

# Cenário LCA

27 de outubro de 2020

## Cenários

Nossas projeções de PIB (para 2020), inflação (para 2020 e 2021) e Selic (para 2021) foram ajustadas para cima

Os resultados do PIB do 3º trimestre nos EUA e na Zona do Euro, que serão conhecidos nesta semana, deverão apontar forte recuperação sobre o desastroso 2º trimestre. Mas serão resultados vistos como “retrovisor”.

Os indicadores de alta frequência sugerem que estas economias centrais estão perdendo fôlego, principalmente pela combinação de reaceleração de casos de coronavírus com diluição de estímulos emergenciais.

A virada do ano, portanto, deverá ser marcada por esfriamento econômico global. A intensidade e duração desse esfriamento dependem, em especial, das perspectivas para uma vacina e da renovação de estímulos.

Nosso cenário base pressupõe que a segunda onda da pandemia será mais manejável e uma vacina estará disponível para distribuição até meados do ano que vem. Mas as incertezas continuam relevantes.

Também pressupomos que os estímulos serão renovados em volume suficiente para evitar uma recaída recessiva nas economias centrais. Nos EUA, esse pressuposto está associado a uma vitória de Biden nas eleições.

Ao facilitar a aprovação de um pacote adicional robusto de estímulos emergenciais, um governo democrata pode reforçar projeções de aceleração algo mais firme do crescimento norte-americano (e mundial) em 2021.

Ademais, a perspectiva de que um governo democrata buscaria restabelecer relações multilaterais tenderia a conferir maior dinamismo ao comércio mundial, configurando cenário benigno a emergentes.

Nessas circunstâncias, continuamos a projetar uma relevante descompressão para a cotação cambial doméstica em 2021, que poderá começar a se evidenciar após as eleições norte-americanas.

Apesar de mantermos expectativa de descompressão cambial, nossas projeções de inflação foram elevadas, pois parte da valorização recente de commodities poderá ser mais persistente do que vínhamos pressupondo.

Nossa projeção para o PIB de 2020 também foi elevada (de -4,8% para -4,3%), pois a atividade econômica tem apresentado desempenho um pouco melhor do que prevíamos. Mas a projeção para 2021 permanece em +3,2%.

Isso, sobretudo, porque as restrições fiscais impedirão uma renovação expressiva de estímulos domésticos; e a inflação algo mais salgada, principalmente de alimentos, tenderá a pesar nos orçamentos familiares.

Nossa projeção para a Selic também foi ajustada; e passou a prever que o ajuste da taxa básica de juros começará um pouco mais cedo, já no começo do 2º semestre de 2021.

Publicação produzida pela LCA exclusivamente para clientes. Reprodução proibida.

Este relatório foi preparado com informações de acesso público, analisadas rigorosamente pela LCA. O usuário deste material assume integralmente a responsabilidade pelas consequências da sua utilização.

Rua Cardeal Arcoverde, nº 2450 | Conjunto 301 ao 309 | Bairro Pinheiros | CEP 05408-003 | São Paulo – SP | Tel + 55 11 3879-3760 | fax 3879-3737 | [contato@lcaconsultores.com.br](mailto:contato@lcaconsultores.com.br) | [www.lcaconsultores.com.br](http://www.lcaconsultores.com.br)

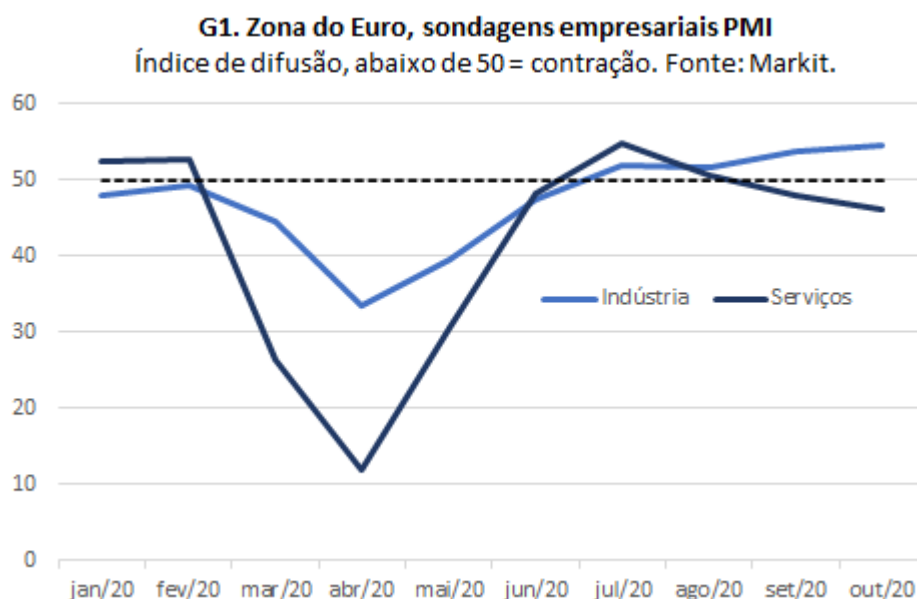
Caso queira atualizar um endereço eletrônico ou parar de receber nossas publicações, [clique aqui](#)



