



## CENÁRIO MACRO

**Leandro Rothmuller**  
Economista-Chefe

Janeiro 2019

# SUMÁRIO

»» BRASIL: CENÁRIO BENIGNO EM MEIO A ANTIGOS DESAFIOS

»» GLOBAL: CENÁRIO PERMANECE COMPLEXO

»» MERCADOS: TENDÊNCIAS RECENTES

# SUMÁRIO

»» BRASIL: CENÁRIO BENIGNO EM MEIO A ANTIGOS DESAFIOS

»» GLOBAL: CENÁRIO PERMANECE COMPLEXO

»» MERCADOS: TENDÊNCIAS RECENTES

## CENÁRIO BENIGNO EM MEIO A ANTIGOS DESAFIOS

- » O crescimento deve acelerar com inflação baixa e taxa Selic estável ao longo de 2019.
- » O ajuste fiscal permanece incompleto: a reforma da previdência é urgente para assegurar o cumprimento do teto de gastos e estabilizar a dívida pública no médio prazo.
- » A direção da política econômica é clara: Guedes e sua equipe estão comprometidos com uma agenda liberal e reformista. O principal desafio é a implementação dessa política.
- » O novo ministério tem pouca interseção com as forças políticas representadas no Congresso, levantando dúvidas sobre a coordenação política para aprovar a agenda de reformas.
- » Cenário global também permanece complexo.

# BRASIL: PROJEÇÕES

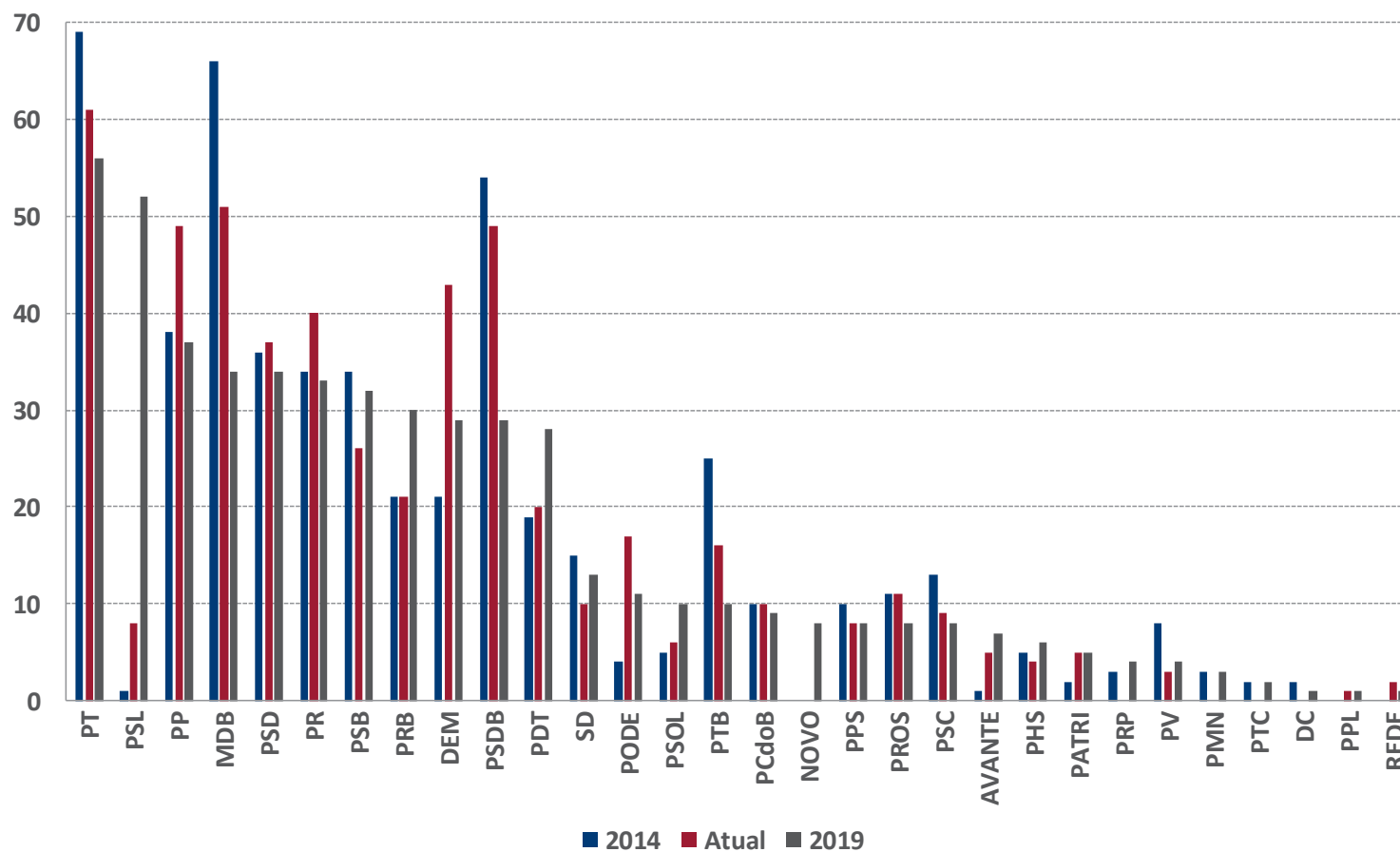
PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Crescimento do PIB (%)	3,0%	0,5%	-3,5%	-3,3%	1,1%	1,2%	2,8%	3,0%
Inflação (%)	5,9%	6,4%	10,7%	6,3%	2,9%	3,8%	3,9%	4,0%
Taxa Selic (%)	10,00%	11,75%	14,25%	13,75%	7,00%	6,50%	6,50%	8,00%
Taxa de Desemprego (%)	6,8%	7,1%	9,6%	12,6%	12,4%	12,1%	10,6%	9,7%
Balança Comercial (US\$ bi)	3	-4	20	48	67	62	50	39
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	-75	-104	-59	-23	-10	-12	-25	-42
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-3,0%	-4,3%	-3,3%	-1,3%	-0,5%	-0,6%	-1,1%	-1,7%
Resultado Primário Fiscal (% do PIB)	1,7%	-0,6%	-1,9%	-2,5%	-1,8%	-1,8%	-1,3%	-0,4%
Dívida Bruta do Governo (% do PIB)	51,7%	57,2%	66,2%	69,4%	74,0%	74,4%	75,8%	76,2%

» A direção da política econômica é clara: Guedes e sua equipe estão comprometidos com uma agenda liberal e reformista. O principal desafio é a implementação dessa política.

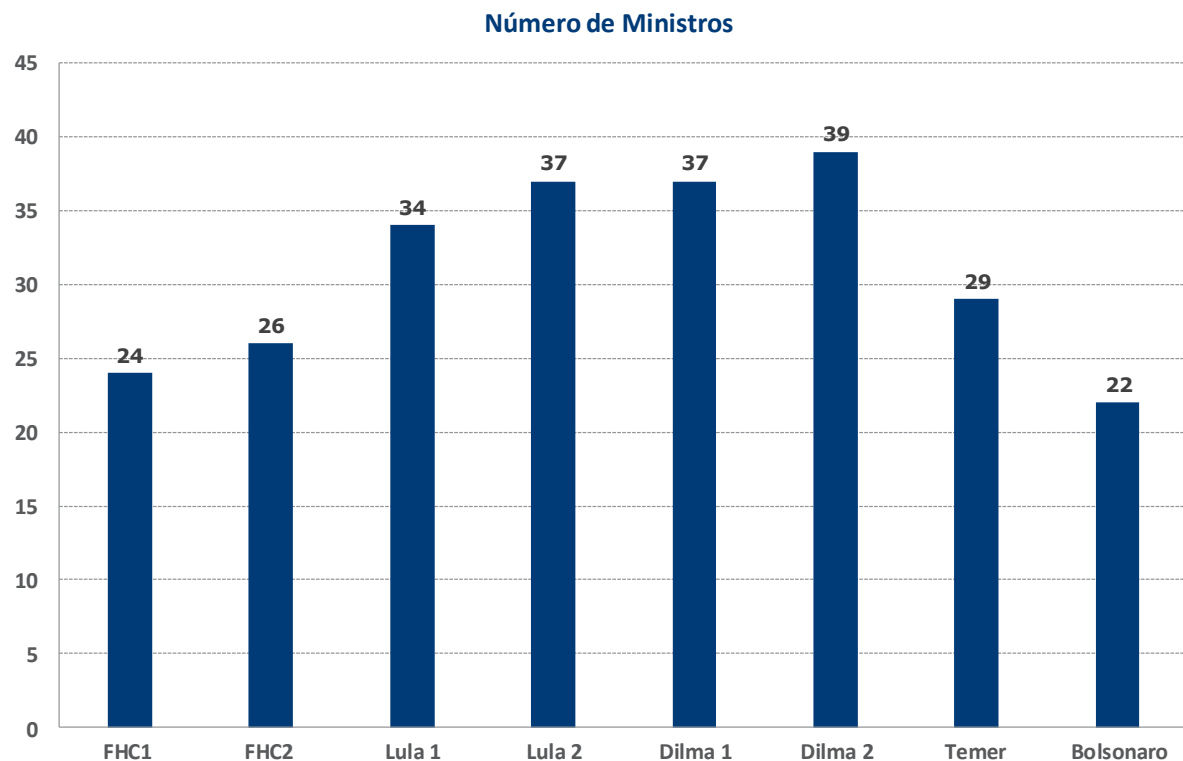


» O PSL tornou-se o 2º maior partido, mas o Congresso continua profundamente fragmentado, com 30 partidos representados na Câmara.

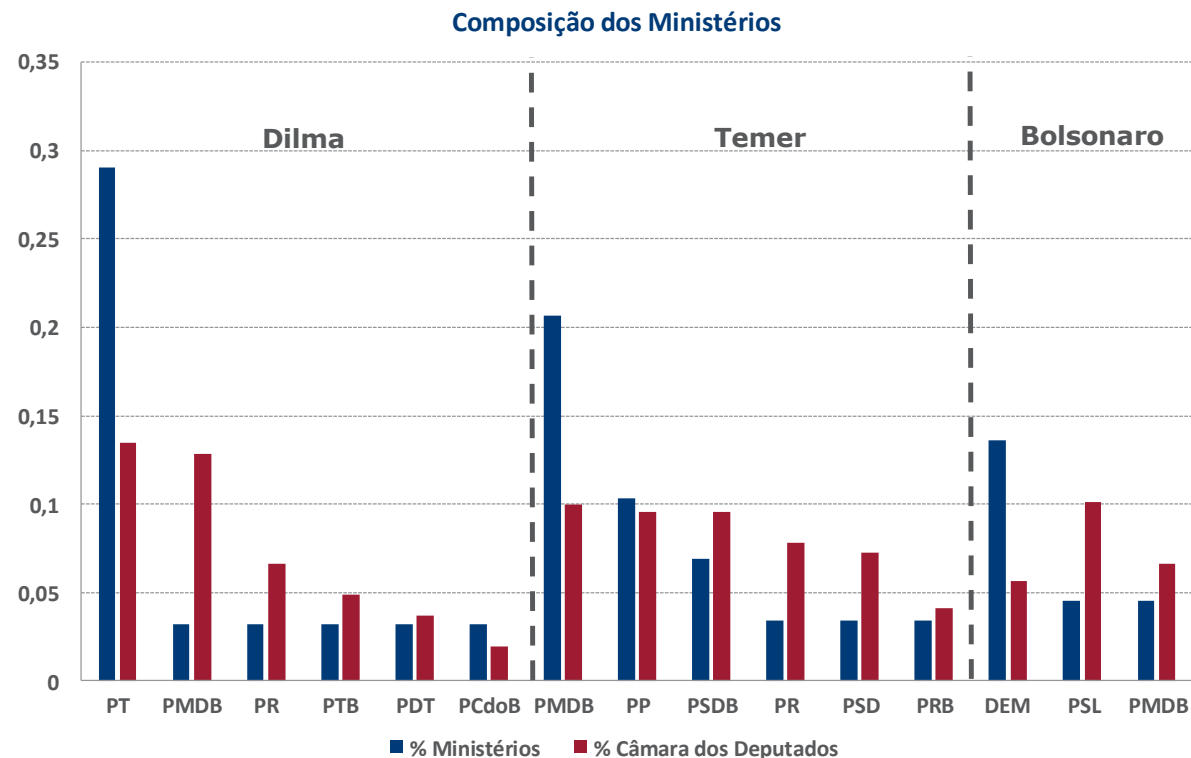
Composição Câmara dos Deputados - Número de Deputados



» O ministério terá apenas 22 membros, o menor dos últimos anos.



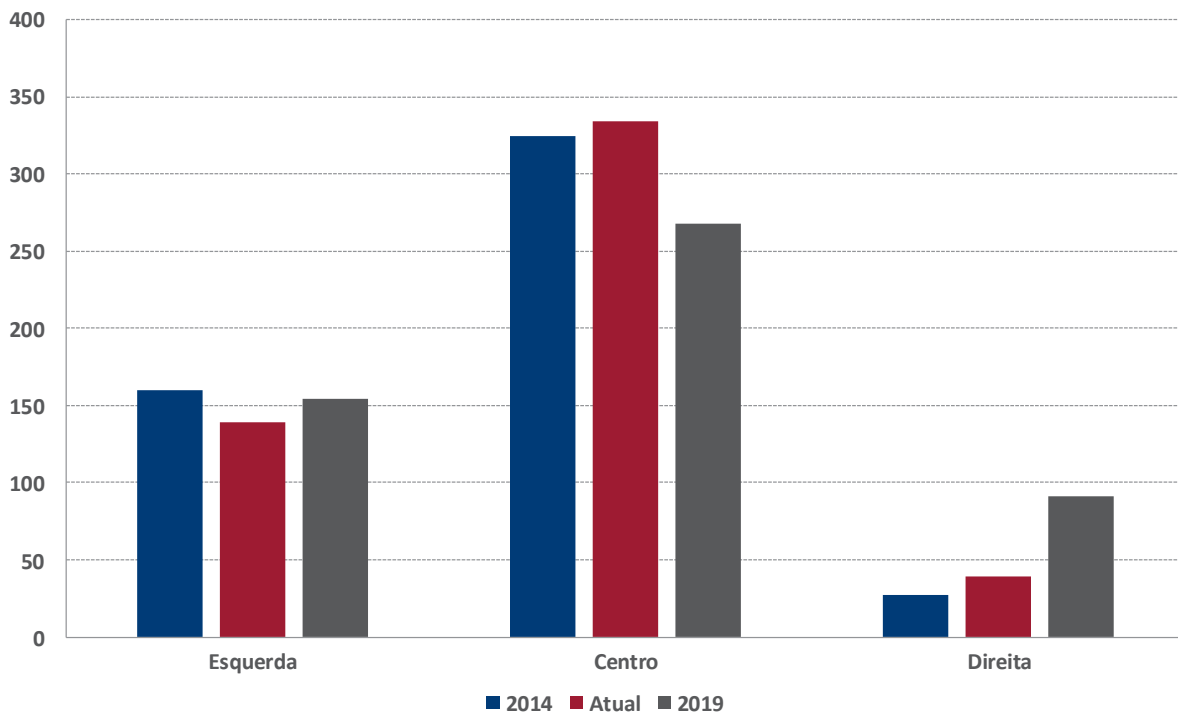
» O ministério tem pouca interseção com as forças políticas representadas no Congresso.



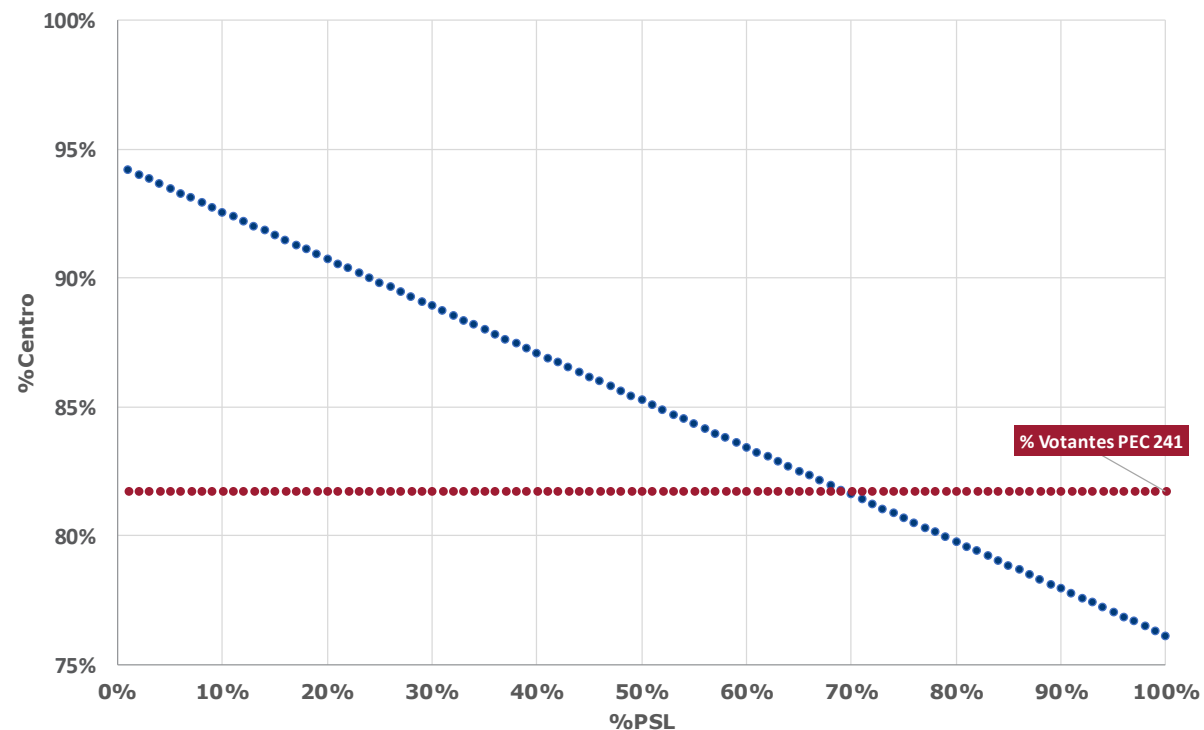
» O governo precisará do apoio dos partidos de centro para aprovar a agenda de reformas.

» O PSL deve ser o primeiro partido a apoiar a agenda de reformas.

