeiro/2017	Em fevereiro/2017
	Mediana	Mediana	Mediana	Mediana
Taxa SELIC (média -% a.a.)	11,54	10,76	9,70	9,08
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	10,25	9,25	9,50	9,00
Desvalorização cambial (%)	5,86	2,79	4,35	1,49
Ptax em 31/12	3,4500	3,3500	3,6000	3,4000
Dólar Médio	3,4000	3,2494	3,5500	3,4042
IPCA (%)	4,72	4,49	4,50	4,50
Preços Livres (%)	4,45	4,15	4,50	4,40
Preços Administrados (%)	5,42	5,50	4,40	4,58
IGP-M (%)	5,00	4,58	5,00	4,53
Balança Comercial (US\$ bilhões)	46,4	46,2	37,7	35,5
- Exportações	193,3	197,0	200,0	201,0
- Importações	147,0	150,8	162,3	165,5
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-1,3	-1,4	-1,9	-2,00
(em US\$ bilhões)	-24,60	-28,72	-36,85	-40,0
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	75,0	75,0	74,3	77,9
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	374	375	376	375
Risco-País (Embi) - em pontos	305	310	300	295
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	-2,27	-2,20	-1,75	-1,69
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-8,85	-8,60	-7,70	-7,40
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	51,40	51,15	55,05	54,60
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	76,96	75,73	80,10	79,60
Taxa de Crescimento do PIB (%)	0,50	0,50	2,50	2,50
Agropecuária (%)	4,00	4,80	2,90	2,50
Indústria (%)	0,50	0,95	2,80	3,21
Serviços (%)	0,10	0,10	2,15	2,20
- PIB R\$ bilhões	6560	6578	7052	7096
Taxa Média de Desemprego - PNAD Contínua -IBGE (%)	12,70	12,80	12,22	12,50
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	1,2	1,5	3,2	3,4

Política Monetária e Juros

No tocante à política monetária, o Comitê projeta uma redução de 75 pontos base para a próxima reunião do Copom, com a mediana da meta da Taxa Selic passando para 12,25%. Os economistas acreditam que esse ritmo deverá se manter até a reunião de maio. A partir de

então poderá ocorrer redução no ritmo de corte para 50 pontos base nas de julho e setembro e 25 pontos base em outubro e dezembro -- com os juros situando-se em 9,25% no final de 2017, o que corresponde a um ajuste de 450 pontos base no ano.

Projeções da Meta da Taxa Selic para 2017 (%a.a)



O consenso no Comitê de que a meta da taxa Selic irá para 12,25% na próxima reunião do Copom reflete a percepção dos economistas de que o ambiente econômico e a comunicação do BC justificam medidas nessa direção. A convergência das expectativas de inflação para o centro da meta (4,5%) – sobretudo em função do baixo dinamismo do nível de atividade somada à valorização da taxa de câmbio acima do previsto e o encaminhamento da reforma previdenciária – criam espaço para cortes significativos na taxa de juros, a ponto de não ser descartada a possibilidade de que ocorra uma queda de 100 pontos base na próxima reunião. Foi lembrado também que a divulgação do Relatório de Inflação em março será um indicativo importante para a comunicação do Banco Central com o mercado, já que contemplará o entendimento da Autoridade Monetária quanto à valorização recente da moeda, surpresas de inflação e ritmo de atividade.

No debate sobre a condução da política monetária para o médio e longo prazo, parte dos economistas alertou sobre o risco do Banco Central se exceder no ajuste para baixo das taxas de juros, o que o obrigaria a interromper esse processo antes mesmo que os efeitos defasados dessa estratégia se materializassem na economia. Outros analistas argumentaram que os atuais juros reais de 8% em um contexto de recessão econômica permitirá que o corte na taxa de juros seja relevante e permaneça por um período longo de tempo.

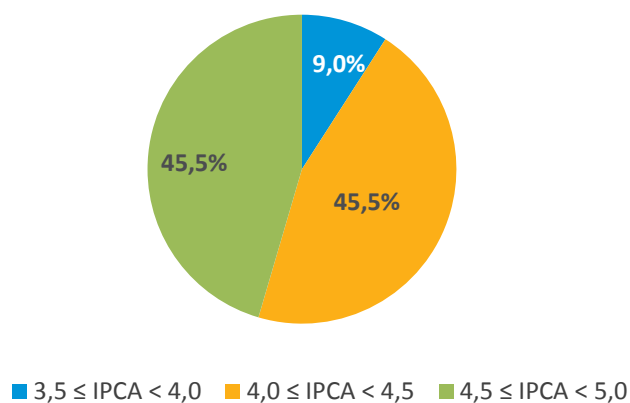
A significativa dispersão nas estimativas para os juros no final deste ano, que se situaram entre 8,00% e 10,00% para a reunião do Copom de dezembro, refletiu o grau de incerteza do grupo quanto à magnitude do ajuste na taxa Selic. Os economistas reconhecem que, dada a