## Economia global deverá desacelerar no curto prazo, mas retomar fôlego ao longo de 2021

Os resultados do PIB do 3º trimestre nos EUA e na Zona do Euro, que serão conhecidos nesta semana, deverão apontar crescimento expressivo na margem, recuperando boa parte das enormes perdas observadas no 2º trimestre – quando o choque pandêmico provocou paralisação de diversas atividades. Mas esses bons resultados serão vistos como “retrovisor”; e já parecem em boa medida incorporados às expectativas (e projeções) dos mercados.

Já as estatísticas de alta frequência – como os indicadores de mobilidade e confiança – sugerem que estas economias centrais estão perdendo fôlego. Isso vem ocorrendo, principalmente, por causa da reaceleração de casos de infecção pelo coronavírus, num contexto em que os efeitos positivos das medidas de estímulo emergencial começam a sofrer diluição. A virada do ano, portanto, deverá ser marcada por um esfriamento econômico global.



A intensidade e a duração desse esfriamento dependerão, em especial, das perspectivas para uma vacina e da renovação de estímulos (monetários e, sobretudo, fiscais). As ondas secundárias de infecção vêm exigindo recrudescimento de restrições sanitárias em muitas regiões, o que tem provocado paralisação de atividades, sobretudo no setor de serviços – como mostra, por exemplo, a piora nas sondagens na Europa (Gráfico 1), região por ora mais atingida por ondas de reinfeção. Nosso cenário base pressupõe que ondas secundárias da pandemia serão mais manejáveis; e que uma vacina estará disponível para distribuição até meados de 2021. Mas as incertezas continuam relevantes.

Também pressupomos que os estímulos serão renovados em volume suficiente para evitar uma recaída recessiva nas economias centrais. Essa expectativa parece bastante provável no que diz respeito a estímulos monetários, já que os principais bancos centrais mundiais estão adotando políticas expansionistas cada vez mais agressivas. Mas a renovação de estímulos fiscais parece sob risco, sobretudo nos emergentes, em especial naqueles que enfrentam desequilíbrios estruturais nas contas públicas, mas também em algumas economias centrais – como no caso notório dos EUA.

A negociação, no Congresso dos EUA, visando a renovação de benefícios emergenciais segue travada. Há divergência significativa, de volume e escopo, entre as propostas da Câmara democrata, do Senado republicano e da Casa Branca. Mas um triunfo de Joe Biden sobre Donald Trump nas eleições norte-americanas de 03 de novembro tenderia a reforçar a perspectiva de adoção de um pacote adicional robusto de estímulos emergenciais, principalmente se os democratas conquistarem maioria também no Senado (a Câmara certamente permanecerá sob controle democrata). Assim, um governo democrata tenderia a reforçar expectativas de que o esfriamento econômico na virada do ano será temporário, consolidando projeções de aceleração algo mais firme do crescimento norte-americano (e mundial) em 2021.

Ademais, a perspectiva de que um governo democrata buscaria restabelecer relações multilaterais poderia reavivar expectativas de maior dinamismo do comércio mundial, configurando um cenário benigno para economias emergentes – que seriam beneficiadas pelo refluxo da aversão ao risco, pela provável desvalorização mundial do dólar e pela

perspectiva de valorização adicional nos preços das commodities. Economias latinas, que são exportadoras líquidas de commodities, como Colômbia, Peru, Chile, México e o Brasil, figurariam entre as mais beneficiadas.

