

Cenário LCA

17 de novembro de 2020

Cenários

Mesmo com vacina próxima, pandemia aumenta o risco de desaceleração aguda das economias mundial e doméstica na virada de 2020 para 2021

Há tempos temos alertado nossos leitores que a recuperação das economias mundial e doméstica perderá velocidade na virada de 2020 para 2021, basicamente em função da gradativa retirada de estímulos fiscais.

Não obstante, continuamos a avaliar que essa perda de fôlego não resultará numa segunda recaída recessiva, mesmo que de intensidade bem menor do que aquela observada no 2º trimestre.

Essa perspectiva está assentada em duas hipóteses principais: (i) que estímulos seriam tempestivamente renovados, mesmo que parcialmente; e (ii) que novas ondas de infecção de Covid-19 seriam mais manejáveis.

O risco de frustração de ambas essas hipóteses, sobretudo da segunda, parece ter se elevado nas últimas semanas, aumentando o risco de uma contração da atividade global na virada de 2020 para 2021.

Por outro lado, o noticiário sobre o desenvolvimento de vacinas continua favorável – o que ajuda a reafirmar premissas importantes de nosso cenário base, sobretudo em relação ao câmbio doméstico.

Uma descompressão cambial ajudaria a conter as fortes pressões de custos que estão acentuando significativamente a alta de preços no atacado e pressionando muitos preços ao consumidor, sobretudo de alimentos.

Como temos argumentado, o encarecimento dos alimentos tende a pesar sobre os orçamentos familiares, sobretudo da população de baixa renda – que já sente os efeitos da redução do auxílio emergencial.

Nessas circunstâncias, nota-se uma incipiente piora nos índices de confiança do consumidor e de alguns segmentos empresariais, o que tende a resultar numa moderação no ritmo de crescimento na virada do ano.

A retomada de um ritmo mais consistente de crescimento da economia doméstica ao longo de 2021 depende bastante da distribuição de uma vacina eficaz contra o coronavírus. Mas fatores de natureza não-sanitária, como a evolução do cenário político-fiscal, também podem ser determinantes.

Noticiário sobre Covid-19 é negativo para o curto prazo, mas positivo para o médio prazo

Há tempos temos alertado nossos leitores que a recuperação das economias mundial e doméstica deverá perder velocidade na virada de 2020 para 2021. Isso ocorreria, basicamente, devido à diluição dos efeitos dos expressivos estímulos fiscais que ajudaram a limitar a profundidade e a duração da recessão provocada pelo choque pandêmico.

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 | www.lcaconsultores.com.br

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



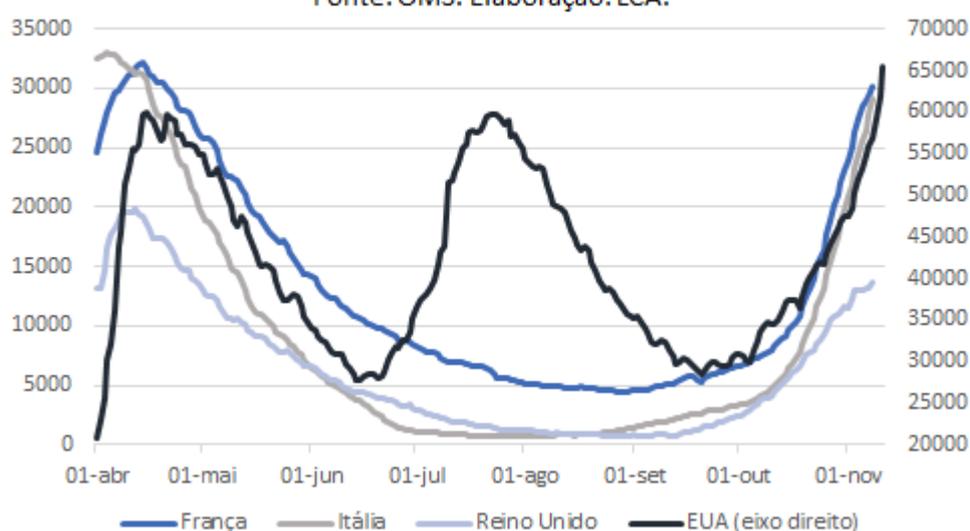
Apesar de vir considerando provável que a recuperação vá perder fôlego na virada no ano, nosso cenário base sempre pressupôs que uma segunda recaída recessiva, mesmo que de intensidade bem menor do que aquela observada no 2º trimestre deste ano, seria evitada nas principais economias.