trajetória atual da inflação e seus efeitos positivos nas expectativas dos agentes, o monitoramento dos indicadores de atividade econômica ganha um papel mais relevante para a calibragem das estimativas de juros. Para alguns analistas, o ritmo lento de recuperação da economia permitiria ao Governo reduzir a meta de inflação para 2019, decisão que terá que ser anunciada em julho, o que poderia melhorar as expectativas de inflação para o longo prazo e criar espaço para um ciclo de redução dos juros em um segundo momento. Foi ressaltado por analistas, entretanto, que deverá haver cautela da Autoridade Monetária na adoção desta meta, haja vista o histórico de que poucas vezes a inflação atingiu o centro da meta, além do trade-off entre inflação e atividade que se mostrou desfavorável para o gestor de política monetária nos últimos anos.

De todo modo, a melhora significativa do balanço de riscos inflacionários reforça a percepção do Comitê de que a inflação não será o grande desafio para a economia este ano. A mediana do IPCA para 2017 foi revisada de 4,72% para 4,49% em relação a janeiro. A maior parte das projeções concentrou-se nos intervalos entre 4,0% e 4,5% e 4,5% e 5,0%, com 45,5%

das estimativas cada. Vale destacar que 9,0% das previsões situaram-se entre 3,5% e 4,0%, intervalo que em janeiro não havia capturado nenhuma previsão do Comitê. A mínima e a máxima previstas para 2017 foram de 3,90% e 4,90%, respectivamente.

Projeções: IPCA em 2017



Cenário Externo

Para o Comitê, a avaliação do cenário externo é de que a expansão da demanda chinesa, o menor preço do petróleo em relação aos anos anteriores e o reforço das políticas expansionistas após os eventos Brexit e Trump têm contribuído para um ambiente mais construtivo e favorável ao crescimento, seja nos Estados Unidos, na Europa e, sobretudo na China.

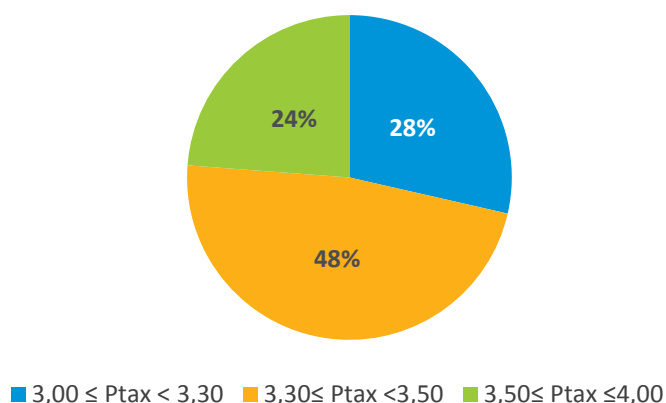
Na opinião dos economistas, esse quadro tem favorecido as economias dos mercados emergentes principalmente pelo aumento dos preços das *commodities* – o que reforçou a

apreciação das suas moedas. Para alguns membros do Comitê, entretanto, essa elevação deverá apresentar uma trajetória mais estável nos próximos meses, limitando a valorização registrada nas últimas semanas nos mercados cambiais.

Na avaliação da economia norte-americana, a despeito das incertezas que envolvem o novo governo, o Comitê acredita que medidas como corte de impostos e desregulamentação financeira devem impactar de forma positiva o nível de atividade. Entre as casas estrangeiras que compõem o Comitê, as apostas são de que ocorram dois ou três aumentos dos juros este ano. Os economistas não acreditam que essa elevação trará efeitos relevantes na economia caso permaneça o ambiente de baixa volatilidade, já que em alguma medida esses eventos já são esperados e não devem provocar variações relevantes nos preços dos ativos.

As estimativas do Comitê em relação à taxa de câmbio indicam que o Real poderá sofrer novas valorizações e pode contribuir para a melhora do balanço de riscos inflacionários, tornando mais desafiador o cenário para as exportações brasileiras. Para o final do ano, a mediana das projeções do Comitê para a taxa de câmbio passou de R\$ 3,45 para R\$ 3,35. A maioria das projeções (48%)

Projeções: PTAX em 31/12/2017



concentrou-se no intervalo entre R\$ 3,30 e R\$ 3,50. Vale ressaltar que as previsões que se situavam no intervalo entre R\$ 3,00 e R\$ 3,30 passaram de 18% em janeiro para 28% em fevereiro. Dentre as estimativas do Comitê, a mínima e a máxima registradas foram de R\$3,00 e R\$3,75, respectivamente.