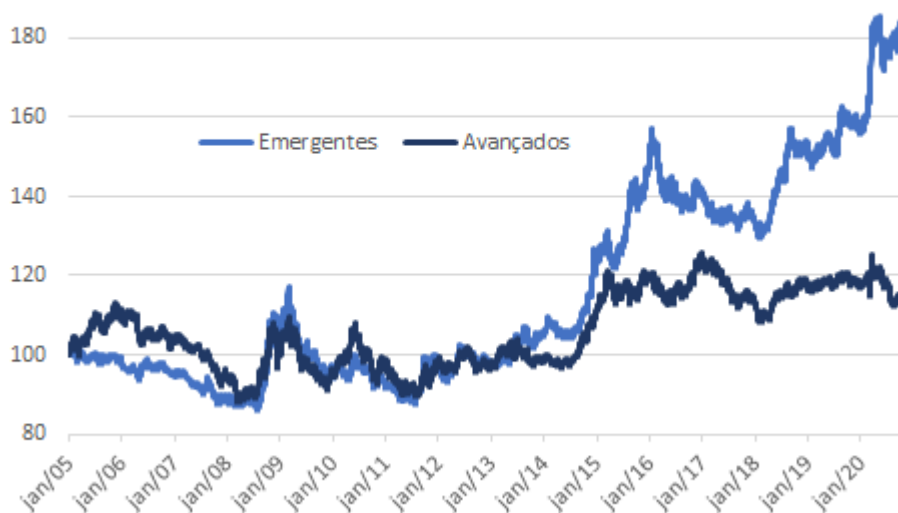
É preciso ressaltar, todavia, que o risco de um aumento de tensões políticas nos EUA continua a ser um fator importante de risco no curtíssimo prazo, que poderia intensificar e prolongar o esfriamento econômico norte-americano (e global). Uma vitória apertada de Biden, num contexto em que os republicanos conseguiriam reter maioria no Senado, poderia instigar Trump a questionar o resultado das eleições – sobretudo depois da confirmação, pelo Senado, da indicação de Amy Coney Barrett à Suprema Corte (que passa a ter seis juízes considerados conservadores, contra três progressistas).

## Copom não deve mudar postura, apesar de alta nas expectativas de PIB, inflação e Selic

Um dos reflexos mais visíveis, para os emergentes, de um cenário internacional potencialmente benigno que pode vir a se desenhar para 2021 a partir de uma vitória democrata incontestável nas eleições norte-americanas seria uma relevante descompressão cambial. Vale notar que o conjunto de moedas emergentes continua bastante depreciado em relação ao conjunto de moedas de economias desenvolvidas – que têm ganhado algum terreno frente ao dólar nos mercados internacionais de câmbio (Gráfico 2).

Uma redução consistente da aversão global ao risco, num contexto de consolidação de expectativas benignas para o dinamismo do comércio mundial, poderia fazer estreitar esse diferencial de câmbio entre emergentes e avançados ao longo do ano que vem. Nessas circunstâncias, continuamos a projetar uma descompressão relevante da cotação cambial doméstica em 2021, que poderá começar a se evidenciar ainda este ano (a depender do resultado das eleições norte-americanas). Avaliamos que a cotação do dólar ainda pode encerrar 2020 um bom degrau abaixo do nível atual; e que ela tenderá a recuar para menos de R\$ 5,00 até o final do ano que vem.

**G2. Evolução de conjuntos selecionados de moedas em relação ao dólar**  
Jan/2005=100, valores ponderados pelo índice MSCI. Fonte: Bloomberg.  
Elaboração: LCA.