Essa perspectiva vem sendo assentada em duas hipóteses principais: (i) que os estímulos fiscais seriam parcialmente renovados a tempo de evitar uma queda abrupta do poder de compra das famílias mais vulneráveis à pandemia; e (ii) que as ondas secundárias de infecção por coronavírus, conquanto inevitáveis, seriam mais manejáveis – ou seja, resultariam em menor número de hospitalizações e óbitos; e, logo, suscitariam restrições menos severas sobre a atividade econômica em geral. O risco de frustração de ambas essas hipóteses parece ter se elevado nas últimas semanas, aumentando o risco de uma contração da atividade global na virada de 2020 para 2021.

Em relação à frustração com a renovação de estímulos, o risco continua a parecer maior nos EUA: as negociações no Congresso estão suspensas e só deverão ser retomadas, na melhor das hipóteses, após o 2º turno das eleições que definirão os dois representantes da Geórgia no Senado (que acontecerão no começo de janeiro); ademais, a elevada probabilidade de que o Senado continue sob maioria republicana sugere que um acordo em torno do escopo e do volume do pacote adicional de estímulos não deverá ser alcançado rapidamente. O noticiário sobre reforço de estímulos também não tem sido muito auspicioso na Europa, onde Hungria e Polônia vetaram, no Parlamento Europeu, o pacote de resgate emergencial de 750 bilhões de euros – veto que deverá ser derrubado, mas que exigirá negociações adicionais e poderá atrasar a liberação de recursos. Por fim, muitos dos principais emergentes, incluindo o Brasil, enfrentam restrições fiscais para prolongar medidas de estímulo em volume significativo.

G1. Pacientes hospitalizados com Covid-19 em países selecionados

Fonte: OMS. Elaboração: LCA.

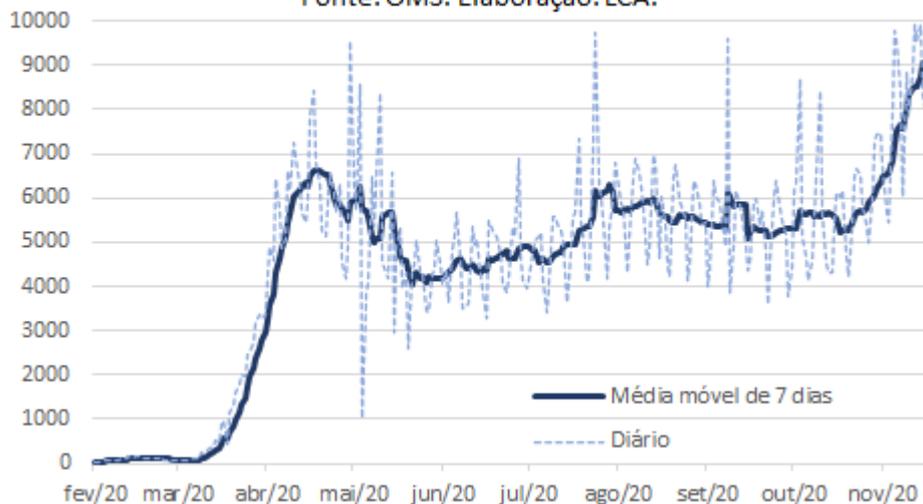


Já a hipótese de que as ondas secundárias de infecção por coronavírus seriam mais manejáveis tem sido refutada por evidências de forte aumento de hospitalizações e óbitos, principalmente na Europa e nos EUA. Com efeito, o número de pacientes hospitalizados por Covid-19 voltou ao pico observado durante a primeira onda em diversos países (Gráfico 1); e o número de óbitos diários tem batido recordes no mundo (Gráfico 2). Isso tem levado a um recrudescimento de restrições em diversas regiões, com conseqüente redução dos índices de mobilidade urbana (Gráfico 3) – o que deve ter reflexos adversos sobre a atividade, principalmente no setor de serviços.