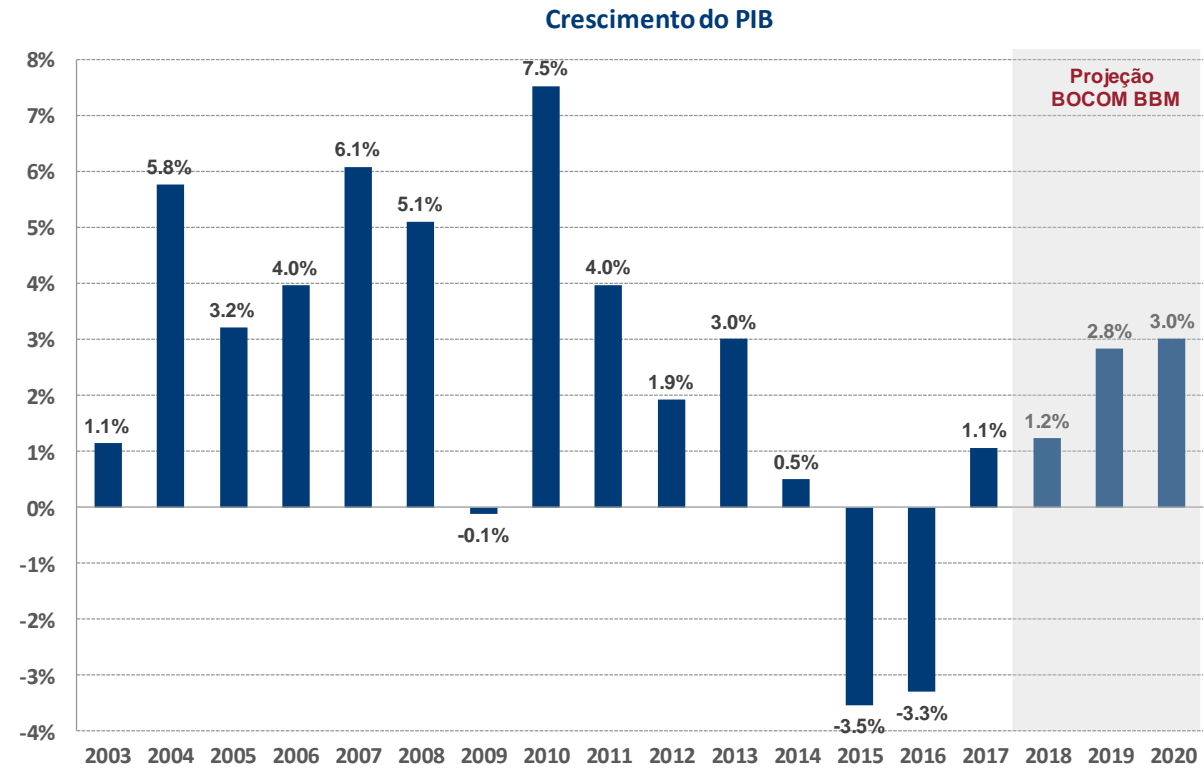
Câmara dos Deputados - Número de Deputados



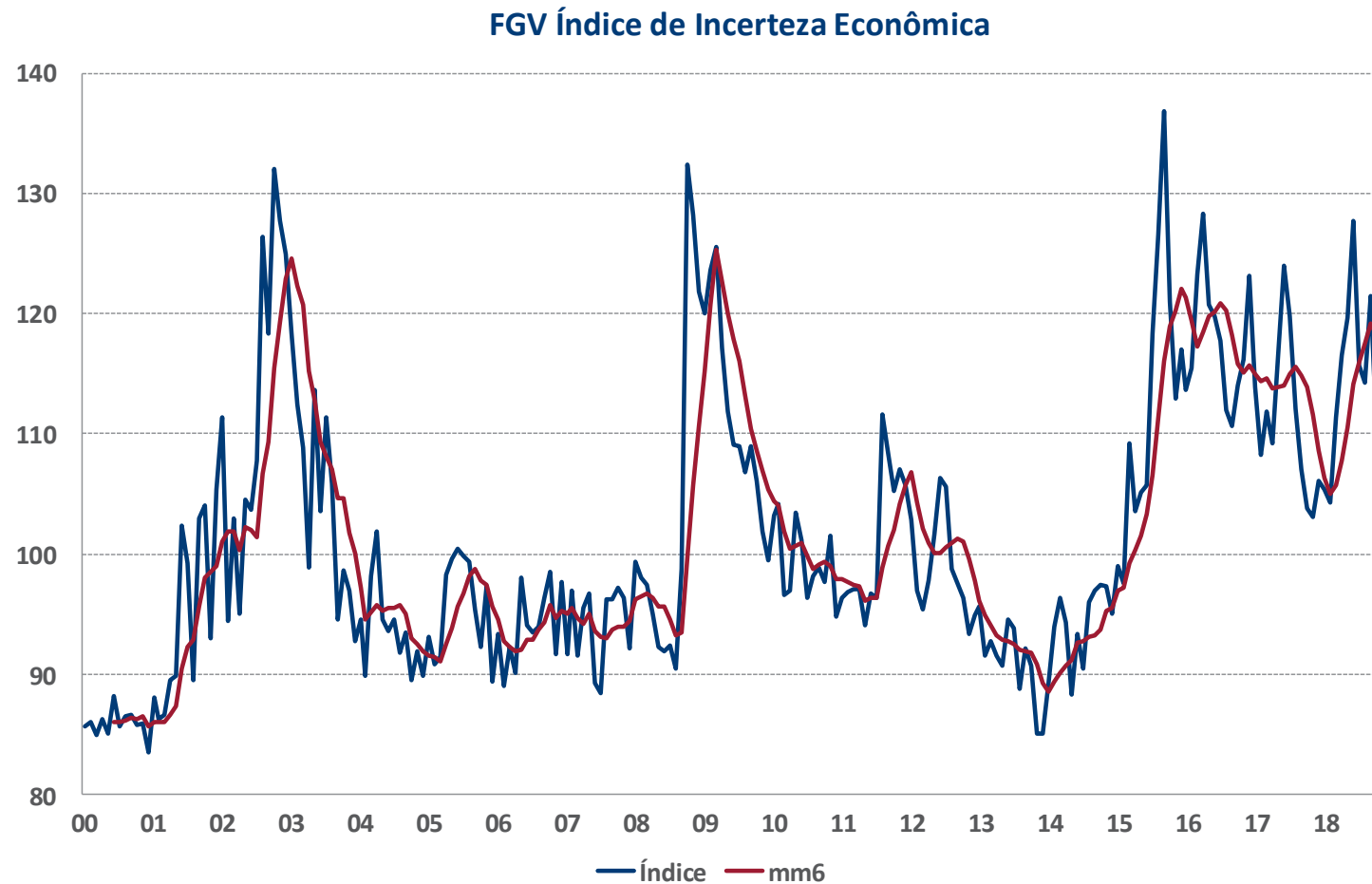
Emenda Constitucional



- » Cenário econômico benigno: o crescimento deve acelerar para 2,8% em 2019 e 3,0% em 2020:
  - » Os ventos contrários estão se dissipando e a incerteza econômica vai diminuir
  - » Confiança e emprego estão melhorando
  - » A política monetária permanece estimulativa
  - » Os bancos estão prontos para apoiar a recuperação
  - » Nenhuma restrição interna ou externa ao crescimento



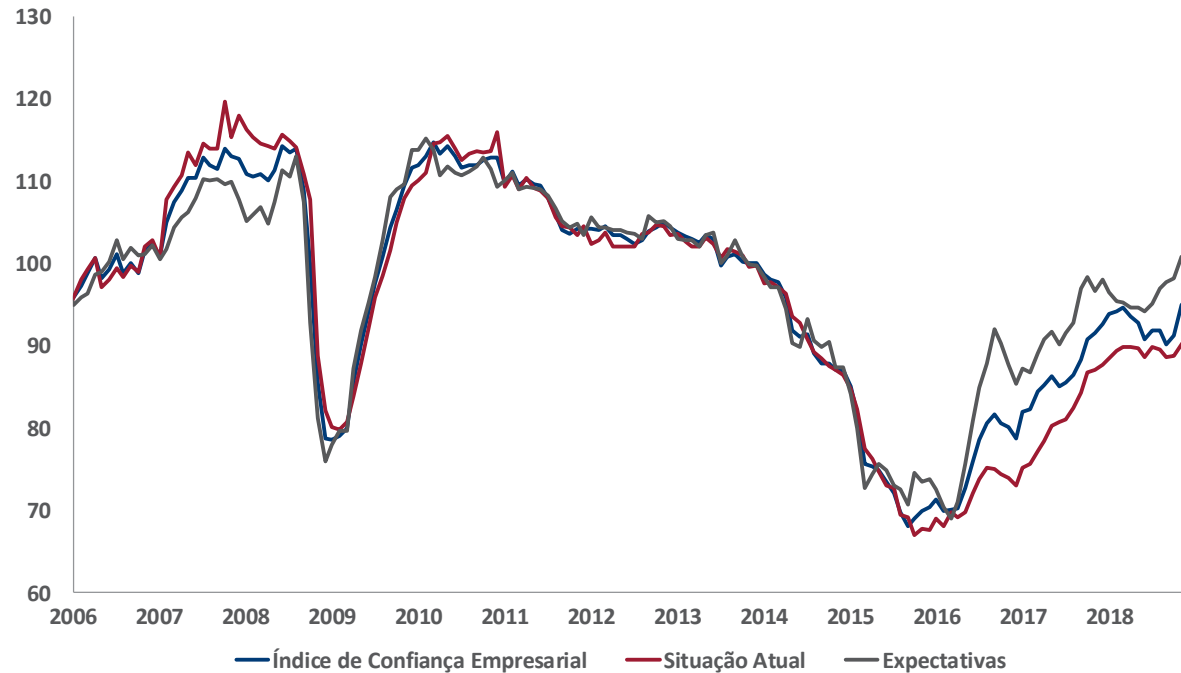
- » A elevada incerteza econômica restringiu o crescimento desde 2015. Ela deve diminuir lentamente à medida que a agenda de reformas avança, apoiando o crescimento em 2019 e 2020.



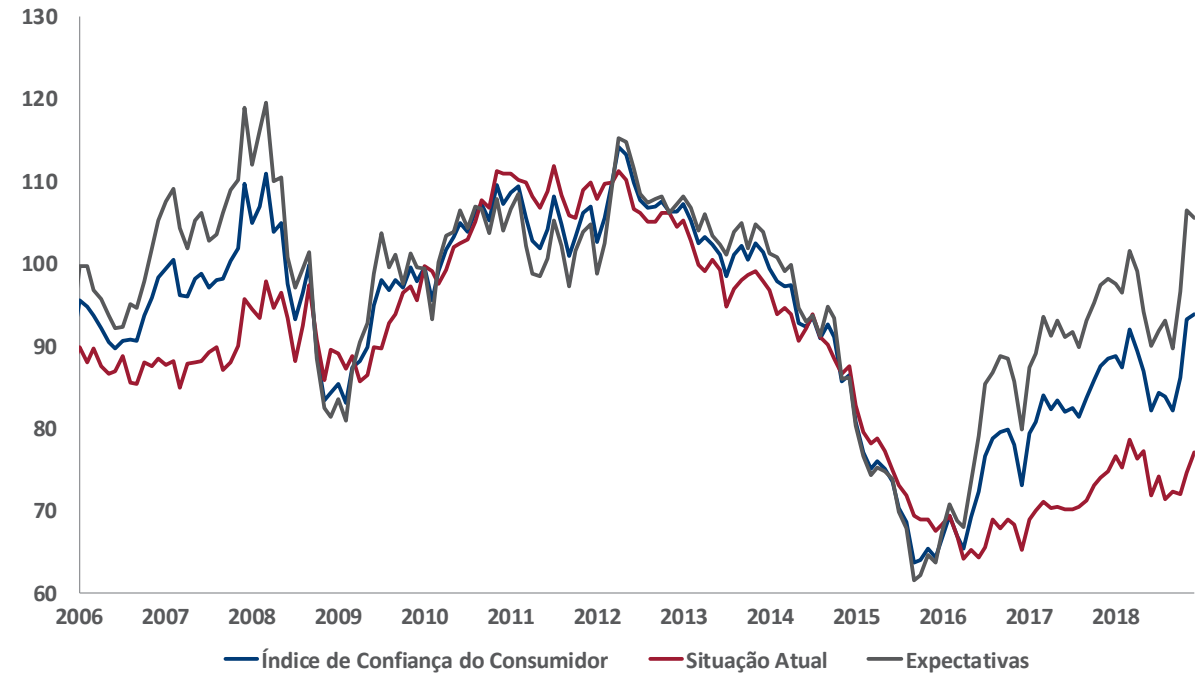
»» A confiança das empresas está começando a melhorar após a pausa em 2018.

»» Os consumidores estão mais otimistas em relação ao futuro.

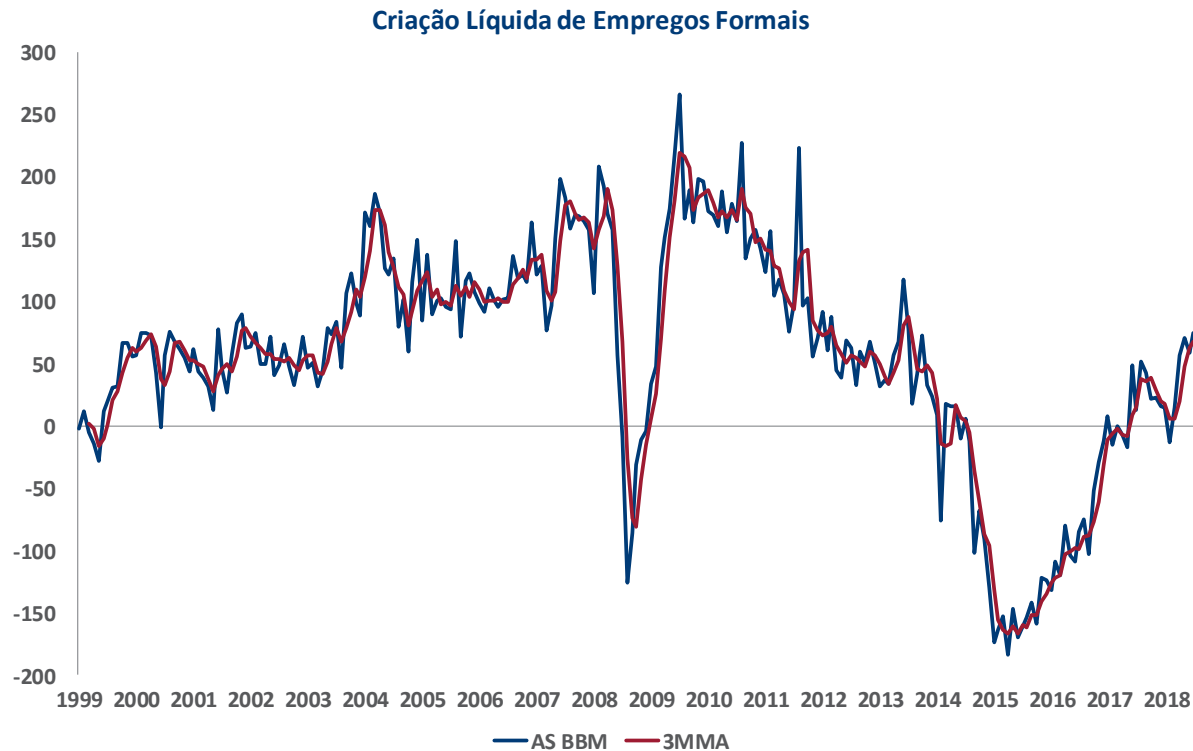
Confiança do Empresário (FGV)



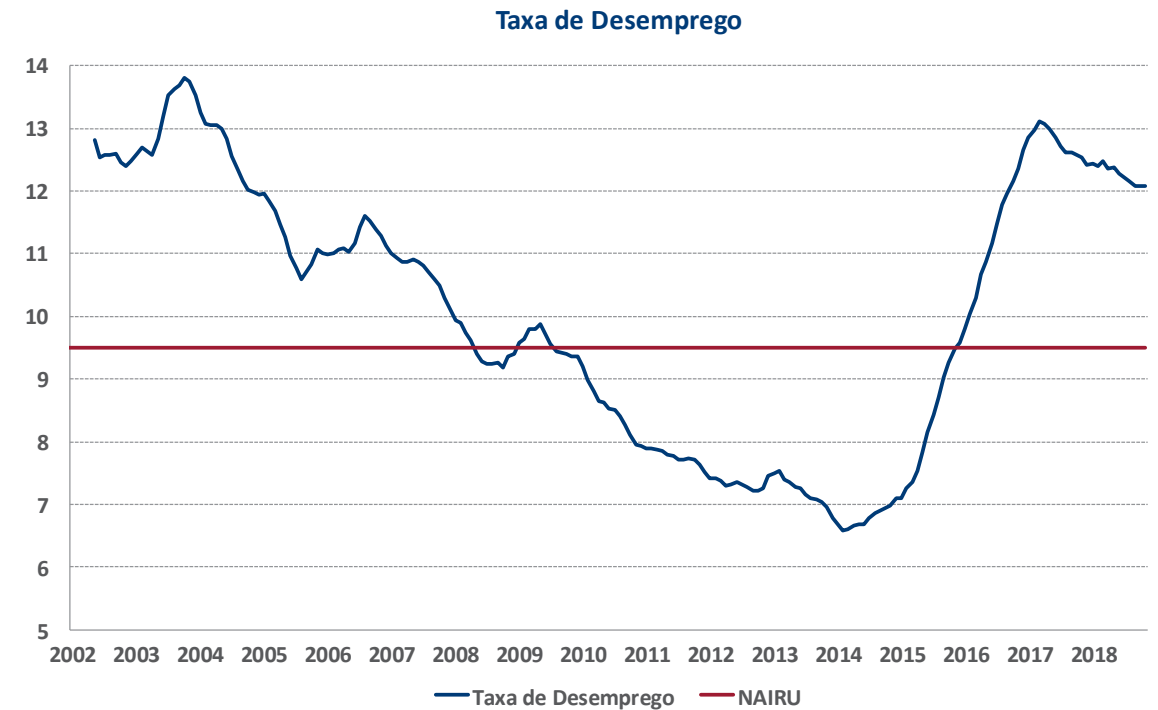
Confiança do Consumidor (FGV)



»» A criação de empregos formais está aumentando e deve se fortalecer em 2019.