Atividade Econômica

No debate sobre o nível de atividade, continua a percepção no Comitê de um baixo dinamismo da economia e da perspectiva de um fraco crescimento. A mediana da previsão para o PIB do 4º trimestre de 2016, ainda não divulgado, é de uma retração de 0,50%, que, se confirmada, deverá afetar negativamente o resultado dos meses seguintes em função do “carrego estatístico”. A estimativa do Comitê para o PIB do primeiro trimestre de 2017 é de um crescimento de 0,20%, porém com grande dispersão entre as projeções – que se situam

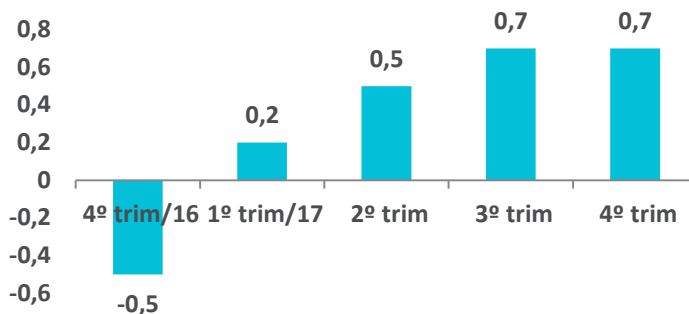
entre -0,20% e 0,85%, refletindo a incerteza dos economistas quanto à trajetória da economia no curto prazo. Para o ano, a mediana da projeção de crescimento do PIB para 2017 manteve-se em 0,50%, a mesma apurada em janeiro. Dentre as

estimativas do Comitê, não foi registrada nenhuma previsão de crescimento negativo, com a mínima e a máxima situando-se entre 0,0% e 1,3%.

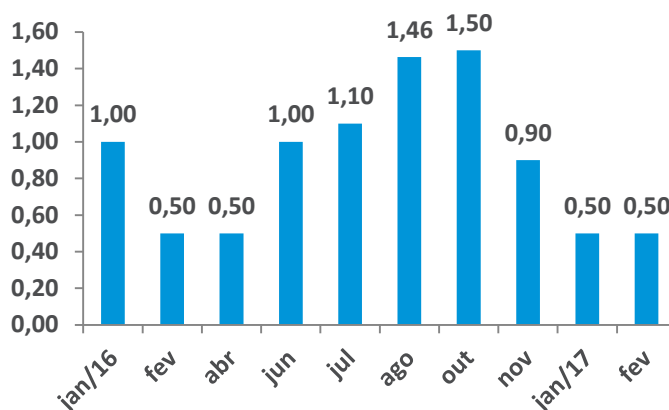
Para parte dos analistas, os indicadores antecedentes disponíveis já mostram melhoras pontuais que, entretanto, não sugerem uma tendência de crescimento. Foram lembrados o desempenho positivo do segmento de agronegócios, a elevação da arrecadação federal, uma melhora tênue nas operações do segmento do varejo e a própria redução da

taxa de juros. Há consenso entre os economistas que uma recuperação sustentada da atividade não deverá ocorrer nos próximos meses, já que o processo de desalavancagem dos agentes ainda não foi concluído. Porém, foi ressaltada a possibilidade de que possa ocorrer uma melhora nos balanços das empresas decorrente da redução prevista da taxa de juros, o que pode gerar um aumento nos investimentos, concentrado, sobretudo, nas empresas de maior porte.

Evolução das projeções do PIB trimestral (%)



Evolução das projeções do crescimento do PIB para 2017 (%)