Apesar dessas evidências de que as ondas secundárias de infecção estão sendo, em muitas regiões importantes, tão agressivas quanto a primeira onda epidêmica, continuamos a avaliar que o impacto econômico será, ao final, mais moderado. Isso, sobretudo, porque as restrições sanitárias nestas ondas secundárias tendem a ser mais seletivas – graças, principalmente, à maior capacidade de testagem. A testagem em massa permite que restrições sejam impostas de forma mais localizada; ou seja, nas regiões onde a ocorrência de testes positivos é maior e em atividades em que a possibilidade de contágio é mais relevante (como restaurantes, bares, academias, templos religiosos etc.).

G2. Evolução das mortes diárias por Covid-19 no mundo

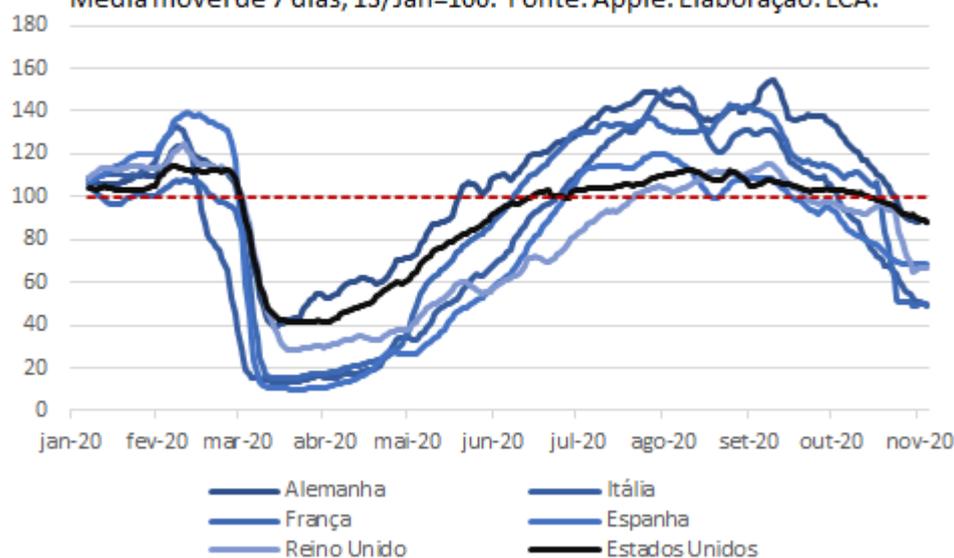
Fonte: OMS. Elaboração: LCA.



Outro aspecto a sugerir que o impacto econômico das ondas secundárias tenderá a ser mais brando é o noticiário auspicioso sobre o desenvolvimento de vacinas contra o coronavírus. Vários laboratórios estão em fase final de testes; e vacinas poderão ser aprovadas na virada do ano – abrindo a possibilidade de que comecem a ser distribuídas em massa em meados de 2021. Isso vem ajudando a sustentar expectativas positivas para o médio prazo, mitigando, por exemplo, o impacto da segunda onda sobre os diversos mercados de ativos, como ações, commodities e moedas emergentes.

G3. Índice de mobilidade urbana em países selecionados

Média móvel de 7 dias, 13/Jan=100. Fonte: Apple. Elaboração: LCA.