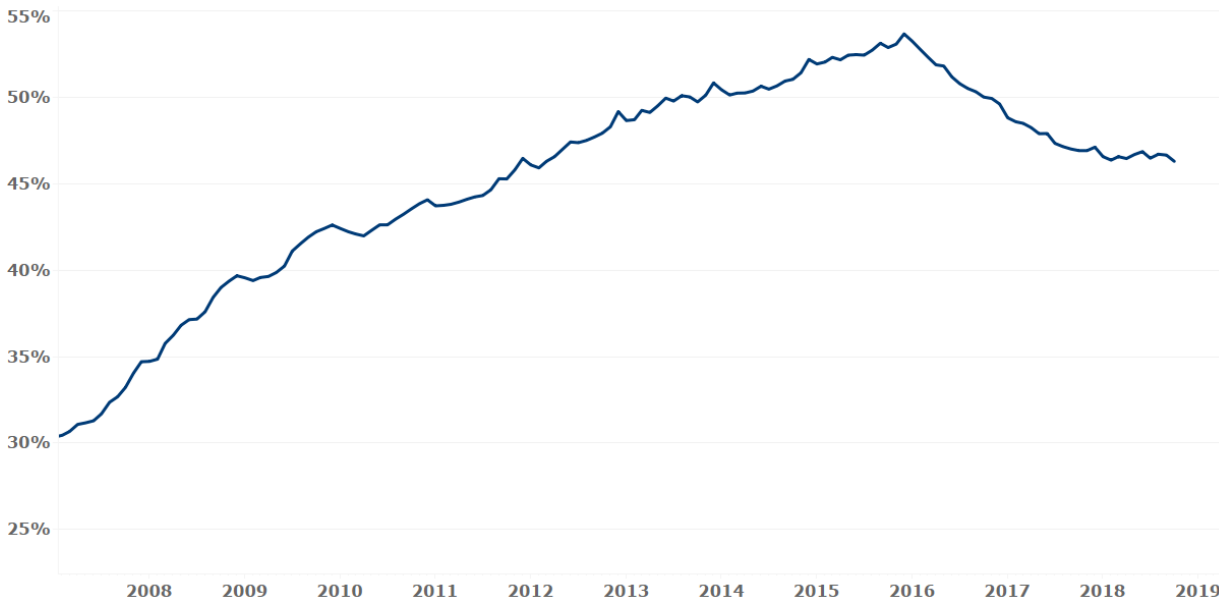


»» A taxa de desemprego tem espaço para continuar caindo gradualmente.



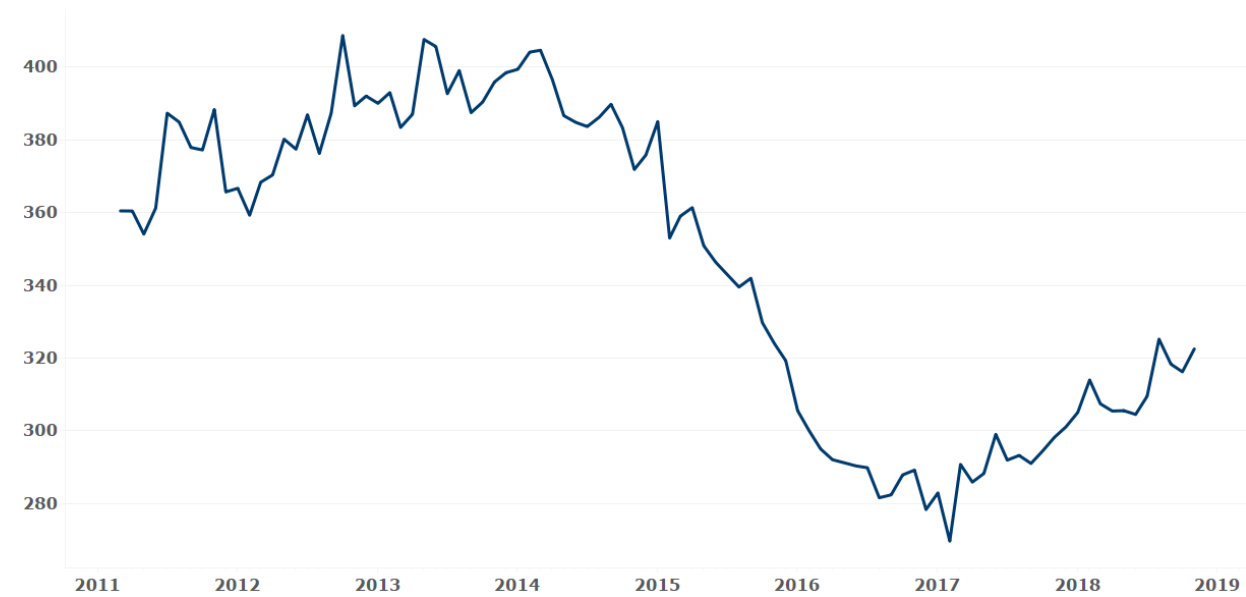
»» **Famílias e empresas desalavancaram nos últimos 3 anos.**

Saldo de Crédito - % PIB



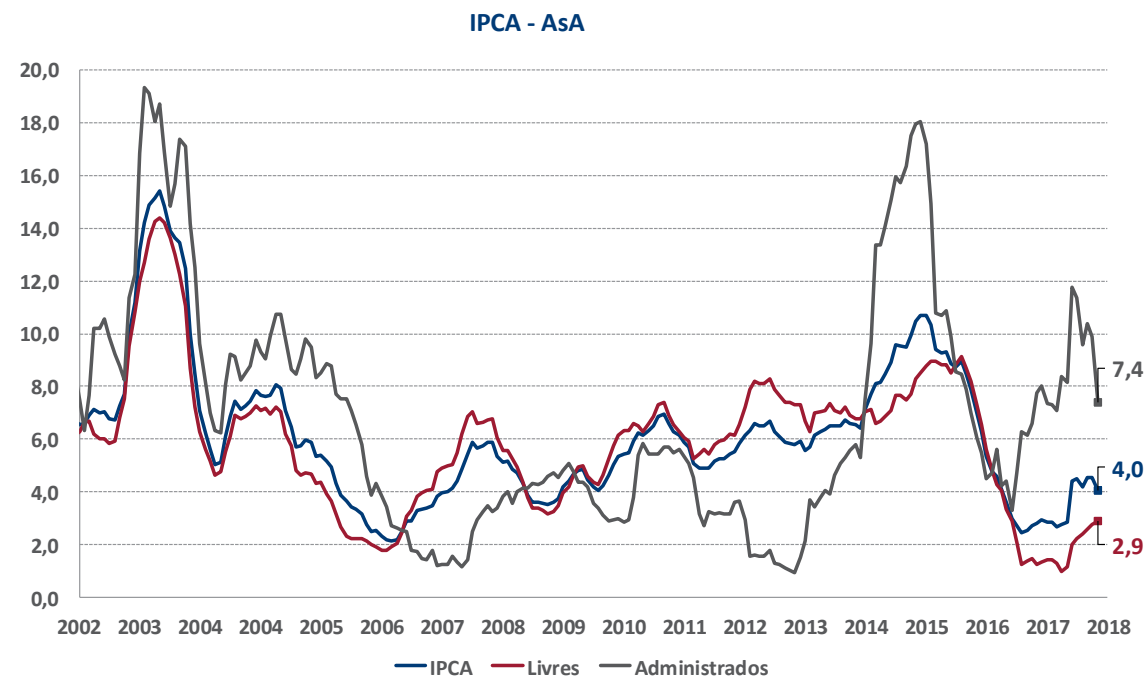
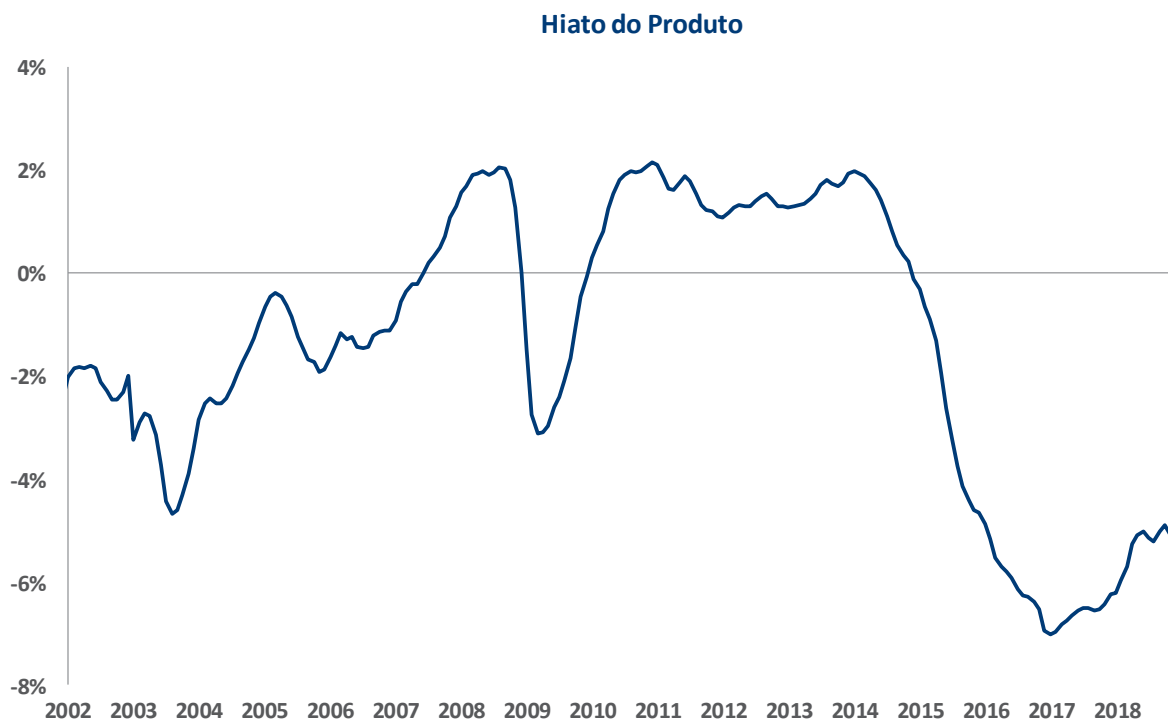
»» **A concessão de crédito está melhorando e os bancos estão prontos para apoiar a recuperação.**

Concessões de Crédito - Termos Reais SA  
Bilhões de Reais



» O hiato do produto permanece elevado e continua pressionando a inflação para baixo.

» Os preços livres estão próximos do piso da meta de inflação.



Cenário Base											
Taxa de câmbio de 3.80 em 2018, 2019 e 2020											
Selic: 6.50% em Dez/18 e Dez/19; 8% em Dez/20											
	IPCA	Livres (74.7%)	Administrados (25.3%)	Núcleo Inflação (59.0%)	Bens Industriais (20.2%)	Serviços (35.8%)	Serviços - BBM (16.7%)	Alimentação no Domicílio (15.7%)	Hiato	PIB	Selic
1T16	9,39%	8,96%	10,79%	7,26%	6,61%	7,50%	6,54%	15,31%	-5,5%	-4,3%	14,25%
2T16	8,84%	8,52%	9,91%	6,85%	6,87%	7,03%	5,86%	14,67%	-5,9%	-4,6%	14,25%
3T16	8,48%	8,68%	7,88%	6,67%	6,25%	7,03%	5,70%	16,14%	-6,3%	-4,2%	14,25%
<b>4T16</b>	<b>6,29%</b>	<b>6,55%</b>	<b>5,49%</b>	<b>5,78%</b>	<b>5,24%</b>	<b>6,47%</b>	<b>4,84%</b>	<b>9,36%</b>	<b>-7,0%</b>	<b>-3,5%</b>	<b>13,75%</b>
1T17	4,57%	4,26%	5,59%	4,62%	3,18%	6,04%	4,52%	3,00%	-6,8%	-2,4%	12,25%
2T17	3,00%	2,89%	3,30%	3,91%	1,52%	5,72%	4,52%	-0,57%	-6,6%	-1,2%	10,25%
3T17	2,54%	1,40%	6,13%	3,37%	0,98%	4,99%	3,71%	-5,33%	-6,5%	-0,1%	8,25%
<b>4T17</b>	<b>2,95%</b>	<b>1,35%</b>	<b>8,00%</b>	<b>3,12%</b>	<b>0,93%</b>	<b>4,52%</b>	<b>3,58%</b>	<b>-4,86%</b>	<b>-6,2%</b>	<b>1,0%</b>	<b>7,00%</b>
1T18	2,68%	1,27%	7,06%	2,84%	0,65%	3,93%	3,21%	-4,29%	-5,7%	1,5%	6,50%
2T18	4,39%	2,02%	11,78%	2,55%	0,80%	3,14%	2,75%	0,11%	-5,0%	1,6%	6,50%
3T18	4,53%	2,57%	10,38%	2,66%	1,38%	3,22%	2,54%	2,23%	-5,1%	1,5%	6,50%
<b>4T18</b>	<b>3,76%</b>	<b>2,84%</b>	<b>6,30%</b>	<b>2,27%</b>	<b>0,53%</b>	<b>3,37%</b>	<b>2,67%</b>	<b>4,95%</b>	<b>-5,3%</b>	<b>1,23%</b>	<b>6,50%</b>
1T19	4,08%	3,29%	6,39%	2,31%	0,59%	3,53%	2,88%	6,93%	-4,7%	1,4%	6,50%
2T19	3,09%	3,09%	3,06%	2,66%	0,59%	4,13%	2,90%	4,63%	-4,0%	1,8%	6,50%
3T19	2,93%	3,13%	2,39%	2,39%	0,15%	3,81%	2,98%	5,66%	-3,3%	2,2%	6,50%
<b>4T19</b>	<b>3,91%</b>	<b>3,63%</b>	<b>4,69%</b>	<b>2,91%</b>	<b>1,01%</b>	<b>3,97%</b>	<b>2,98%</b>	<b>6,10%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>2,8%</b>	<b>6,50%</b>
1T20	4,32%	4,11%	4,90%	3,33%	1,17%	4,43%	3,04%	6,76%	-2,2%	3,2%	7,50%
2T20	4,32%	4,24%	4,53%	3,30%	1,03%	4,56%	3,36%	7,31%	-1,9%	3,3%	8,00%
3T20	4,20%	4,22%	4,12%	3,28%	0,77%	4,64%	3,49%	7,43%	-1,6%	3,3%	8,00%
<b>4T20</b>	<b>3,97%</b>	<b>3,96%</b>	<b>3,99%</b>	<b>3,21%</b>	<b>0,69%</b>	<b>4,57%</b>	<b>3,56%</b>	<b>6,29%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>3,0%</b>	<b>8,00%</b>

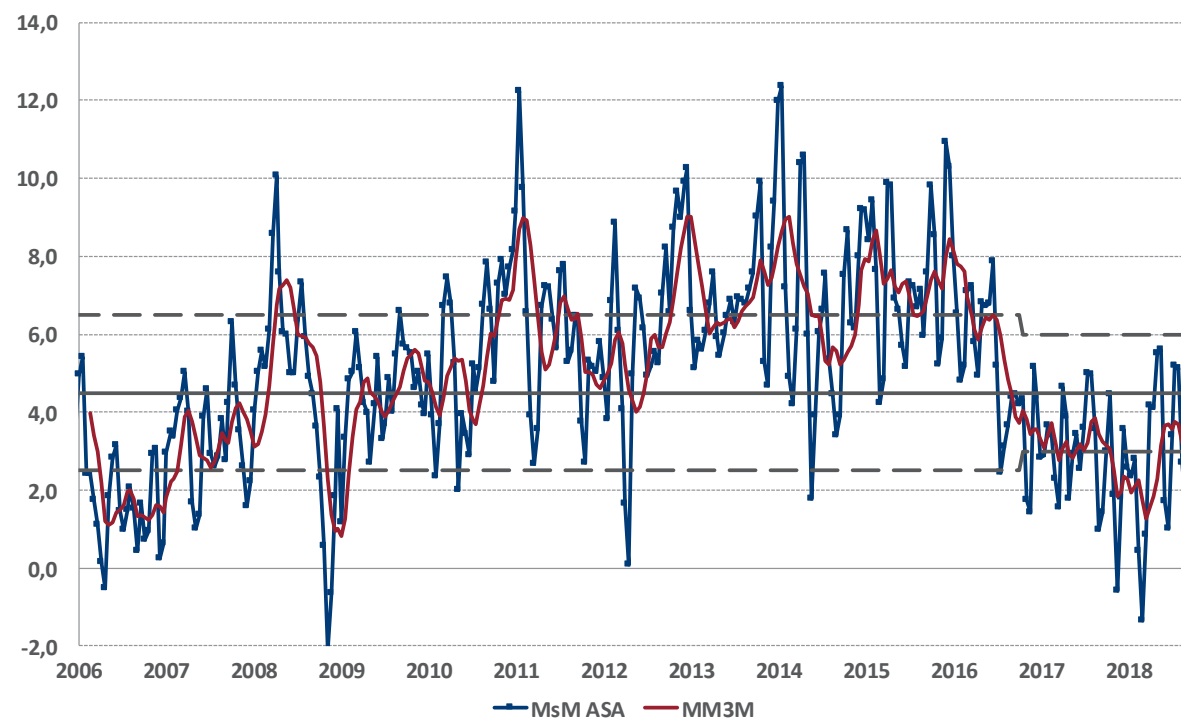
» Expectativas de inflação abaixo da meta em 2018 e 2019 e ancoradas a partir de então.