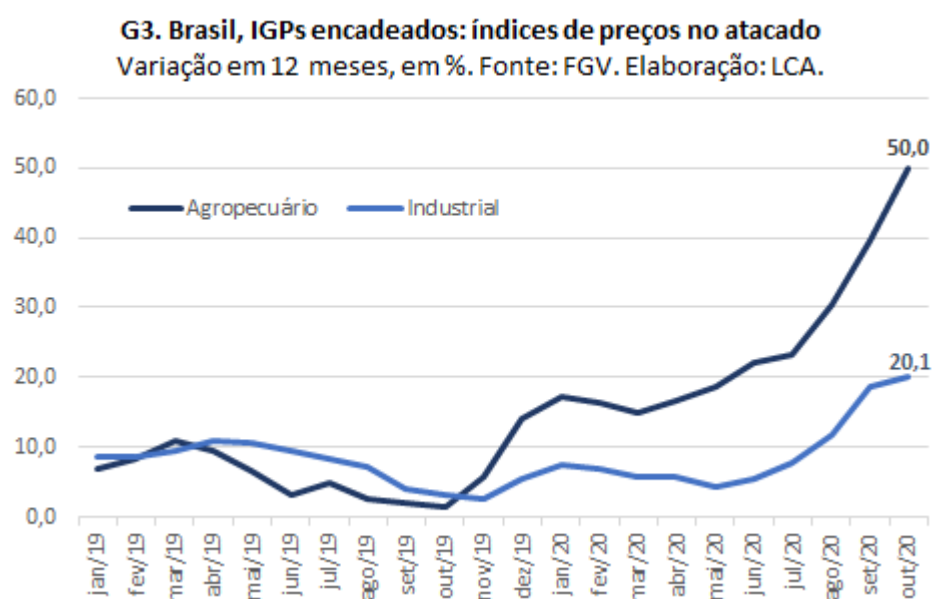


Apesar de mantermos expectativa de relevante descompressão cambial, nossas projeções para a inflação doméstica foram revistas para cima. Isso porque uma parte relevante da pressão de custos associada ao aumento dos preços internacionais das commodities observada nos últimos meses poderá vir a ser mais persistente do que vínhamos pressupondo. Isso tenderia a prolongar a (já expressiva) aceleração recente da inflação no atacado (Gráfico 3); e a dificultar a diluição das pressões de custos ao longo da cadeia produtiva no ano que vem.

Com efeito, há sinais de aperto na oferta global de bens agropecuários, em boa medida associados a questões climáticas (como a ocorrência do fenômeno *La Niña*). Isso num contexto em que, liderados pela China, muitos grandes

consumidores estão ampliando a demanda para formação de estoques. Assim, a alta recente dos preços agropecuários no atacado, que já alcançou intensidade surpreendente, poderá demorar a se diluir, impactando de forma mais persistente os preços de bens finais. Ademais, muitos custos industriais também estão sendo pressionados pela alta de commodities não-alimentícias, como metais, cujo encarecimento nos mercados internacionais poderá se estender para o ano que vem num contexto de revigoração do comércio mundial.

Nessas circunstâncias, nossa projeção para a alta do IPCA em 2020 foi novamente revista para cima, de 2,8% para 3,1%; ao passo que a projeção para 2021 foi elevada de 3,2% para 3,6%. Avaliamos que não é desprezível o risco de que em 2021 a inflação possa se deslocar ainda mais para cima e superar o centro da meta (3,75%); mas por ora uma alta do IPCA superior à meta não nos parece guardar probabilidade preponderante – entre outras razões porque a ociosidade de recursos produtivos deverá manter contidos os aumentos de preços mais sensíveis ao ciclo econômico (sobretudo no setor de serviços).



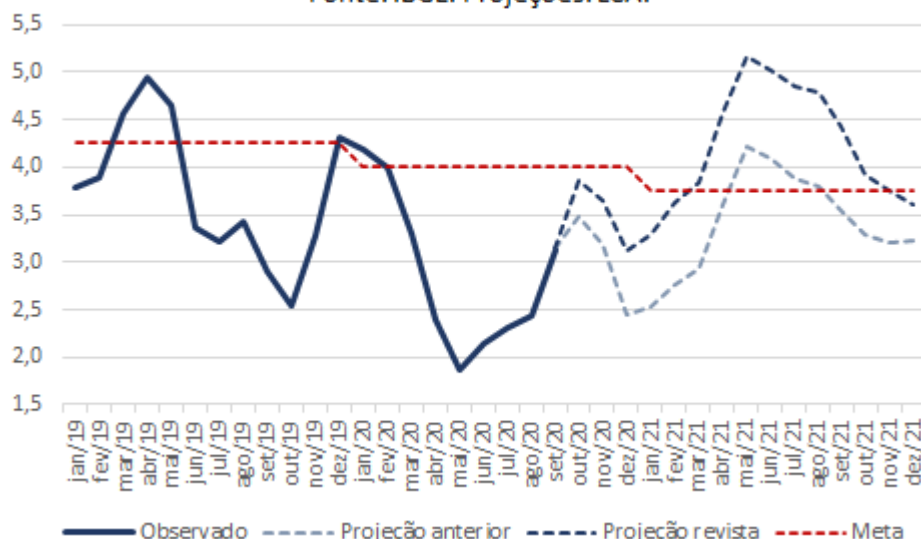
A nossa projeção para o PIB de 2020 também foi elevada, uma vez que a atividade econômica tem apresentado desempenho algo melhor do que prevíamos (como argumentamos no **Cenário LCA** de 20 de outubro): passamos a projetar contração de 4,3% para este ano, contra projeção anterior de contração de 4,8%. A revisão na projeção ocorreu sobretudo pelo melhor desempenho esperado para o comércio (pela ótica da oferta) e nos componentes de consumo das famílias e exportações (pelo lado da demanda).