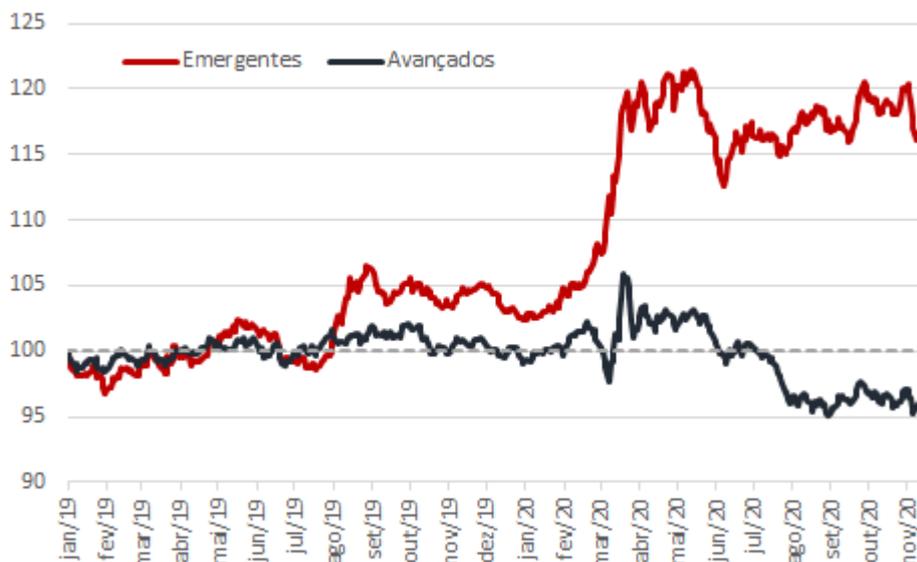


Logo, a perspectiva de que uma vacina está próxima de ser distribuída ajuda a reafirmar premissas importantes de nosso cenário base, sobretudo no que diz respeito à hipótese de refluxo mais consistente da aversão global ao risco em 2021. Esse refluxo tenderia a resultar numa descompressão cambial nas economias emergentes, cujas moedas vêm sofrendo relevante desvalorização em relação às moedas de economias desenvolvidas (Gráfico 4).

Nessas circunstâncias, continuamos a avaliar que o câmbio doméstico também atravessará um período de relevante descompressão num horizonte não muito distante. Seguimos projetando dólar cotado a R\$ 5,20 no final deste ano e a R\$ 4,80 no final de 2021. É preciso reconhecer, todavia, que essa perspectiva continua a ser desafiada por vários fatores de incerteza, incluindo o risco de frustração quanto ao cronograma de distribuição de vacinas e o risco de corrosão da credibilidade das contas públicas domésticas. Ademais, é provável que o mercado de câmbio doméstico

fique sujeito a elevada volatilidade neste final de ano, em função de mudanças nas regras tributárias sobre investimentos no exterior que o Banco Central introduziu visando para eliminar distorções (ligadas ao chamado *overhedge* dos bancos). Essas mudanças podem acentuar a demanda do setor financeiro por dólares (que, todavia, deverá ser compensada pela autoridade monetária com intervenções via leilões de *swap* cambial).

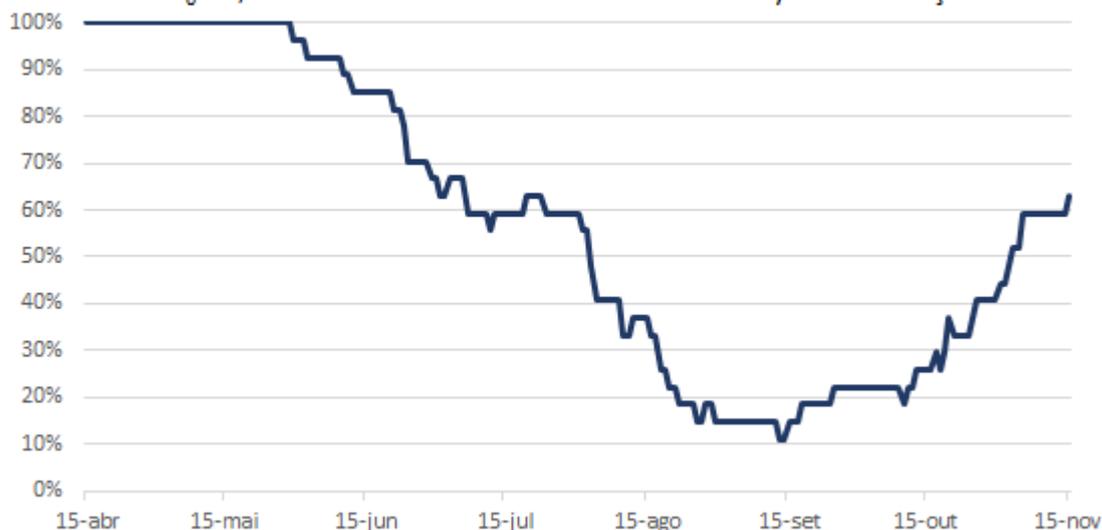
G4. Evolução do dólar em relação aos conjuntos de moedas de economias avançadas e emergentes, ponderado pelo índice MSCI
Jan/19=100. Fonte: Bloomberg. Elaboração: LCA.