Expectativas de Inflação (Focus)



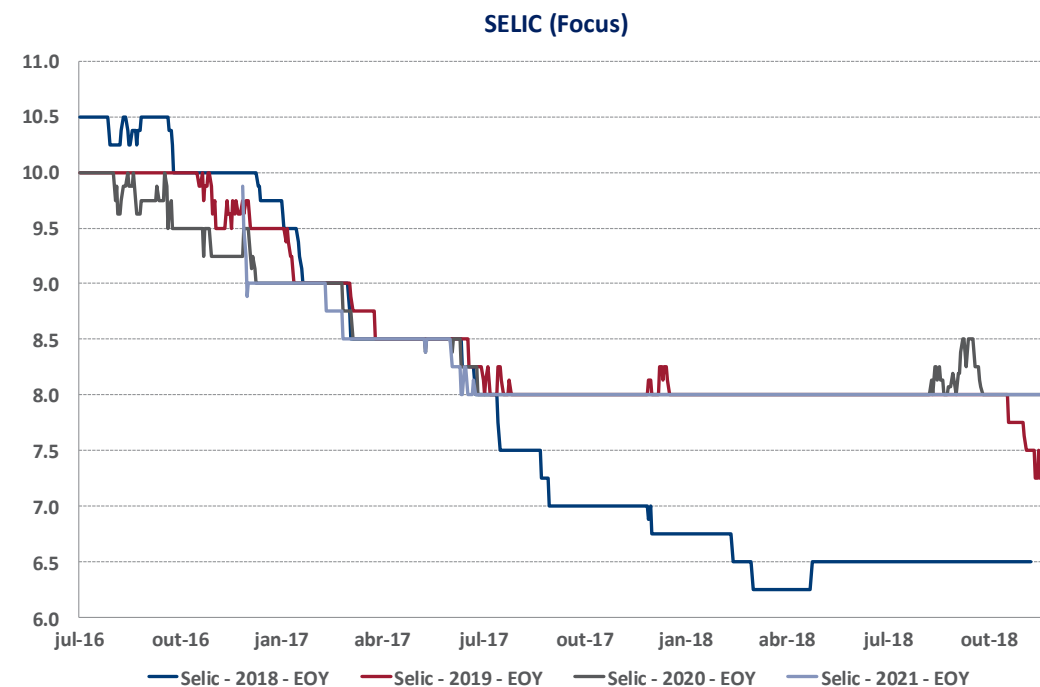
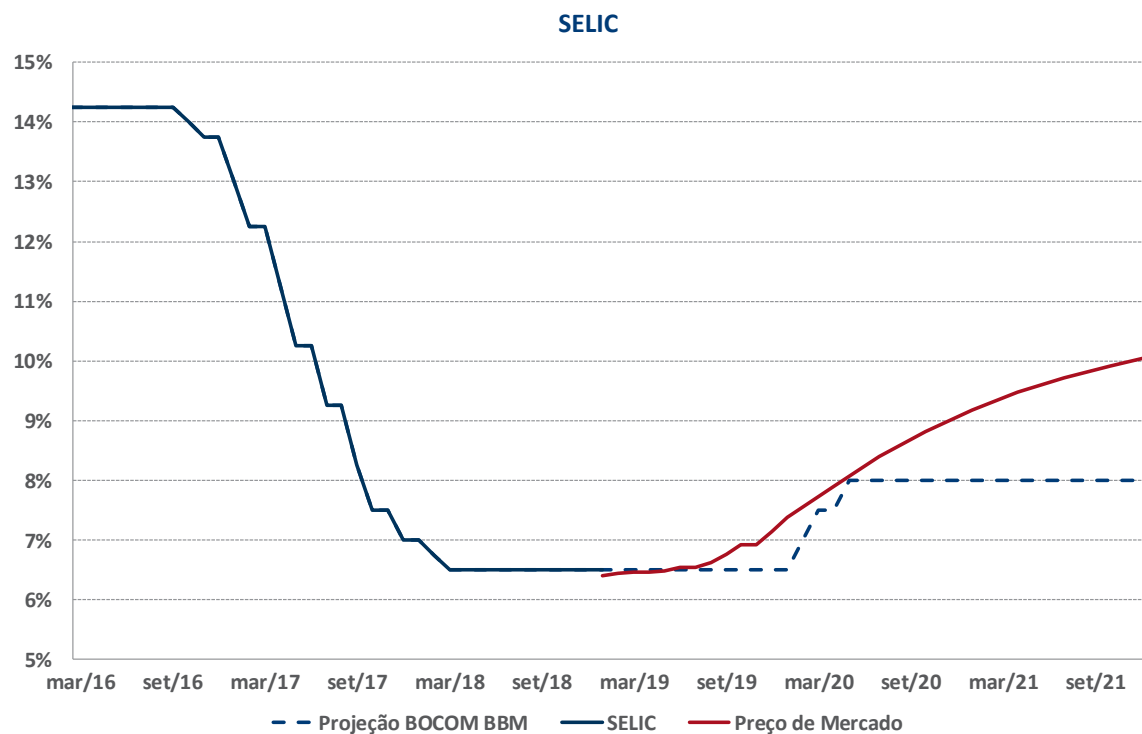
» O núcleo da inflação atingiu níveis muito baixos.

IPCA - Ex 'Alimentação no Domicílio' e 'Administrados' (EX0)



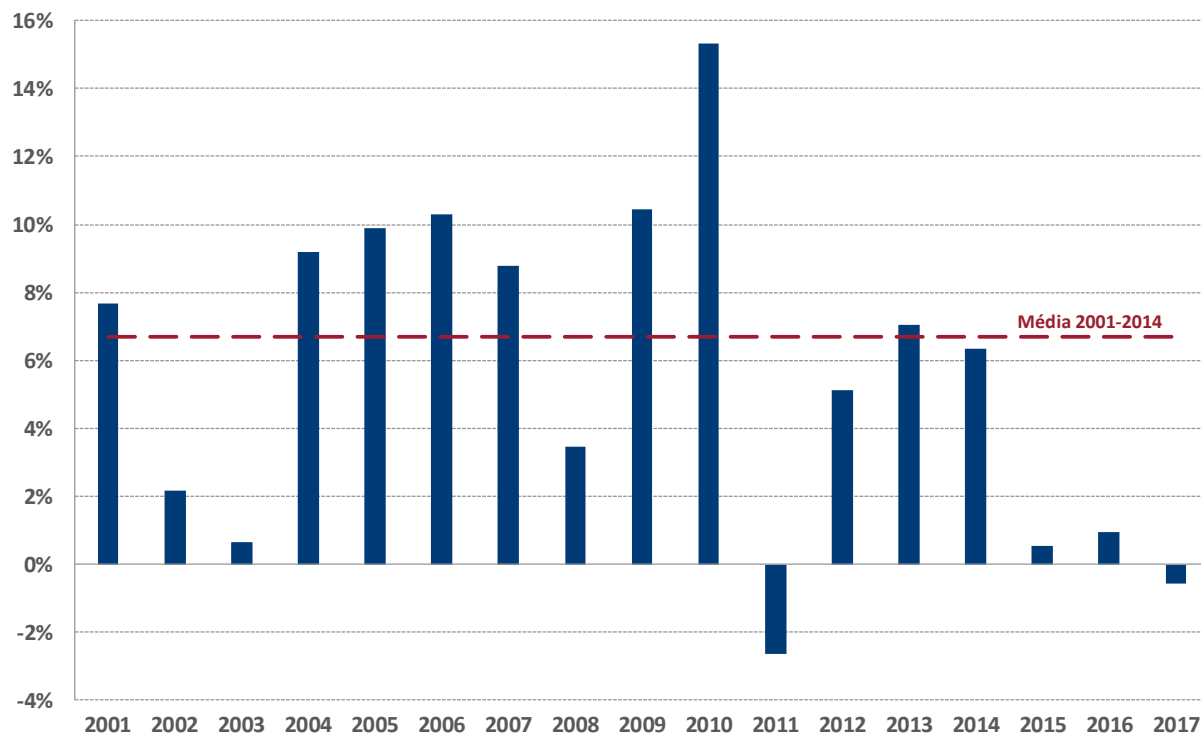
» A taxa Selic permanecerá estável em 2019 e normalizará para 8,0% apenas em 2020.

» Economistas estão revisando para baixo suas projeções para a taxa Selic.

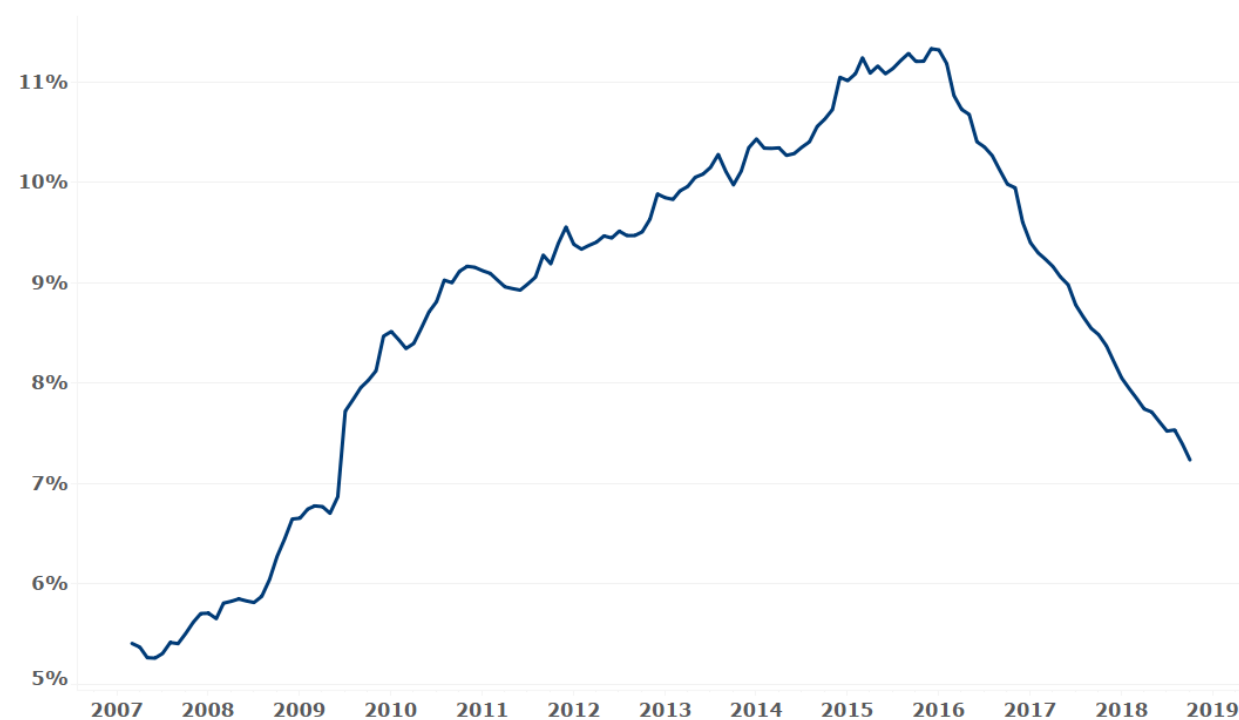


» Os gastos reais do governo estabilizaram pela primeira vez, a carteira do BNDES continua a recuar e a TLP foi aprovada: até que ponto esses fatores reduziram a taxa de juros neutra?

Despesas do Governo Central : Crescimento Real Anual

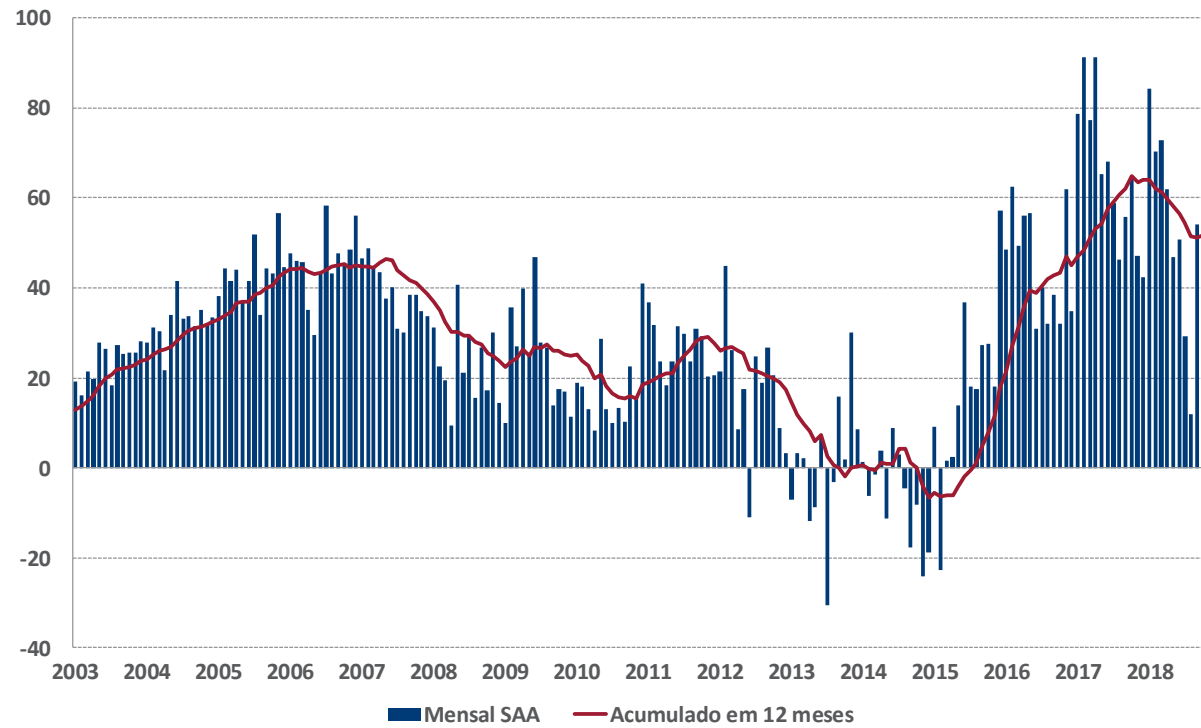


Saldo de Crédito BNDES - % PIB

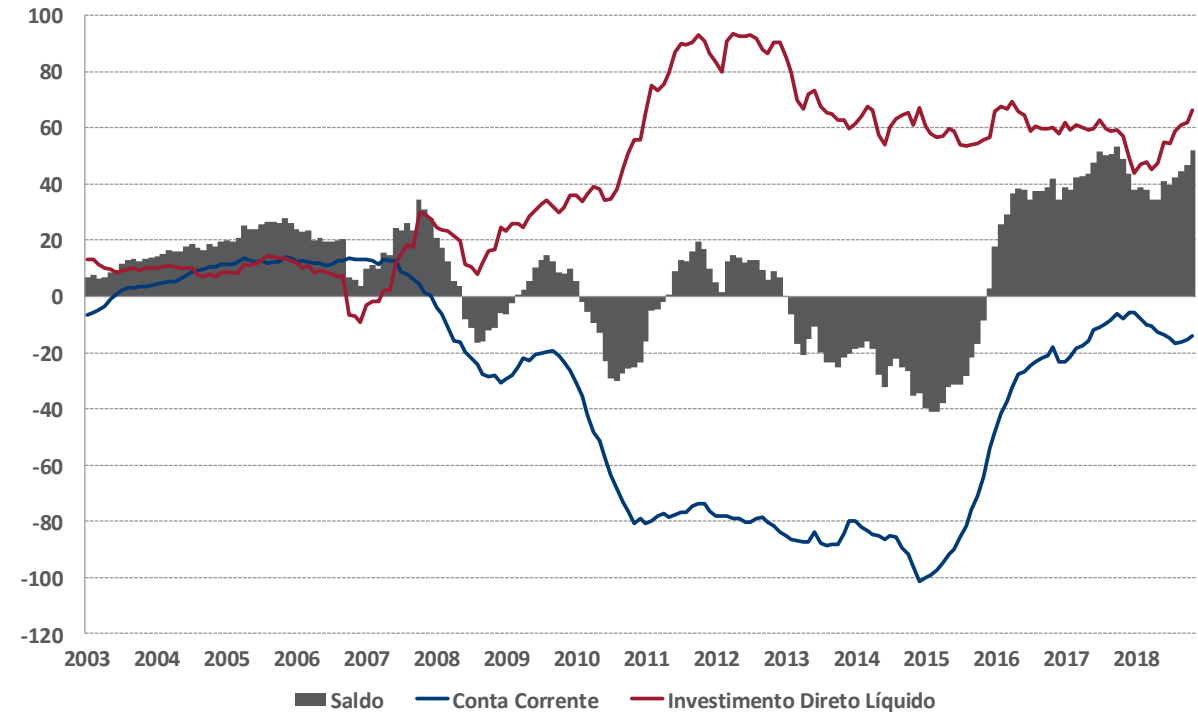


» O país não possui vulnerabilidades externas: o superávit comercial continua elevado e o IED continua sobre financiando o déficit em conta corrente.