Cenários para a Economia - 2017

Variáveis	2017									
	jan/16	fev/16	abr/16	jun/16	jul/16	ago/16	out/16	nov/16	jan/17	fev/17
Taxa SELIC (média -% a.a.)	13,90	13,34	11,88	11,30	11,67	11,60	11,53	11,61	11,54	10,76
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	13,25	13,00	11,50	11,00	11,25	11,25	10,50	10,50	10,25	9,25
Desvalorização cambial (%)	3,26	4,77	4,16	2,97	4,35	6,06	5,38	4,01	-11,65	-14,21
Ptax em 31/12	4,4400	4,5051	4,0100	3,8100	3,6000	3,5000	3,4250	3,5000	3,4500	3,3500
Dólar Médio	4,3500	4,4051	4,0200	3,7500	3,5500	3,3854	3,3350	3,4313	3,4000	3,2494
IPCA (%)	5,50	5,90	5,70	5,34	5,29	5,00	4,98	4,81	4,72	4,49
Preços Livres (%)	5,46	5,90	5,55	5,30	5,25	5,00	4,85	4,70	4,45	4,15
Preços Administrados (%)	5,60	5,50	5,50	5,20	5,17	5,30	5,14	5,20	5,42	5,50
IGP-M (%)	5,50	5,71	5,60	5,50	5,40	5,42	5,20	5,00	5,00	4,58
Balança Comercial (US\$ bilhões)	37,0	46,1	47,7	49,1	48,3	46,8	44,2	42,6	46,4	46,2
- Exportações	193,8	198,5	196,1	197,1	197,9	196,8	193,9	192,5	193,3	197,0
- Importações	156,8	152,4	148,4	148,0	149,6	150,0	149,6	149,9	147,0	150,8
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-1,50	-1,04	-0,75	-0,78	-1,00	-1,30	-1,41	-1,60	-1,30	-1,41
(em US\$ bilhões)	-20,0	-15,5	-11,9	-14,0	-19,5	-24,4	-26,9	-30,0	-24,6	-28,7
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	52,3	52,3	52,6	65,0	68,5	70,0	69,3	68,5	75,0	75,0
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	369	370	370	371	375	375	375	375	374	375
Risco-País (Embi) - em pontos	437	500	347	347	350	325	325	312	305	310
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	-0,5	-1,1	-1,5	-1,5	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,27	-2,20
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-6,5	-8,1	-8,1	-7,9	-8,4	-8,6	-8,7	-9,1	-8,85	-8,60
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	44,0	46,2	47,3	49,0	49,9	51,7	50,4	51,7	51,40	51,15
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	78,6	79,9	79,6	78,7	79,0	79,2	79,0	78,4	76,96	75,73
Taxa de Crescimento do PIB (%)	1,00	0,50	0,50	1,00	1,10	1,46	1,50	0,90	0,50	0,50
Agropecuária (%)	2,05	2,00	2,05	2,00	1,95	2,01	2,05	2,50	4,00	4,80
Indústria (%)	1,67	0,60	0,60	1,70	2,22	2,42	2,49	1,40	0,50	0,95
Serviços (%)	0,26	0,33	0,32	1,00	1,00	1,00	1,00	0,70	0,10	0,10
- PIB R\$ bilhões	6584	6564	6508	6575	6598	6607	6597	6514	6560	6578
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	10,15	11,31	12,58	12,50	12,50	12,55	12,42	12,54	12,70	12,80
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no ano)	2,00	0,60	0,80	1,50	1,85	1,97	1,91	1,50	1,20	1,50

Cenários para a Economia - 2018

Variáveis	2018	
	jan/17	fev/17
Taxa SELIC (média -% a.a.)	9,70	9,08
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	9,50	9,00
Desvalorização cambial (%)	4,35	1,49
Ptax em 31/12	3,6000	3,4000
Dólar Médio	3,5500	3,4042
IPCA (%)	4,50	4,50
Preços Livres (%)	4,50	4,40
Preços Administrados (%)	4,40	4,58
IGP-M (%)	5,00	4,53
Balança Comercial (US\$ bilhões)	37,7	35,5
- Exportações	200,0	201,0
- Importações	162,30	165,5
Saldo de Transações Correntes (% PIB)	-1,9	-2,00
(em US\$ bilhões)	-36,9	-40,0
Investimento Externo Direto (US\$ bilhões)	74	77,9
Reservas Internacionais (Liq. Intern.) - US\$ bi	376	375
Risco-País (Embi) - em pontos	300	295
Resultado do Setor Público - Primário (% PIB)	-1,75	-1,7
Resultado do Setor Público - Nominal (% PIB)	-7,70	-7,4
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	55,05	54,6
Dívida Bruta do Setor Público (% PIB)	80,10	79,6
Taxa de Crescimento do PIB (%)	2,50	2,50
Agropecuária (%)	2,90	2,50
Indústria (%)	2,80	3,21
Serviços (%)	2,15	2,20
- PIB R\$ bilhões	7052	7096
Taxa Média de Desemprego Aberto - IBGE (%)	12,22	12,50
Produção Industrial - Indústria Geral / IBGE (% no an	3,20	3,40

Data: 17 de fevereiro de 2017

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 Barbosa – Banco Bradesco

Economistas Presentes: Adauto Lima (Western Asset), Alexandre Azara (Mauá Sekular), Andrei Spacov (Gávea), Cláudio Ferraz (BTG Pactual), Eduardo Andrade (APEX), Felipe Tâmega (ItauAsset), Fernando Honorato (Bradesco), Fernando Rocha (JGP), Guilherme Loureiro (UBS), Guilherme Martins (Itaú), Leonardo Sapienza (Banco Votorantim), José Pena Garcia (Porto Seguro), Luiz Fernando Figueiredo (Mauá Sekular), Marcelo Carvalho (BNP Paribas), Marcelo Kfoury (Citibank), Marcelo Salomon (BW), Marcelo Toledo (BRAM), Maurício Molan (Bco. Santander), Rodrigo Azevedo (Ibiuna) e Tomás Brisola (BBM Investimentos)

Participantes ANBIMA: Antônio Sá, Enilce Melo, Marcelo Cidade e Vivian Corradin.

Redação: Marcelo Cidade.