Brasil: Covid-19 e inflação podem acentuar a perda de fôlego da atividade na virada do ano

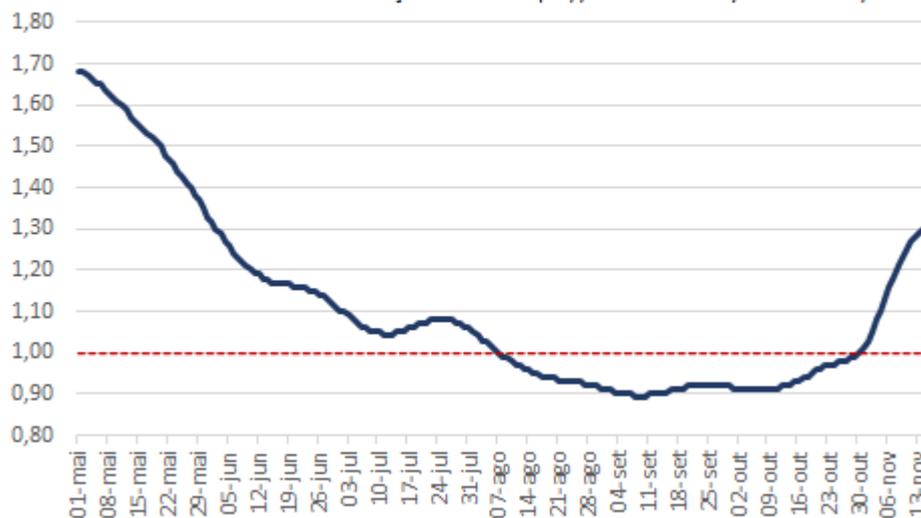
Além de incertezas domésticas associadas ao cenário fiscal e à trajetória do câmbio, é preciso reconhecer, também, que permanecem elevadas as incertezas domésticas relacionadas à evolução da pandemia e ao comportamento da inflação e da atividade econômica. Os sinais de aumento de infecção pelo coronavírus no Brasil, conquanto ainda incipientes, têm ficado mais evidentes. As informações sobre o avanço da doença têm sido prejudicadas nas últimas semanas por problemas técnicos (o sistema do Ministério da Saúde foi alvo de ação de *hackers*). Mas há indícios de aumento de hospitalizações e, ainda mais preocupante, evidências de que a taxa de reprodução do coronavírus (R_0) voltou a subir e está novamente acima de 1 em diversos estados (Gráfico 5) e na média nacional (Gráfico 6).

G5. Proporção de estados brasileiros com taxa de reprodução da Covid-19 acima de 1
UFs com $R_0 > 1$, em % do total de 27 UFs. Fonte: Covid Analytics. Elaboração: LCA



G6. Brasil, número de reprodução (R_0) do coronavírus

R_0 = métrica que representa para quantas pessoas, em média, um indivíduo infectado transmite a doença. Fonte: <https://covid19analytics.com.br/>