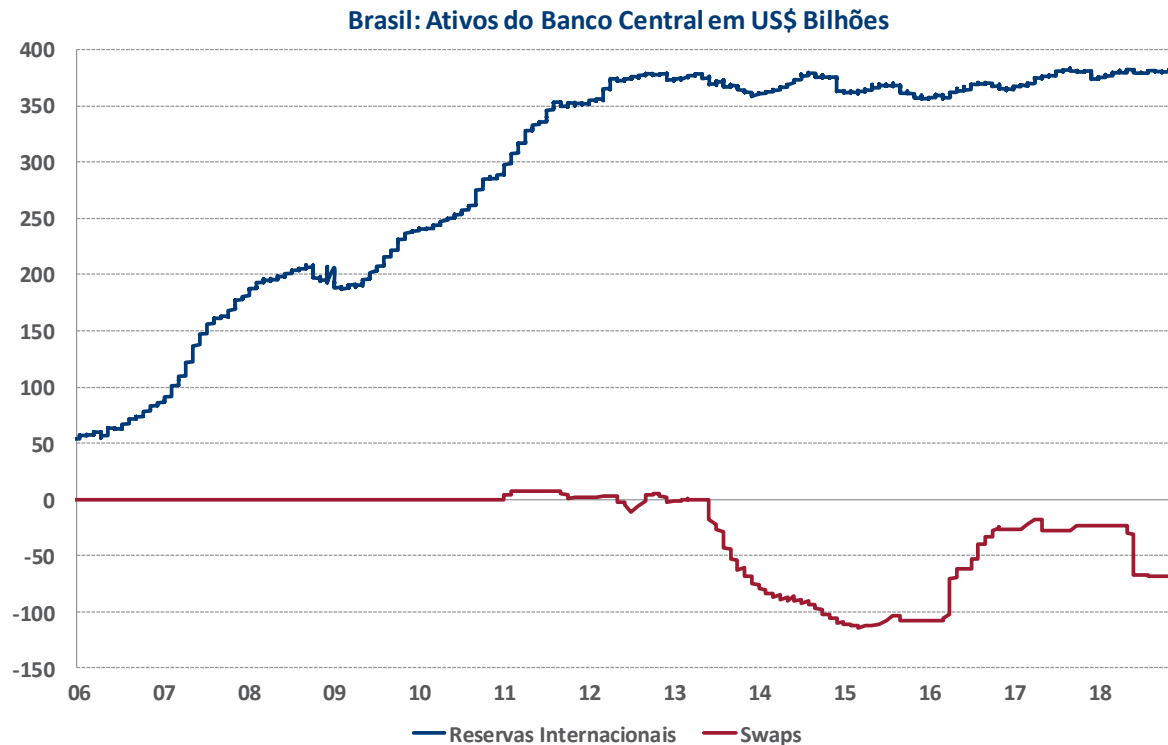
Balança Comercial - US\$ Bilhões



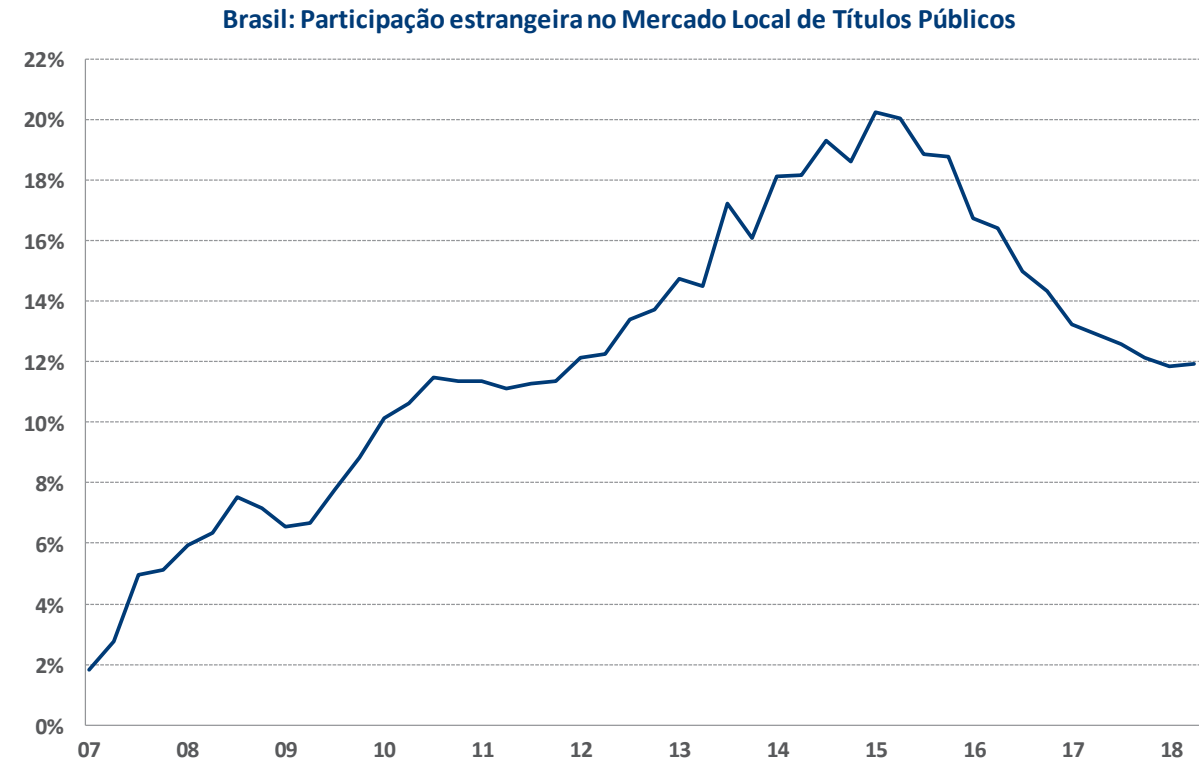
Saldo em Conta Corrente vs Investimento Direto Líquido - US\$ Bilhões em 12m



»» O Banco Central detém reservas internacionais elevadas.



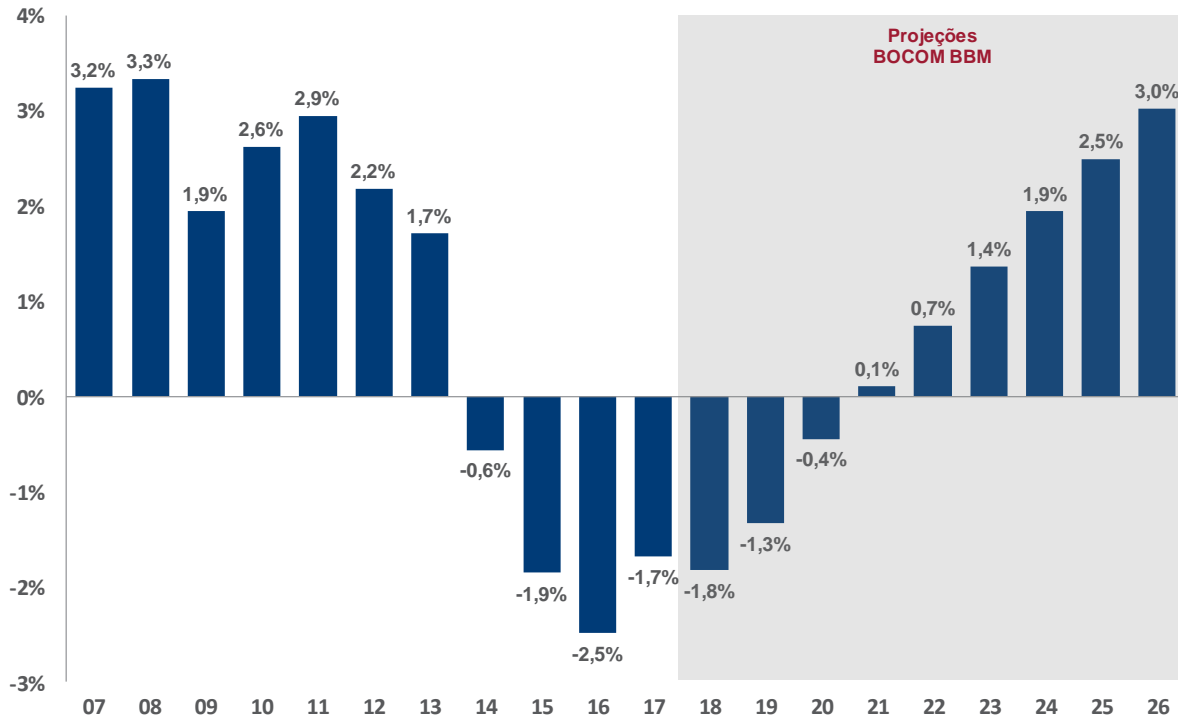
»» A exposição da dívida interna do governo a investidores estrangeiros continua a cair.



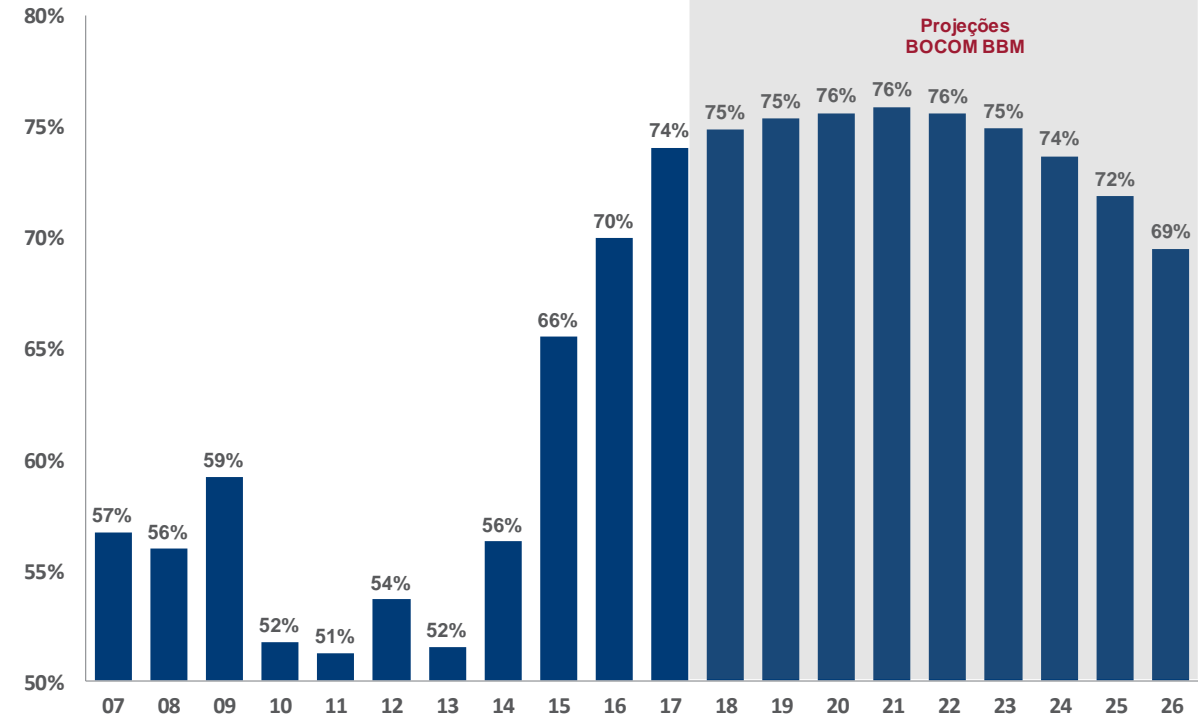
» A política fiscal ainda é o principal desafio: o país tem um déficit primário há cinco anos.

» O teto de gastos poderia melhorar o saldo primário e estabilizar a dívida abaixo de 80%.

Primário Consolidado - % PIB

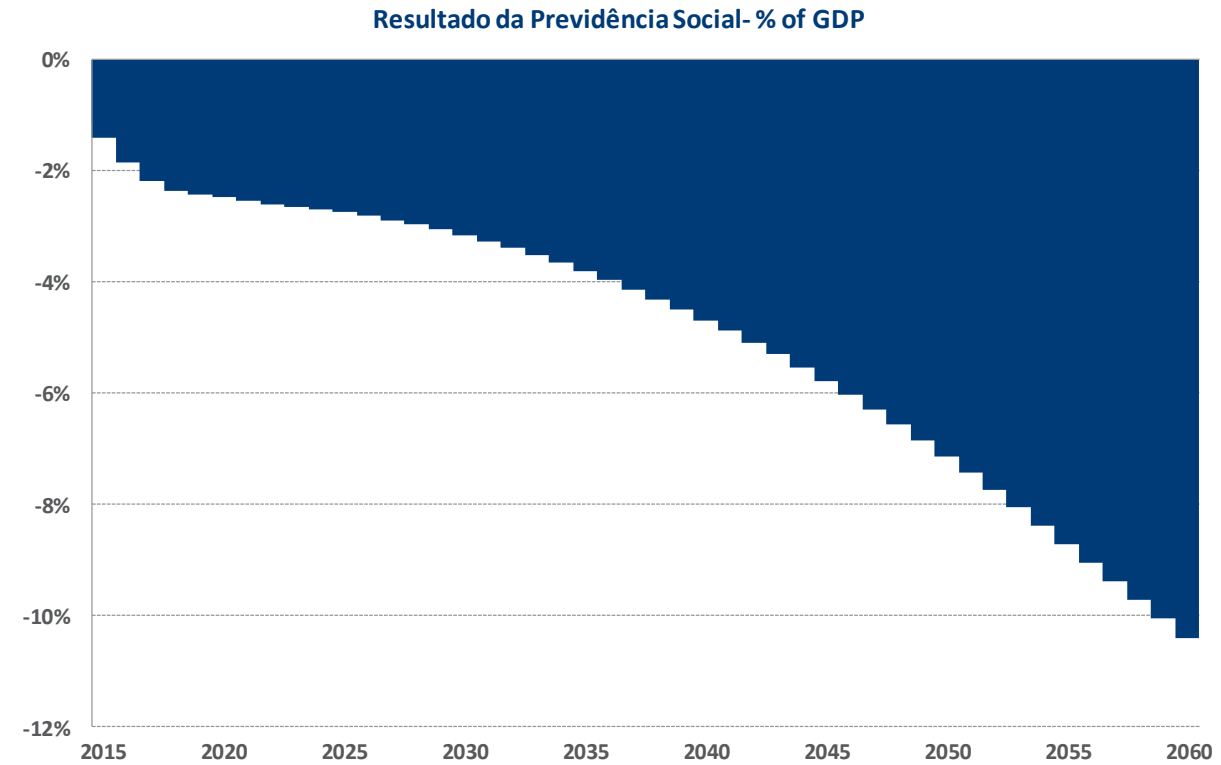
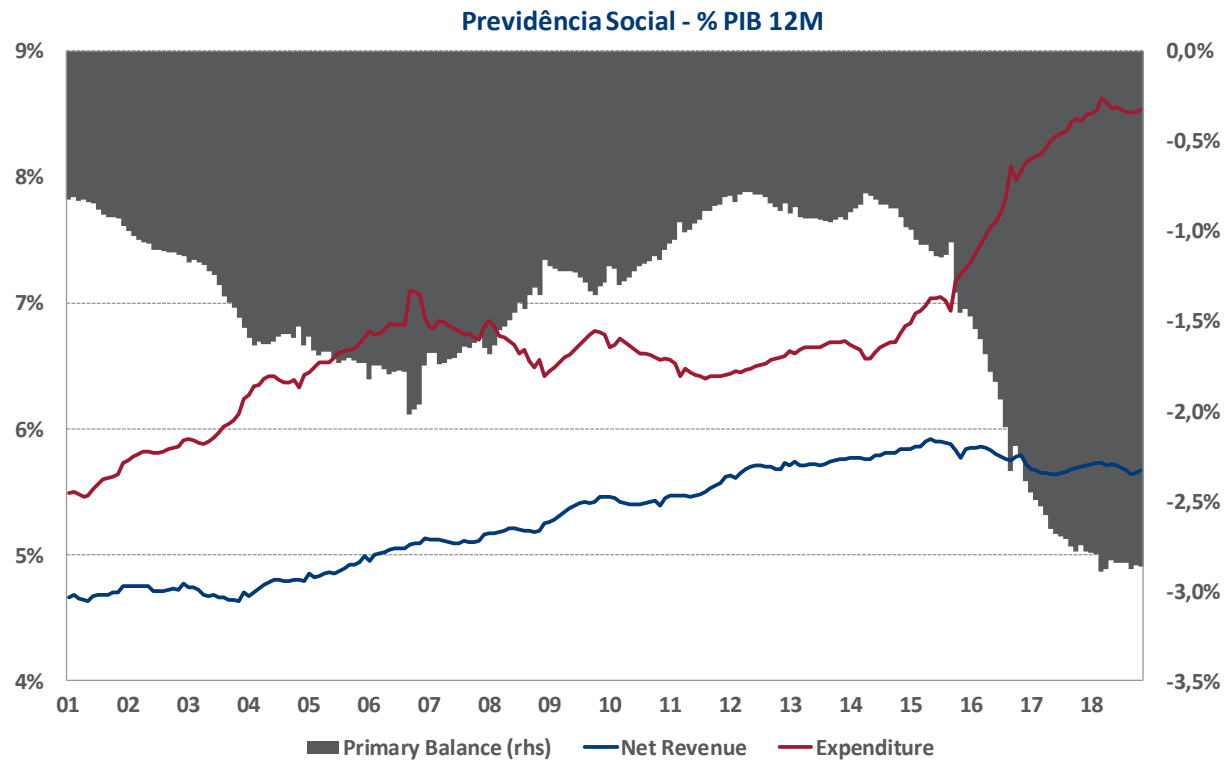


Dívida Bruta Governo Central - % PIB

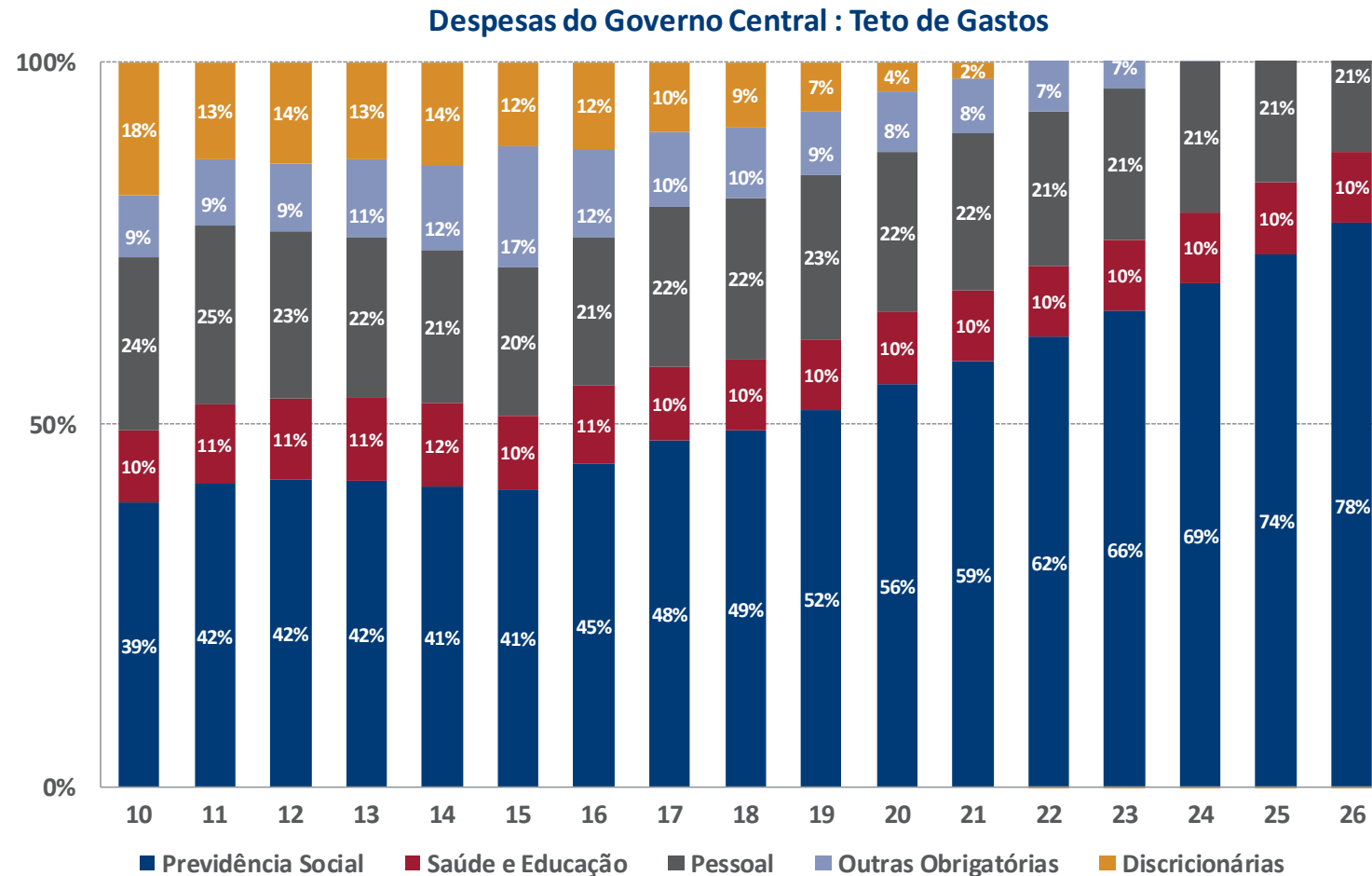


» Problema: o déficit da previdência está aumentando rapidamente e atingiu cerca de 3,0% do PIB.