Mas a projeção para a evolução do PIB em 2021 permanece inalterada, e continua a apontar expansão moderada, de 3,2%. Isso, sobretudo, porque as restrições fiscais impedirão uma renovação expressiva dos estímulos que têm reforçado a renda e o consumo das famílias. Ademais, a inflação algo mais salgada, principalmente de alimentos, tenderá a pesar sobre os orçamentos familiares – sobretudo nos domicílios de baixa renda (que deixarão de contar com o auxílio emergencial e têm sua remuneração bastante atrelada ao salário-mínimo, que terá reajuste modesto em 2021).

Por fim, nossa curva projetada para a taxa básica de juros também foi revisada: passamos a prever que o Banco Central começara a elevar a Selic um pouco mais cedo, já no começo do 2º semestre de 2021 (e não mais em outubro). Com isso, passamos a avaliar que a Selic encerrará o ano que vem em 3% (e não mais em 2,5%). A despeito de continuarmos a projetar inflação dentro da meta nos próximos anos, julgamos conveniente promover essa mudança na projeção para o juro básico porque, com a revisão na nossa curva para o IPCA, a inflação acumulada em 12 meses deverá superar 5% em meados do ano que vem – situação que, conquanto deva ser transitória (Gráfico 4), deverá levar o Copom a agir preventivamente para evitar uma desancoragem de expectativas inflacionárias.

#### G4. IPCA, variação em 12 meses: observada e projetada (em %)

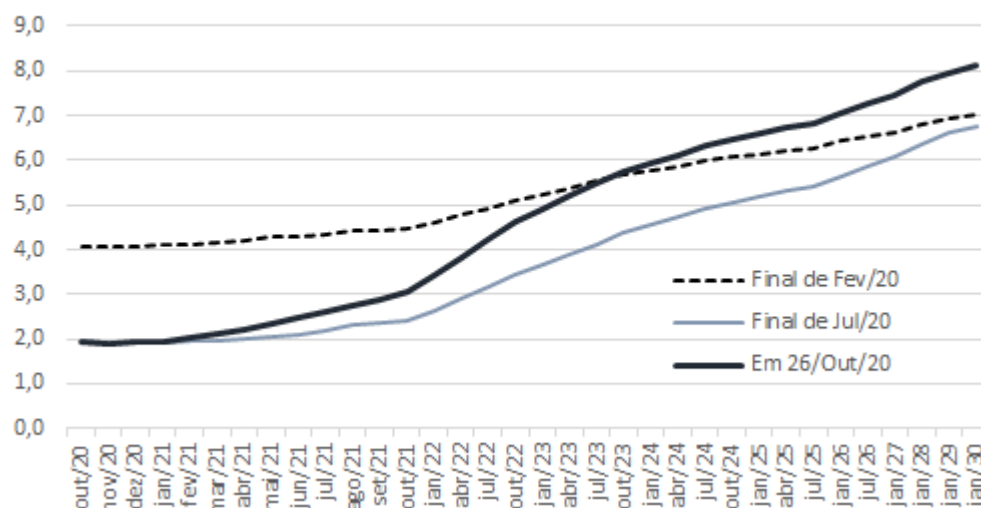
Fonte: IBGE. Projeções: LCA.