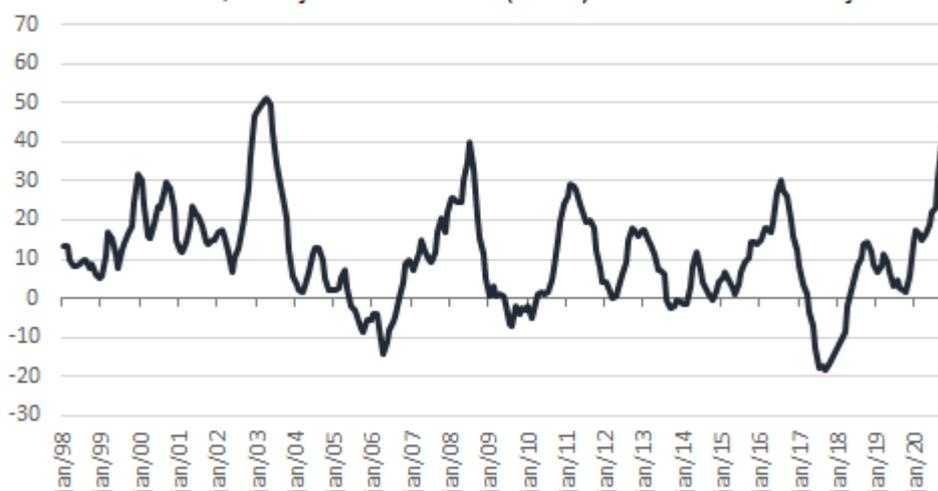


O recrudescimento da epidemia tem óbvias consequências negativas para alguns segmentos econômicos, sobretudo para os serviços ligados a recreação e lazer. A inflação mais alta é outro elemento que pode representar um fator de contenção da atividade no curto prazo. A combinação de recuperação nos preços internacionais das commodities com expressiva desvalorização do câmbio tem colocado significativa pressão sobre os custos na cadeia produtiva doméstica, agropecuária e industrial. Ademais, descompassos entre oferta e demanda em alguns segmentos, fruto da rápida recuperação da demanda (externa e interna) puxada por estímulos fiscais, têm acentuado a tendência de alta de custos em vários setores (principalmente na agropecuária e na construção civil).

Assim, a alta dos preços no atacado agropecuário e industrial tem sido expressiva e disseminada. O conjunto de preços agropecuários no atacado acumula alta superior a 60% nos últimos doze meses – o que equivale à maior taxa observada na série iniciada em 1998 (Gráfico 7). No atacado industrial, a alta da medida de núcleo calculada pela **LCA** – que exclui produtos alimentares e combustíveis – vem se aproximado das máximas observadas durante a primeira metade da década de 2000 (Gráfico 8), quando também ocorreram movimentos simultâneos de valorização internacional das commodities e de depreciação do câmbio doméstico.

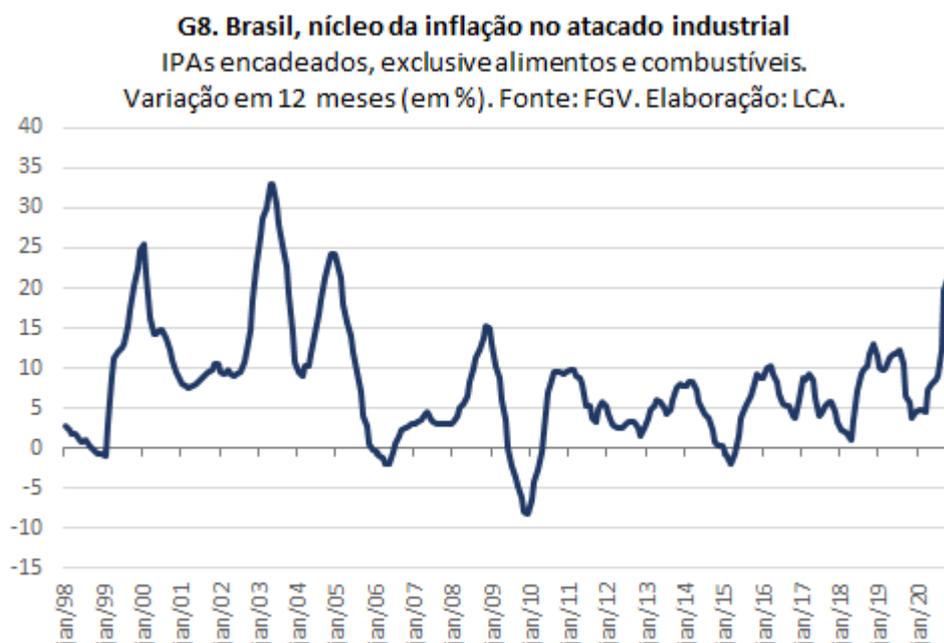
G7. Brasil, inflação no atacado agropecuário

IPAs encadeados, variação em 12 meses (em %). Fonte: FGV. Elaboração: LCA.