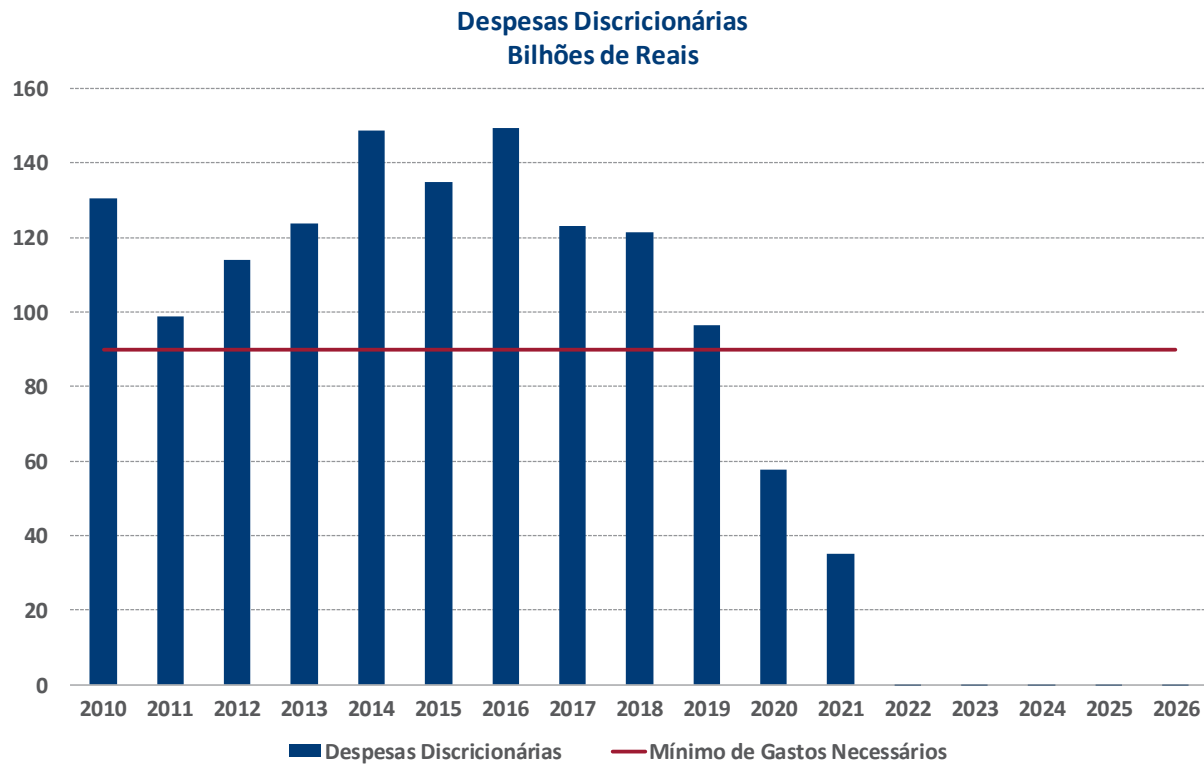
» Demografia e um sistema generoso criam uma dinâmica insustentável.



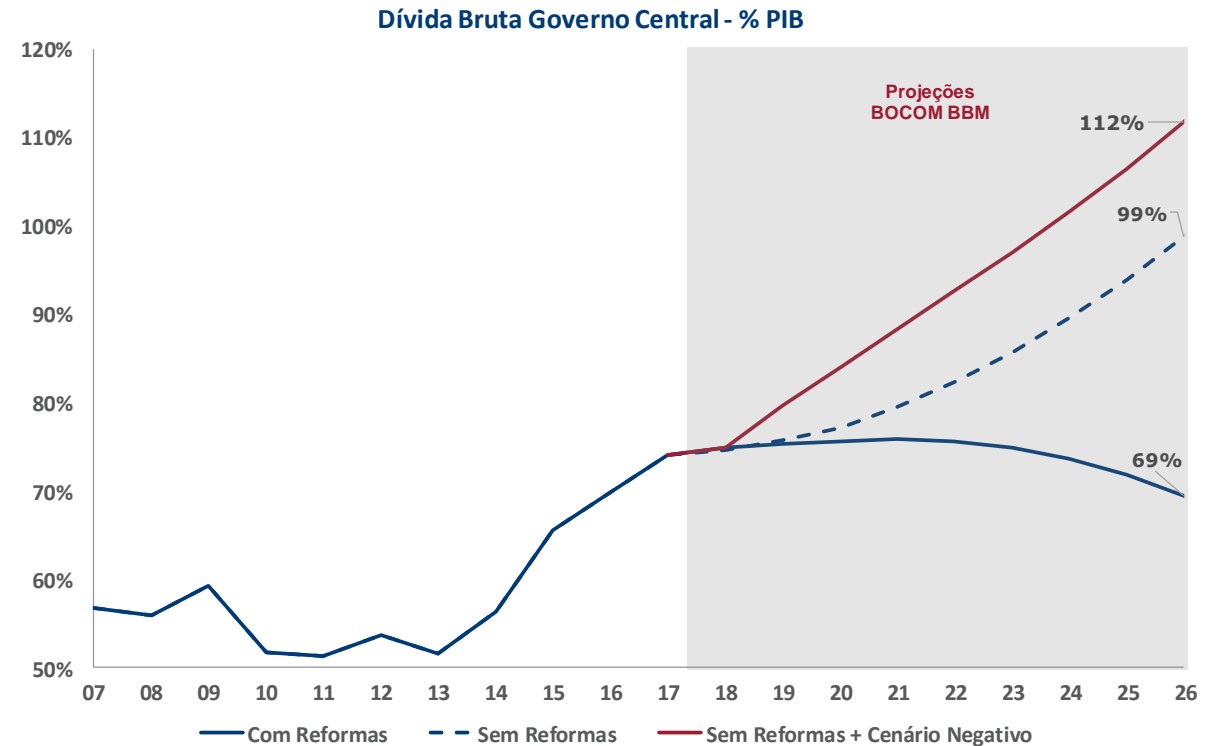
» O governo gasta 50% do seu orçamento com previdência social e 90% com gastos obrigatórios. Sem reformas, o teto de gastos torna-se insustentável em 2022.



» Será difícil cumprir o teto de gastos já em 2020.



» Sem reformas, a dívida do governo poderia chegar a mais de 100% até 2026.



## CENÁRIO BENIGNO EM MEIO A ANTIGOS DESAFIOS

- » O crescimento deve acelerar com inflação baixa e taxa Selic estável ao longo de 2019.
- » O ajuste fiscal permanece incompleto e riscos baixistas permanecem se a agenda de reformas estagnar.
- » Bolsonaro terá que abraçar a agenda reformista de Guedes e assumir a liderança na negociação com o Congresso.
- » A nova forma de fazer política funcionará? Essa é a maior incerteza de todas.

# SUMÁRIO

»» BRASIL: CENÁRIO BENIGNO EM MEIO A ANTIGOS DESAFIOS

»» GLOBAL: CENÁRIO PERMANECE COMPLEXO

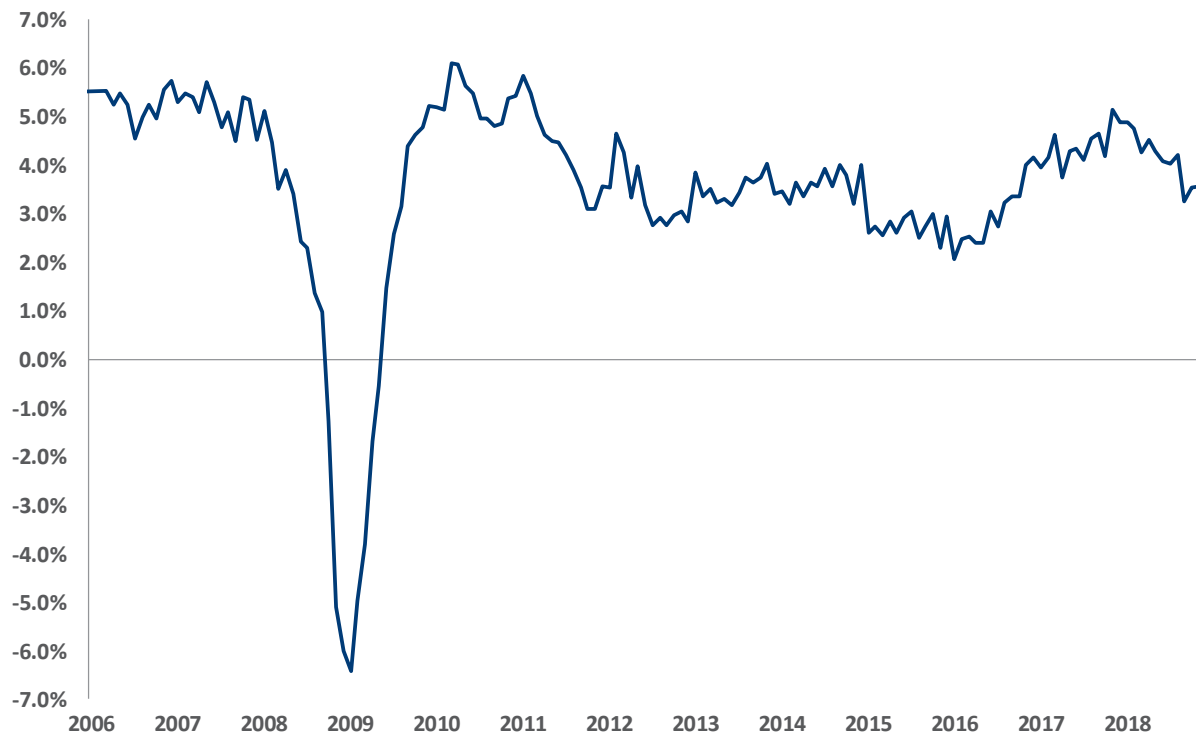
»» MERCADOS: TENDÊNCIAS RECENTES

## CENÁRIO PERMANECE COMPLEXO

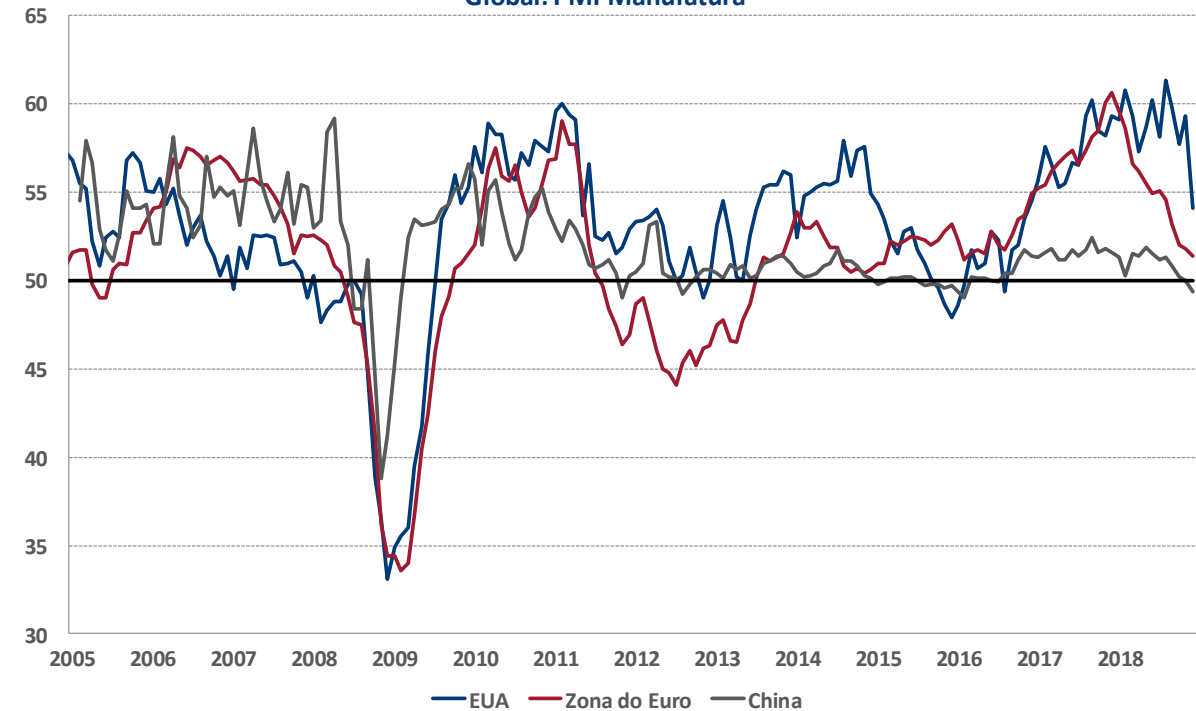
- »» O crescimento global está diminuindo e está menos sincronizado.
- »» As condições financeiras estão apertando e a liquidez global está diminuindo.
- »» A curva da juros americana está invertendo: há uma recessão a caminho?
- »» China no centro das atenções: pressões baixistas em meio a um ambiente externo complicado.

» O crescimento global fortaleceu-se em 2017 e no início de 2018. No entanto, está desacelerando novamente e tornou-se menos sincronizado e mais dependente dos EUA.

Global: GS Indicador de Atividade

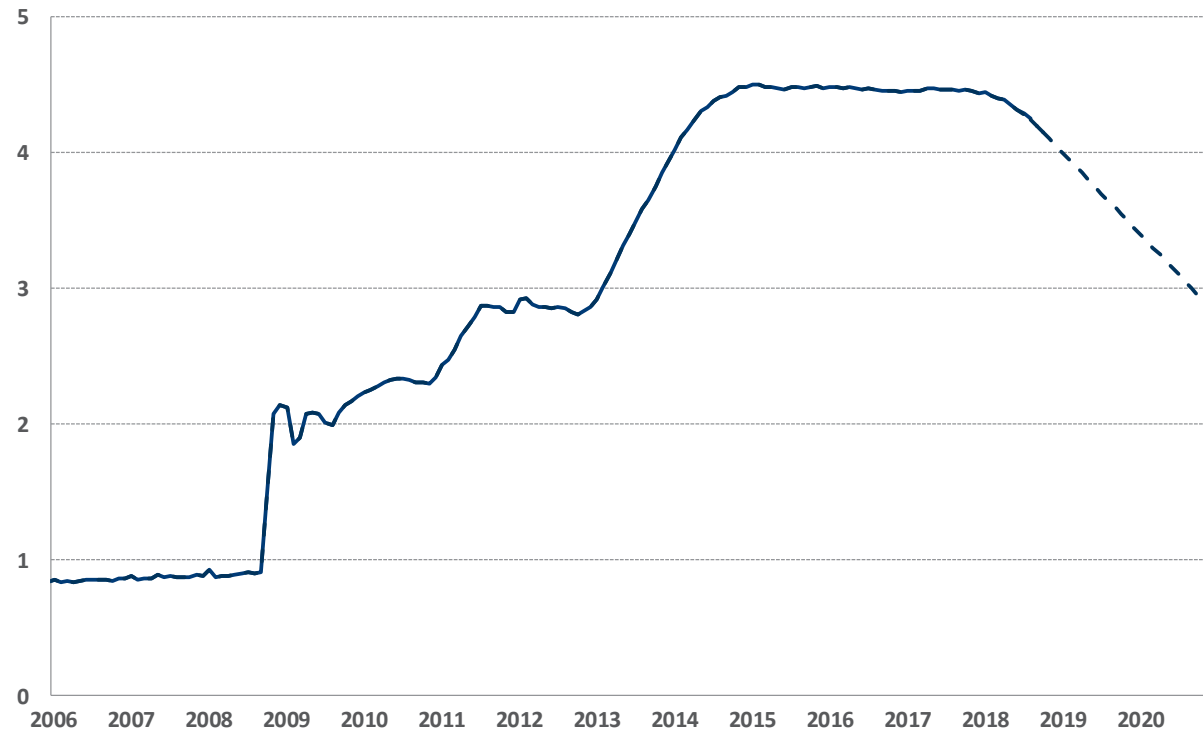


Global: PMI Manufatura



» O balanço do FED está diminuindo, reduzindo a liquidez global.

Balanço Financeiro do FED - US\$ Trilhões



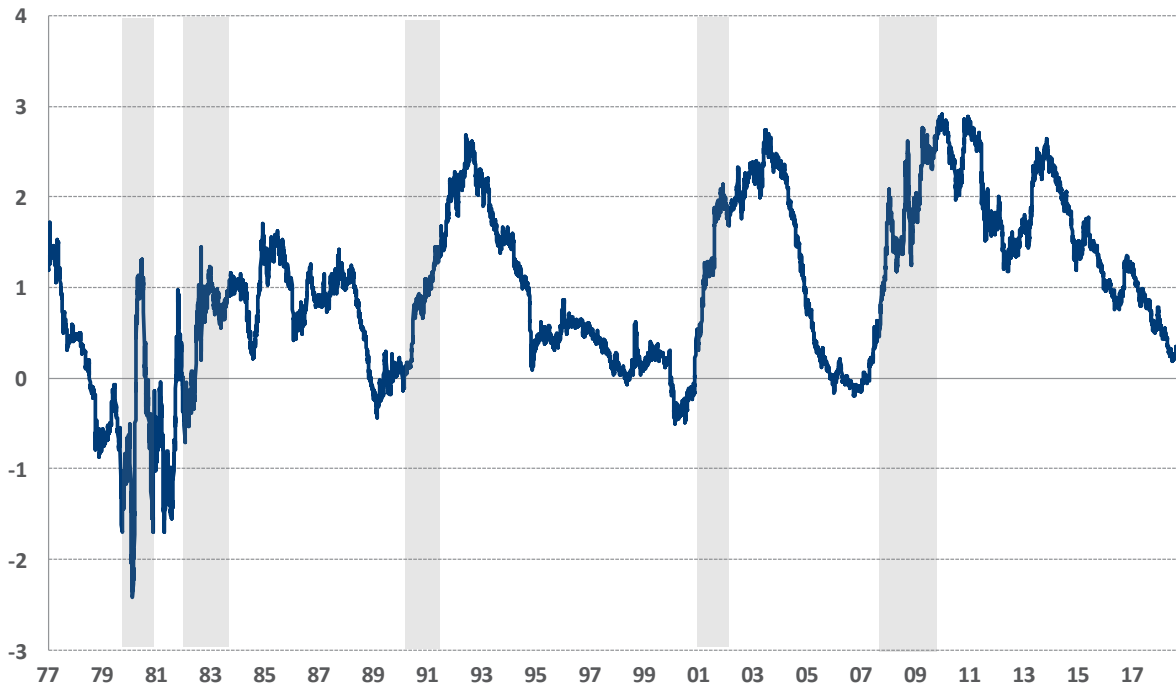
» As condições financeiras dos EUA estão mais apertadas do que o esperado.