Essa expectativa para a taxa básica de juros será colocada à prova já nesta 4ª-feira, dia 28, quando ocorrerá a reunião do Copom. Avaliamos que a autoridade monetária não mudará sua postura, mesmo num contexto em que as projeções de mercado (assim como as da **LCA** e a do próprio Banco Central) para a inflação estão sendo revistas para cima. Esperamos que a Selic seja mantida em 2%, em decisão unânime. O comunicado da decisão poderá sofrer mudanças, porém sutis: o Copom deverá descartar de vez a possibilidade de tornar a cortar a Selic, mas manterá uma prescrição futura de estímulo monetário extraordinário (desde que o regime fiscal não seja abandonado e as expectativas inflacionárias continuem ancoradas à meta). Essa decisão, em nossa avaliação, pouco contribuiria para alterar a estrutura da curva de juros, que segue bastante inclinada (Gráfico 5) em função da piora na percepção de risco fiscal.

#### G5. Brasil, curva de juros interbancários (DI)

Em % ao ano. Fonte: BM&F.



#### Fique de olho

Além do noticiário político nos EUA, o principal destaque na agenda internacional da semana será a divulgação do PIB do 3º trimestre nos EUA (na 5ª-feira, 29) e na Zona do Euro (na 6ª-feira, 30). No Brasil, além da reunião do Copom (nesta 4ª-feira, 28), destaque para a divulgação do resultado de outubro do IGP-M (na 5ª-feira, 29). Olho também na divulgação de indicadores do mercado de trabalho: a variação do emprego formal em setembro, segundo o Caged, será conhecida na 5ª-feira (29); e as estatísticas de agosto da PNAD-C serão conhecidas na 6ª-feira (30).

---

## Na Agenda

### Inflação

Nesta 5ª-feira (29/10) a FGV apresentará o **IGP-M de outubro**. Projetamos alta **+3,15%**, abaixo da vista em setembro (+4,34%).

Projetamos desaceleração do IPA-Industrial entre setembro (+4,62%) e outubro (+2,63%), com destaque para as quedas de *Indústria Extrativa e Produtos derivados do petróleo e biocombustíveis*.

Também esperamos que o IPA-Agropecuário desacelere entre setembro (+9,41%) e outubro (+8,04%), na esteira da queda de *café em grão* e das altas mais amenas de *milho, algodão, arroz, cacau, leite in natura, bovinos, suínos e aves*.

Deste modo, esperamos que o IPA como um todo passe de +5,92% em setembro para +4,09% em outubro.

Projetamos que o IPC-M passará de +0,64% em setembro para +0,88% em outubro, com destaque para as altas de *Alimentação, Vestuário e Educação*.

Por fim, conforme já divulgado pela FGV, o INCC-M passou de +1,15% em setembro para +1,69% em outubro, predominantemente pela forte alta de *materiais e serviços*.

### Mercado de trabalho

Na quinta-feira (29/10), o Ministério da Economia divulgará os resultados do **Novo Caged** referentes ao mês de **setembro**. Projetamos uma criação líquida de 185,4 mil postos formais. Feito o ajuste sazonal, o saldo de empregos formais seria de +84,3 mil postos, ante +170,9 mil no mês anterior.

No dia seguinte (30/10) o IBGE divulgará os dados da **PNAD Contínua** referentes ao trimestre encerrado em **agosto**. Projetamos queda de 0,2% da população ocupada e alta de 0,3% da força de trabalho na comparação com o trimestre móvel findo em julho, levando a taxa de desemprego para 14,2%, nível 2,4 pontos percentuais superior ao registrado em agosto do ano passado. Feito o ajustamento sazonal dos dados, este resultado significaria que a taxa de desemprego subiu de 14,4%, em julho, para 14,8% em agosto.