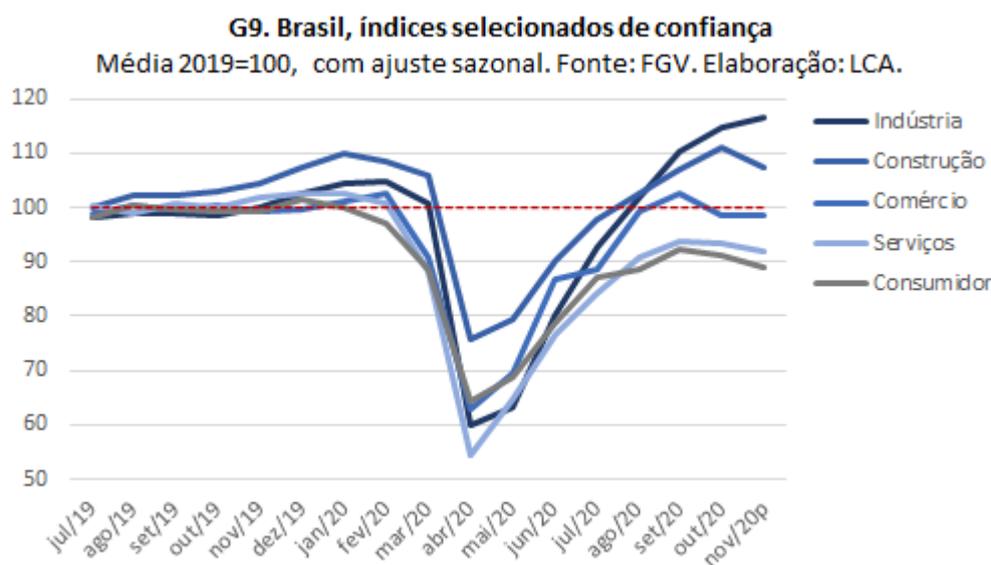


Avaliamos que os preços das commodities podem continuar a se valorizar ao longo do ano que vem, mas uma descompressão cambial, tal como projetamos, ajudaria a conter as fortes pressões de custos e a moderar a alta de preços no atacado. Não obstante, o encarecimento de produtos no atacado vem começando a pressionar muitos preços ao consumidor, sobretudo preços de alimentos. Esse repasse de custos do atacado para o varejo tende a ser insuficiente

para elevar a inflação ao consumidor para níveis claramente superiores ao centro da meta, dispensando um aperto abrupto de condições monetárias: continuamos a avaliar que a taxa básica Selic começará a ser ajustada, gradualmente, apenas a partir de meados de 2021 (embora venha aumentando a chance de o ajuste começar mais cedo).



Mas, como temos argumentado, o aumento do custo de vida, sobretudo dos alimentos, tende a pesar sobre os orçamentos familiares, principalmente da população de renda mais baixa – que já vem sentindo os efeitos da redução do auxílio emergencial, cujo valor mensal passou de R\$ 600 para R\$ 300 em outubro (e que será zerado a partir de janeiro, a não ser que o governo consiga desatar o “nó fiscal” para reforçar programas de transferência de renda sem abandonar âncoras fiscais, como a regra do teto de gastos públicos). Assim, a alta da inflação ao consumidor tende a ser um fator adicional a conter a velocidade de recuperação da demanda doméstica nos próximos meses. Não à toa, temos notado uma incipiente piora nos índices de confiança do consumidor e de alguns setores empresariais (Gráfico 9).



Nessas circunstâncias em que persistem obstáculos ao fôlego da recuperação, parece conveniente tornarmos a enfatizar que a retomada de um ritmo mais consistente de crescimento da economia doméstica – que conduza a um crescimento do PIB entre 3% e 3,5% em 2021, tal como ora projetamos em nosso cenário base – depende da superação de diversos elementos de incerteza, externos e internos. A começar pela confirmação de que uma vacina eficaz contra o coronavírus estará disponível para distribuição em massa até meados do ano que vem. Mas a superação de “fatores

não-sanitários” de risco, com destaque para o cenário político-fiscal, também será determinante para evitar um desvio da conjuntura doméstica para uma trajetória mais adversa do que aquela contemplada em nosso cenário base.

Fique de olho

A sondagem econômica do FED de Filadélfia, referente a novembro, que será divulgada na 5ª-feira (dia 19), é destaque na agenda internacional da semana – sobretudo depois que sondagem semelhante do FED de NY apontou surpreendente contração da atividade manufatureira norte-americana. Olho também nas aparições públicas de diversos diretores do FED agendada para a semana. No Brasil, destaque para a inflação parcial de novembro medida pelo IPCA-15, que será divulgada pelo IBGE na próxima 3ª-feira, dia 24 (ver **Na Agenda**).