EUA: Índice de Condições Financeiras da GS



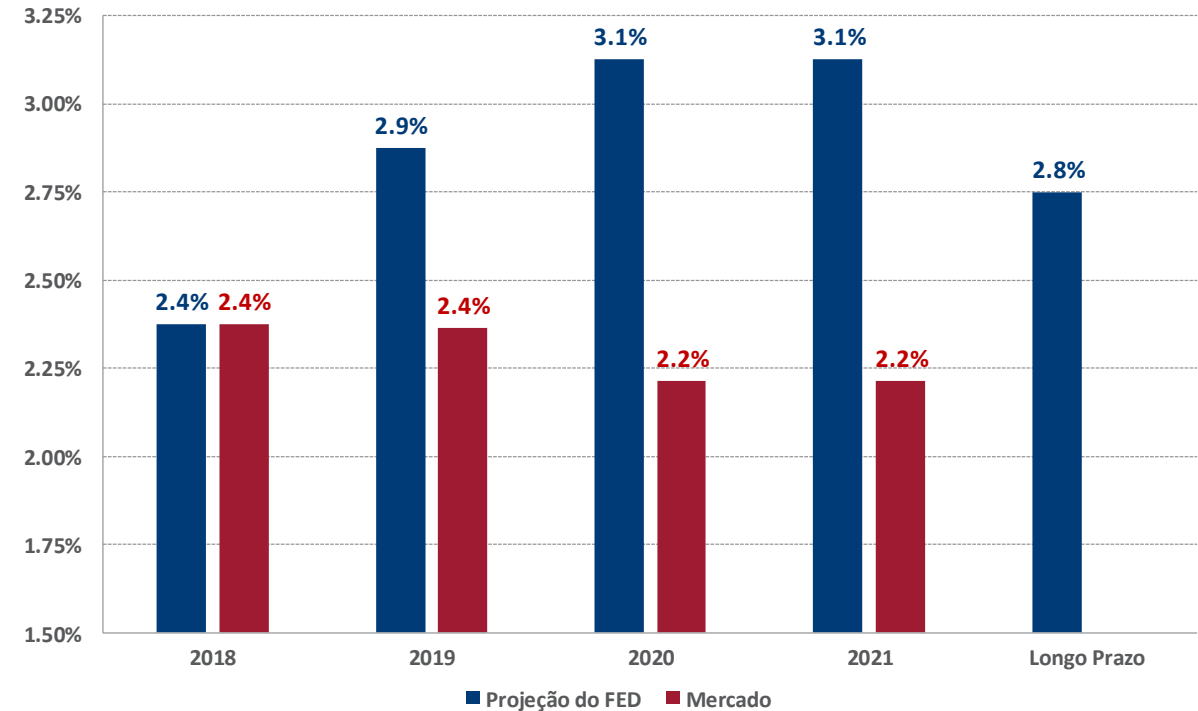
»» A curva da juros americana está invertendo: há uma recessão a caminho?

Inclinação da curva de juros americana  
Diferença entre títulos de 10 e 2 anos

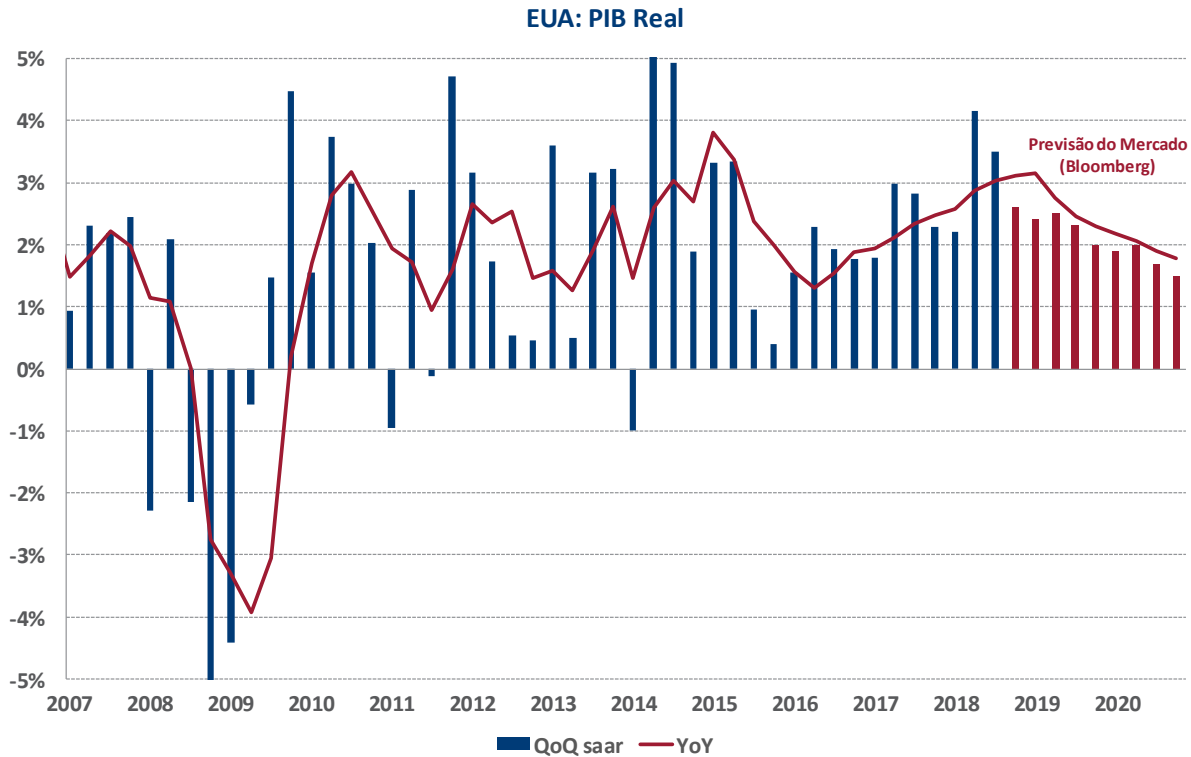


»» Os mercados estão dizendo que o FED deve encerrar o ciclo de aumento da taxa de juros.

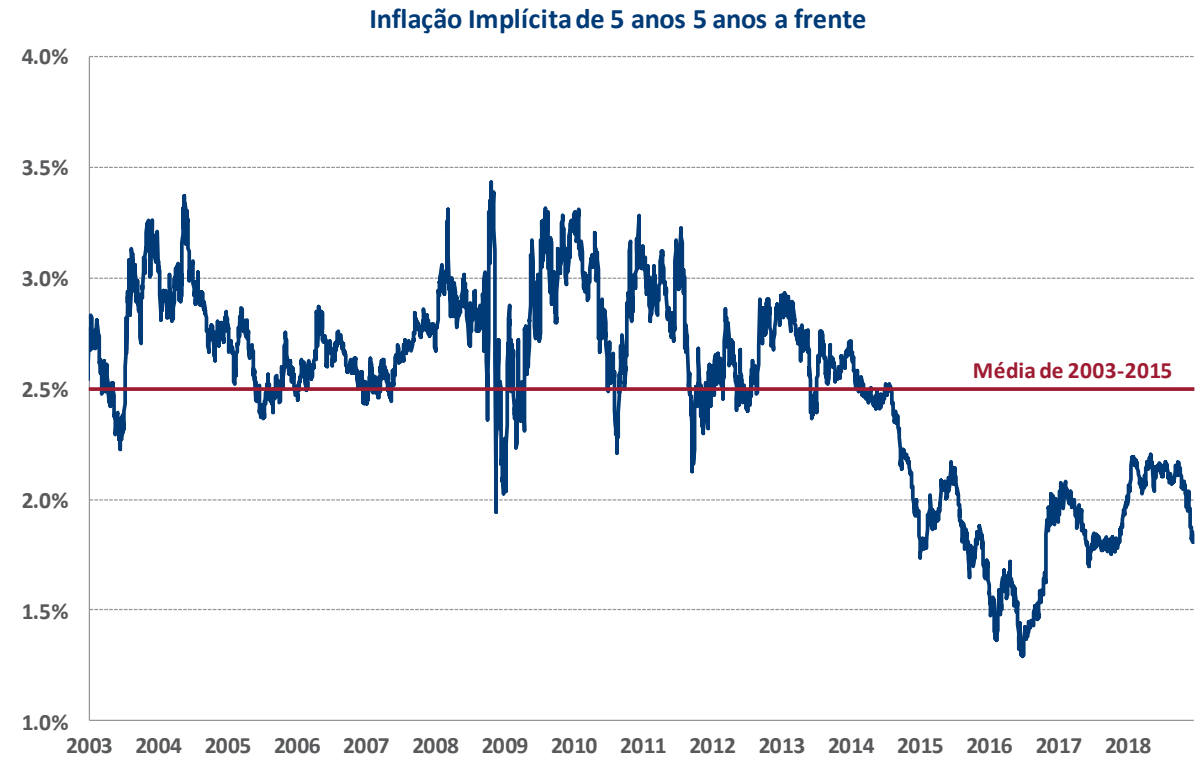
Taxa FED Fund



» Crescimento do PIB irá desacelerar de 3,0% em 2018 para abaixo de 2,0% ao final de 2019.

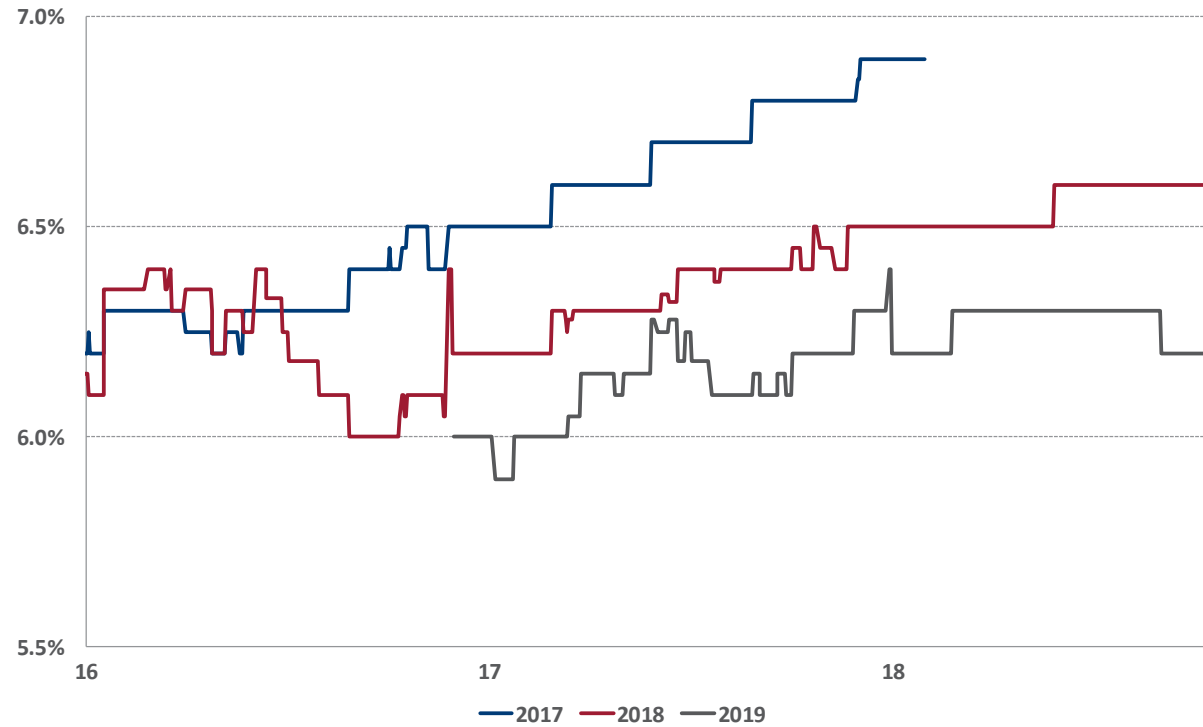


» Expectativas de inflação permanecem abaixo dos níveis históricos, permitindo que o FED seja paciente.



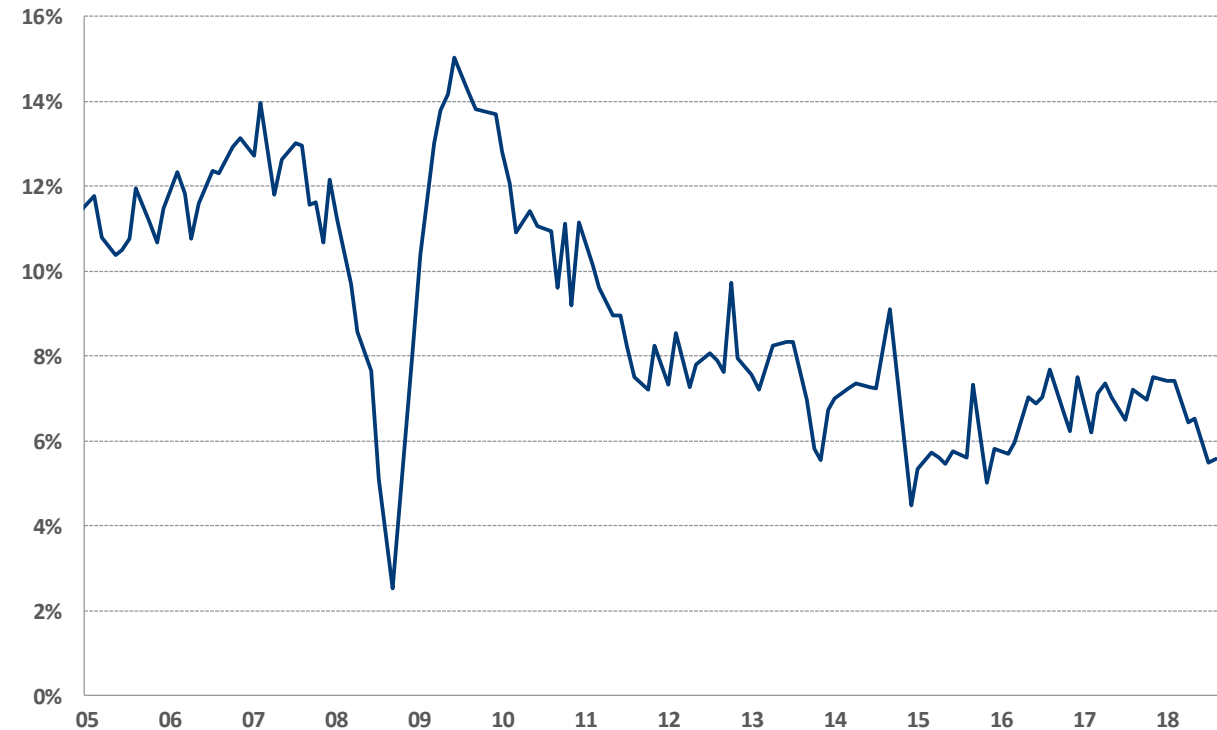
» O crescimento surpreendeu positivamente em 2017 e 2018, mas desacelerará em direção a 6,0% em 2019.

China: Previsão PIB (Bloomberg)



» Dados recentes já apontam para uma desaceleração.

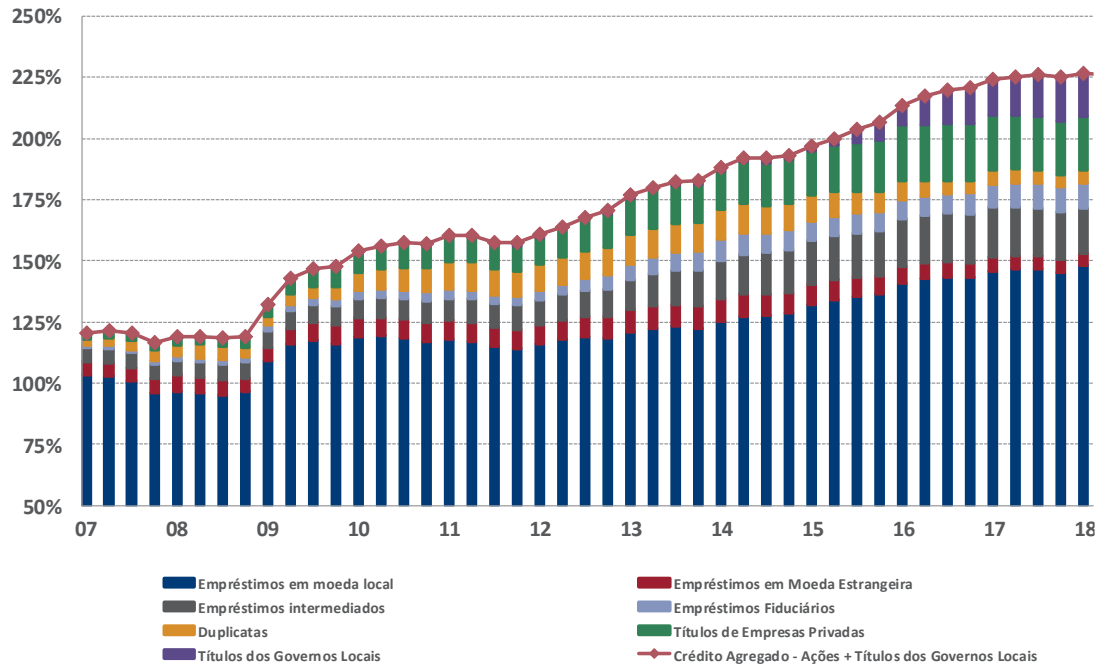
China: GS Indicador de Atividade



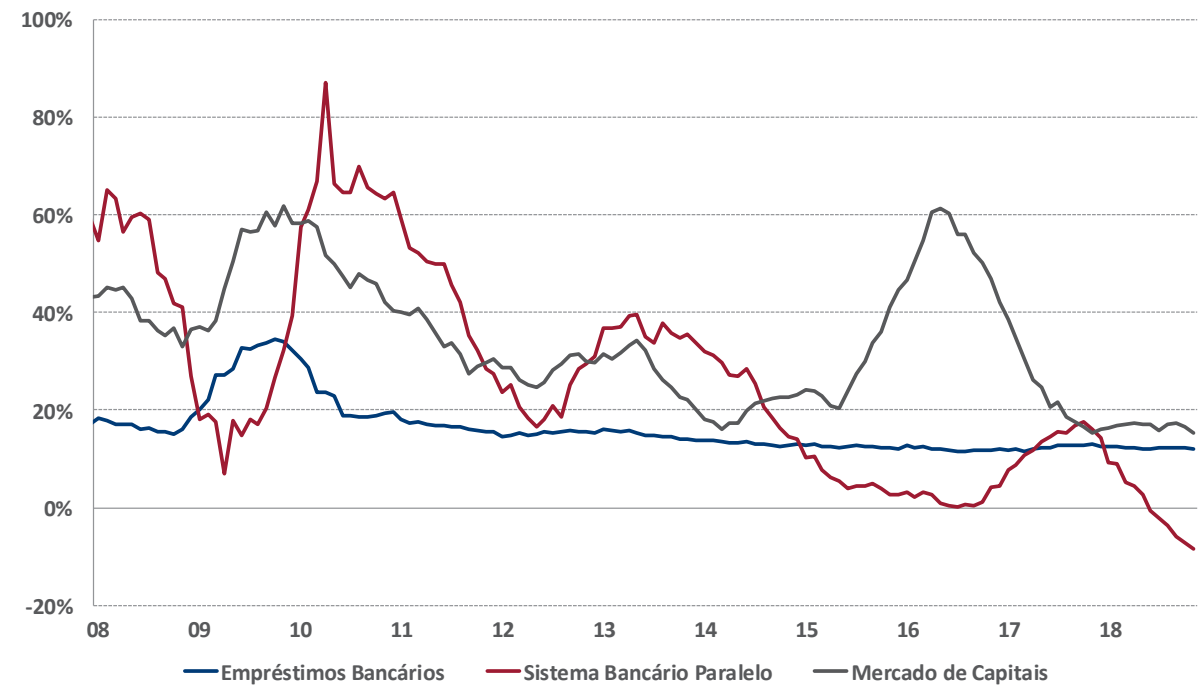
» O governo da China apertou a regulação financeira para estabilizar a dívida.