# Projeções

## Projeções anuais - Brasil

Indicador	Unidade	2018	2019	Última observação		Projeções	
						2020	2021
PIB (preços de mercado)	US\$ bilhões correntes (4 trimestres)	1.884	1.839	1.608	2T20	1.402	1.562
PIB (preços de mercado)	R\$ bilhões correntes (4 trimestres)	6.889	7.257	7.192	2T20	7.226	7.792
PIB per capita (pm)	US\$ correntes (4 trimestres)	9.008	8.730	-	-	6.613	7.320
PIB per capita (pm)	R\$ correntes (4 trimestres)	32.933	34.449	-	-	34.074	36.509
PIB (preços de mercado)	% em 4 trimestres	1,3	1,1	-2,2	2T20	-4,3	3,2
Agropecuária	% em 4 trimestres	1,4	1,3	1,5	2T20	2,0	3,0
Indústria	% em 4 trimestres	0,5	0,5	-2,5	2T20	-3,2	5,7
Serviços	% em 4 trimestres	1,5	1,3	-2,2	2T20	-4,6	2,5
Consumo das famílias	% em 4 trimestres	2,1	1,8	-2,5	2T20	-5,8	3,0
Consumo do governo	% em 4 trimestres	0,4	-0,4	-2,4	2T20	-4,3	0,9
FBCF	% em 4 trimestres	3,9	2,2	-2,1	2T20	-1,7	5,6
Exportações BSNF	% em 4 trimestres	4,0	-2,5	-2,8	2T20	2,9	5,2
Importações BSNF	% em 4 trimestres	8,3	1,1	-1,8	2T20	-10,4	5,5
Taxa de investimento (FBCF/PIB)	% do PIB, em 4 trimestres	15,2	15,4	15,5	2T20	15,9	16,2
Produção industrial (PIM-PF)	% em 12 meses	1,0	-1,1	-5,7	ago/20	-5,9	7,2
Comércio varejista restrito (PMC)	% em 12 meses, volume	2,3	1,9	0,5	ago/20	0,9	3,1
Taxa de desemprego (PNAD C.)	% da FT, média em 12 meses	12,3	11,9	12,3	jul/20	15,2	15,7
CAGED	Saldo líquido, milhares de postos em 12 meses	421	560	-829	ago/20	-718	476
Salário-mínimo	R\$ correntes, final de período	954	998	1045	set/20	1045	1088
NUCI (FGV)	% - média do período (12 meses)	75,9	75,1	72,0	set/20	74,5	79,7
IPCA	% em 12 meses	3,7	4,3	3,1	set/20	3,1	3,6
IGP-M	% em 12 meses	7,5	7,3	17,9	set/20	21,4	4,7
IPC-FIPE	% em 12 meses	3,0	4,4	4,3	set/20	4,3	3,6
R\$/US\$	final de período	3,87	4,03	5,63	26/out/20	5,20	4,80
R\$/US\$	média do período	3,66	3,95	5,40	set/20	5,15	4,99
Juros nominais (Selic)	% a.a. - final de período	6,50	4,50	2,00	26/out/20	2,00	3,00
Juros nominais (Selic)	% a.a. - média do período (12 meses)	6,56	5,96	3,52	set/20	2,81	2,27
Juros reais ex-ante (Swap 360)	% a.a. - média do período (12 meses)	3,05	1,90	0,21	set/20	-0,21	-0,46
TJLP	% a.a. - final de período	6,98	5,57	4,91	set/20	4,55	4,67
Risco-Brasil (Embi+)	pontos-base - final de período	276	214	317	26/out/20	347	203
Risco-Brasil (Embi+)	pontos-base - média	272	241	323	set/20	336	233
Ibovespa	pontos, final de período	87.887	115.645	101.017	26/out/20	99.972	105.943
Conta corrente (BPM6)	US\$ bi (12 meses)	-41,5	-50,8	-25,7	ago/20	-9,4	-18,3
Conta corrente (BPM6)	% do PIB (12 meses)	-2,2	-2,8	-1,7	ago/20	-0,7	-1,2
Balança comercial (MDIC)	US\$ bi (12 meses)	59,9	48,0	58,9	set/20	63,0	56,7
Exportações	US\$ bi (12 meses)	241,1	225,4	213,7	set/20	213,0	220,9
Importações	US\$ bi (12 meses)	181,2	177,3	154,8	set/20	150,1	164,2
Investimento direto (BPM6)	US\$ bi (12 meses)	78,2	78,6	54,5	ago/20	50,0	80,0
Reservas internacionais	US\$ bi - final de período	374,7	356,9	356,8	21/ago/20	342,5	335,2
Dívida externa	US\$ bilhões	320,6	321,6	307,1	jun/20	325,3	333,5
Resultado primário	% PIB (12 meses)	-1,6	-0,9	-8,5	ago/20	-13,0	-3,9
Déficit Nominal	% PIB (12 meses)	7,1	5,9	13,0	ago/20	16,5	8,1
Dívida Bruta do Governo Geral	% PIB (12 meses)	76,5	75,8	88,8	ago/20	96,9	97,9

Elaboração: LCA Consultores.