» O sistema bancário paralelo está contraindo, mas os bancos continuam a expandir carteira.

Crédito Agregado - Ações + Títulos dos Governos Locais  
% PIB, 4t acumulados

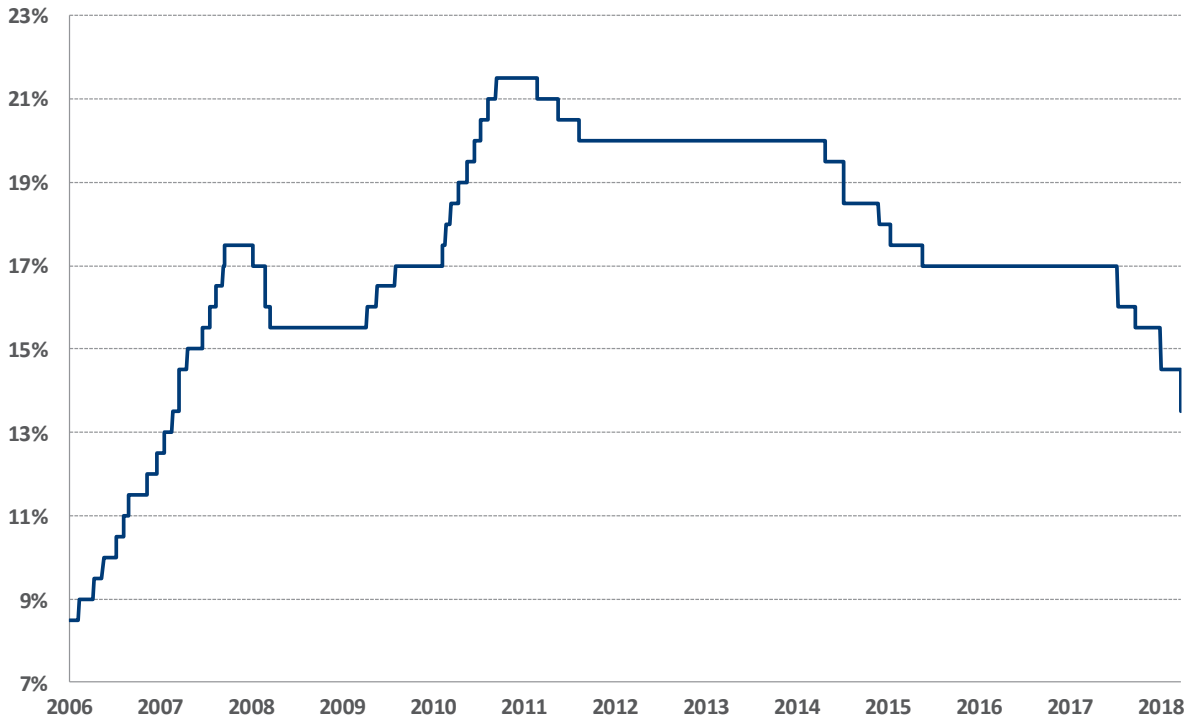


China: Crédito Agregado  
% em termos nominais, Crescimento Anual



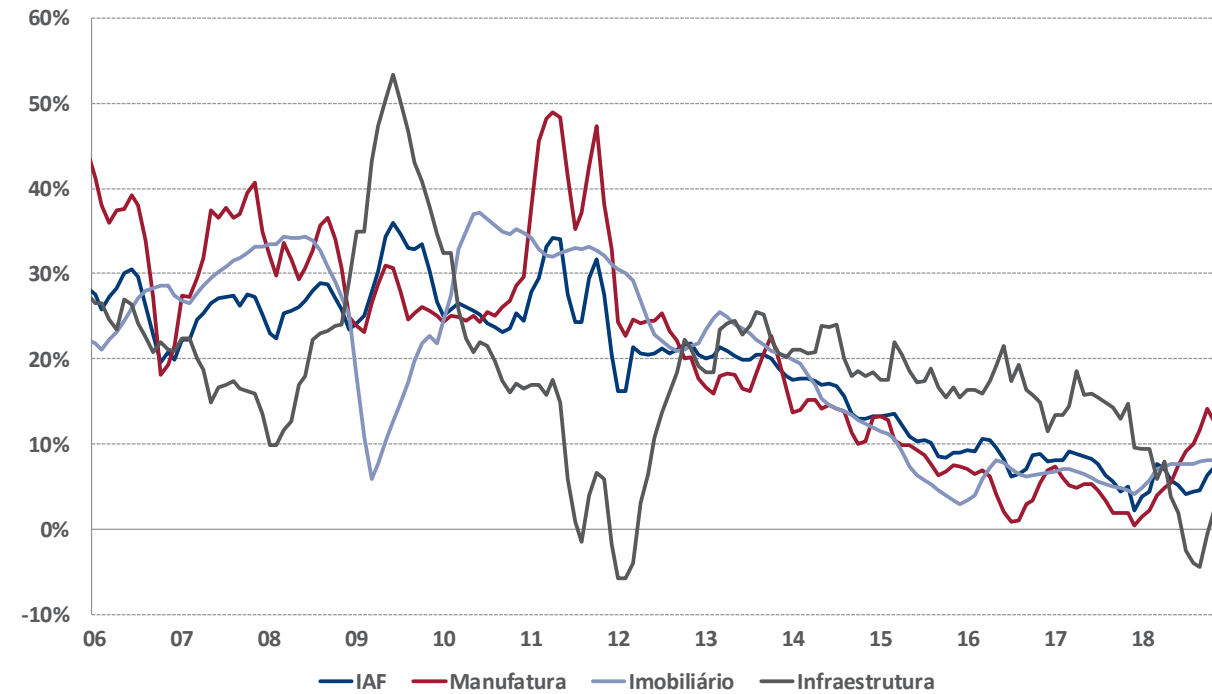
» As tensões comerciais forçaram o governo a aumentar a provisão de liquidez.

China: Depósito Compulsório dos Bancos



» A política fiscal também está mais proativa por meio de gastos em infraestrutura.

Investimento em Ativos Fixos por Indústria  
% em termos nominais, Crescimento Anual mm3m



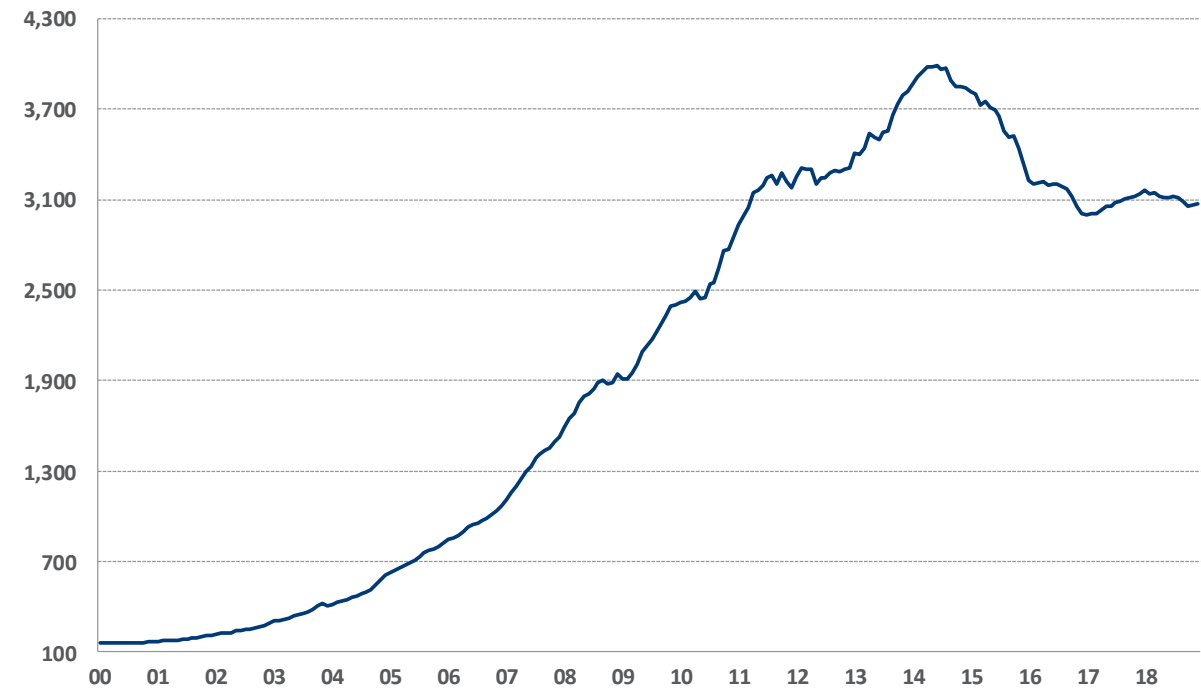
» O CNY enfraqueceu novamente, mas permanece abaixo de 7,0.

» As reservas internacionais estão estáveis, indicando menos pressão na conta capital.

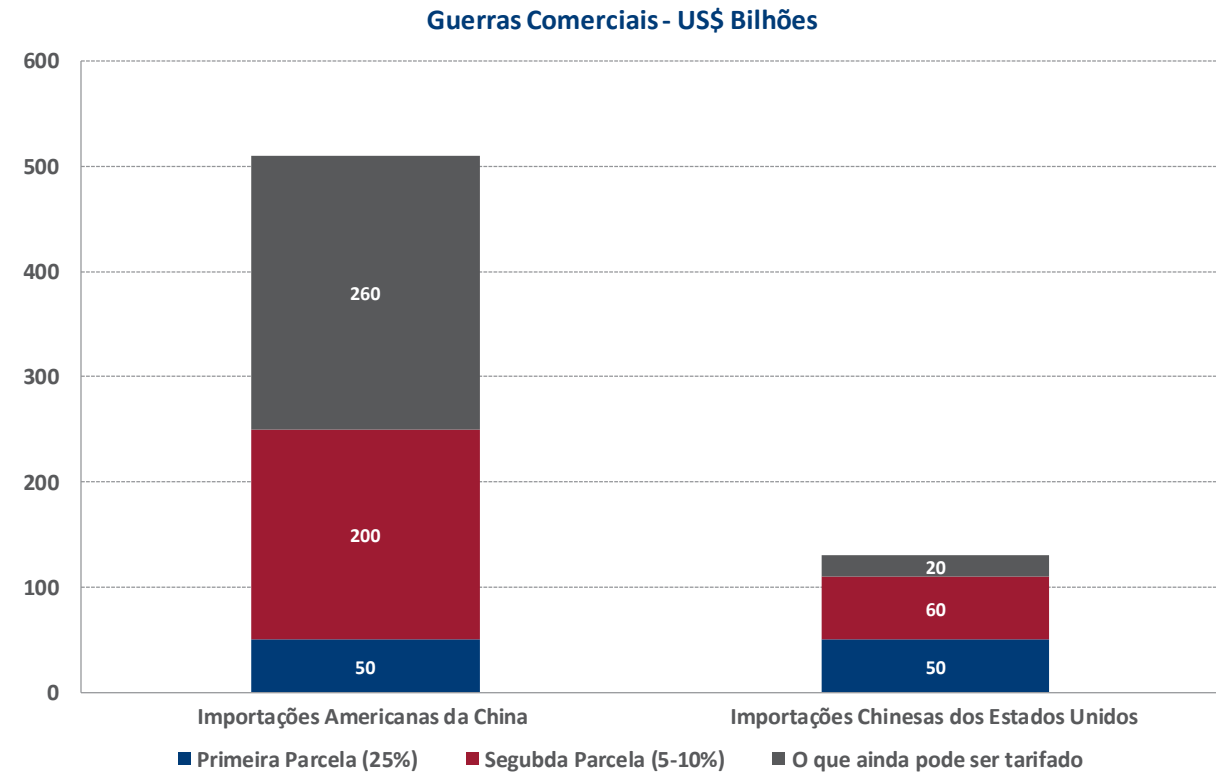
China: Taxa de Câmbio e Índice da Bolsa de Shangai



Reservas Internacionais  
US\$ Bilhões



- » Os EUA e a China chegarão a um acordo?
  - » 1-Dez: Trump e Xi fazem uma trégua.
  - » 6-Dez: Prisão da CFO da Huawei ganha publicidade
  - » 11-Dez: a China concorda em reduzir as tarifas nos automóveis dos EUA de 40% para 15%.
  - » 12-Dez: CFO da Huawei é solta sob fiança.
  - » 7-Jan: Início de negociação formal
  - » 1-Mar: Limite para acordo



# SUMÁRIO

»» BRASIL: CENÁRIO BENIGNO EM MEIO A ANTIGOS DESAFIOS

»» GLOBAL: CENÁRIO PERMANECE COMPLEXO

»» MERCADOS: TENDÊNCIAS RECENTES

Taxa de Juros Nominal (Curva DI)



Ibovespa



Taxa de Câmbio Real X Dólar



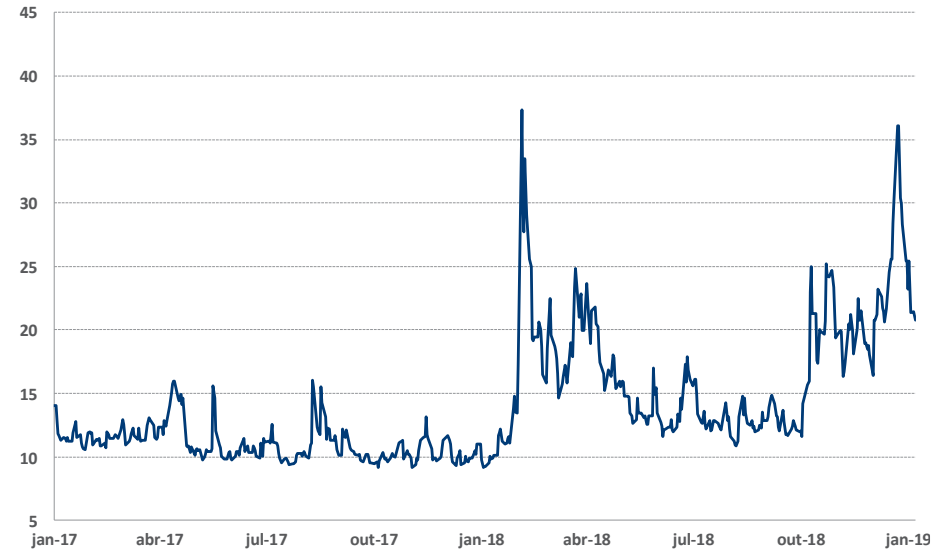
CDS 5 Anos



Índice S&P 500



Índice VIX



Spread do High Yield CDX



Índice de Dólar Nominal (FED)



A presente apresentação foi preparada pelo Banco BOCOM BBM. As informações contidas neste documento não devem ser interpretadas como aconselhamento ou recomendação de investimento. Apesar da informação contida nesse documento ter sido preparada com todo o cuidado e diligência necessários, a fim de que as informações ora prestadas reflitam com precisão o momento em que as mesmas foram colhidas, o Banco BOCOM BBM não garante a absoluta exatidão destas informações. O Banco BOCOM BBM não pode ser responsabilizado por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do uso desta apresentação ou do seu conteúdo. Este documento não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins, sem o prévio consentimento do Banco BOCOM BBM;

## ADDRESSES

### Rio de Janeiro, RJ

Praça Pio X, 98 – 5º, 6º, 7º e 12º andares  
CEP: 20091-040  
Tel.: +55 (21) 2514-8448  
Fax: +55 (21) 2514-8293

### Salvador, BA

Rua Miguel Calmon, 398 – 2º andar  
CEP: 40015-010  
Tel.: +55 (71) 3326-4721 +55 (71) 3326-5583  
Fax: +55 (71) 3254-2703

### São Paulo, SP

Av. Brigadeiro Faria Lima, 3311 – 15º andar  
CEP: 04538-133  
Tel.: +55 (11) 3704-0667 +55 (11) 4064-4867  
Fax: +55 (11) 3704-0502

### Nassau, Bahamas

Shirley House | Shirley House Street, 50, 2nd floor  
P.O. N-7507  
Tel.: (1) (242) 356-6584  
Fax: (1) (242) 356-6015

[www.bocombbm.com.br](http://www.bocombbm.com.br)

Ombudsman | Tel.: 0800 724 8448 | Fax: 0800 724 8449  
E-mail: [ouvidoria@bocombbm.com.br](mailto:ouvidoria@bocombbm.com.br)