## Projeções mensais - Brasil

	IPCA (% a.m.)	IGP-M (% a.m.)	R\$/US\$ (média mensal)	Selic (% a.a.)* (final de período)	Risco país (pontos- base) (média mensal)
mar/20	0,07	1,24	4,87	3,75	349
abr/20	-0,31	0,80	5,33	3,75	422
mai/20	-0,38	0,28	5,64	3,00	418
jun/20	0,26	1,56	5,20	2,25	369
jul/20	0,36	2,23	5,28	2,25	361
ago/20	0,24	2,74	5,45	2,00	323
set/20	0,64	4,34	5,40	2,00	323
out/20	<b>0,80</b>	<b>3,15</b>	<b>5,60</b>	<b>2,00</b>	<b>347</b>
nov/20	<b>0,31</b>	<b>1,92</b>	<b>5,40</b>	<b>2,00</b>	<b>347</b>
dez/20	<b>0,63</b>	<b>0,95</b>	<b>5,20</b>	<b>2,00</b>	<b>347</b>
jan/21	<b>0,39</b>	<b>0,69</b>	<b>5,15</b>	<b>2,00</b>	<b>281</b>
fev/21	<b>0,57</b>	<b>0,65</b>	<b>5,15</b>	<b>2,00</b>	<b>281</b>
mar/21	<b>0,28</b>	<b>0,44</b>	<b>5,15</b>	<b>2,00</b>	<b>281</b>
abr/21	<b>0,39</b>	<b>0,24</b>	<b>5,10</b>	<b>2,00</b>	<b>234</b>
mai/21	<b>0,19</b>	<b>-0,02</b>	<b>5,00</b>	<b>2,00</b>	<b>234</b>
jun/21	<b>0,12</b>	<b>0,34</b>	<b>5,00</b>	<b>2,00</b>	<b>234</b>
jul/21	<b>0,19</b>	<b>0,37</b>	<b>5,00</b>	<b>2,00</b>	<b>212</b>
ago/21	<b>0,18</b>	<b>0,24</b>	<b>4,90</b>	<b>2,25</b>	<b>212</b>
set/21	<b>0,30</b>	<b>0,28</b>	<b>4,90</b>	<b>2,50</b>	<b>212</b>
out/21	<b>0,31</b>	<b>0,55</b>	<b>4,85</b>	<b>2,75</b>	<b>203</b>

\* Meta Selic definida nas reuniões do Copom.

## Internacional

Indicator	Unidade	2018	2019	Última observação		Projeções		
						2020	2021	
PIB	Mundo (conceito FMI)	% 4 trimestres	3,6	2,9	-	-	-3,2	4,2
	EUA	% 4 trimestres	3,0	2,2	-1,1	2T20	-4,3	3,0
	Japão	% 4 trimestres	0,2	0,7	-2,7	2T20	-5,4	2,6
	EuroZona	% 4 trimestres	1,9	1,3	-4,0	2T20	-7,5	4,6
	China	% 4 trimestres	6,9	6,7	-0,2	3T20	2,0	8,9
	Argentina	% 4 trimestres	-2,6	-2,1	-6,3	2T20	-11,4	4,3
Inflação	EUA (CPI)	%12 meses	1,9	2,3	1,4	set/20	1,1	2,5
	EUA (núcleo do CPI)	%12 meses	2,2	2,2	1,7	set/20	2,0	2,1
Juros	Fed	% a.a. (fim de período)	2,50	1,75	0,25	26/out/20	0,25	0,25
	T-Note (10 anos)	% a.a. (fim de período)	2,84	1,86	0,81	26/out/20	1,30	1,19
	BCE	% a.a. (fim de período)	0,00	0,00	0,00	26/out/20	0,00	0,00
	Libor (6 meses, US\$)	% a.a. (fim de período)	2,89	1,90	0,25	26/out/20	0,48	0,41
Commodities	Petróleo (WTI)	US\$ - média 12 meses	64,8	57,0	43,1	set/20	39,2	45,7
	CRB Spot	Índice - média 12 meses	431	405	384	set/20	388	419