Na Agenda

Inflação

Na próxima 3ª-feira (24/11) o IBGE apresentará o **IPCA-15 de novembro**. Projetamos alta de **+0,71%**, abaixo da registrada em outubro (+0,94%).

Esperamos que o grupo *Alimentação e bebidas* passe de +2,24% em outubro para +1,82% em novembro, pela desaceleração de *arroz, feijão, Farinhas, féculas e massas, Açúcares e derivados, Carnes e peixes industrializados, Leites e derivados, Panificados, Óleos e gorduras* e do subgrupo *Alimentação fora do domicílio*.

Esperamos que *Artigos de residência* passe de +1,41% para +0,85%, destacadamente pela desaceleração de *Mobiliário* e de *TV, som e informática* – o que pode ser um primeiro efeito do evento *Black Friday* (com promoções ao longo do mês de novembro). Também por este motivo, projetamos desaceleração do grupo *Vestuário* entre outubro (+0,84%) e novembro (+0,61%).

Projetamos que *Transportes* passará de +1,34% em outubro de +0,72% em novembro, sobretudo pela desaceleração de *passagem aérea, automóvel novo e automóvel usado*.

Por fim, projetamos que *Saúde e cuidados pessoais* passará de +0,28% em outubro para +0,10%, pela queda esperada em *produtos farmacêuticos*, bem como pela desaceleração de *higiene pessoal*.

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	1.403	1.513
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	-	-	6.615	7.089
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	-5,5	set/20	-5,0	7,0
Comércio varejista restrito (PMC)	% em 12 meses, volume	2,3	1,9	0,9	set/20	1,2	2,9
Taxa de desemprego (PNAD C.)	% da FT, média em 12 meses	12,3	11,9	12,5	ago/20	14,4	14,3
CAGED	Saldo líquido, milhares de postos em 12 meses	421	560	-696	set/20	-314	748
Salário-mínimo	R\$ correntes, final de período	954	998	1045	out/20	1045	1088
NUCI (FGV)	% - média do período (12 meses)	75,9	75,1	72,3	out/20	72,7	80,4
IPCA	% em 12 meses	3,7	4,3	3,9	out/20	3,4	3,7
IGP-M	% em 12 meses	7,5	7,3	20,9	out/20	23,9	4,1
IPC-FIPE	% em 12 meses	3,0	4,4	5,4	out/20	5,0	3,7
R\$/US\$	final de período	3,87	4,03	5,42	16/nov/20	5,20	4,80
R\$/US\$	média do período	3,66	3,95	5,63	out/20	5,15	5,15
Juros nominais (Selic)	% a.a. - final de período	6,50	4,50	2,00	16/nov/20	2,00	3,00
Juros nominais (Selic)	% a.a. - média do período (12 meses)	6,56	5,96	3,27	out/20	2,81	2,27
Juros reais ex-ante (Swap 360)	% a.a. - média do período (12 meses)	3,05	1,90	0,07	out/20	-0,21	-0,75
TJLP	% a.a. - final de período	6,98	5,57	4,55	out/20	4,55	4,67
Risco-Brasil (Embi+)	pontos-base - final de período	276	214	276	16/nov/20	347	203
Risco-Brasil (Embi+)	pontos-base - média	272	241	316	out/20	334	233
Ibovespa	pontos, final de período	87.887	115.645	106.430	16/nov/20	99.972	105.943
Conta corrente (BPM6)	US\$ bi (12 meses)	-41,5	-50,8	-20,7	set/20	-9,4	-18,3
Conta corrente (BPM6)	% do PIB (12 meses)	-2,2	-2,8	-1,3	set/20	-0,7	-1,2
Balança comercial (MDIC)	US\$ bi (12 meses)	59,9	48,0	57,2	out/20	63,0	56,7
Exportações	US\$ bi (12 meses)	241,1	225,4	210,6	out/20	213,0	220,9
Importações	US\$ bi (12 meses)	181,2	177,3	153,4	out/20	150,1	164,2
Investimento direto (BPM6)	US\$ bi (12 meses)	78,2	78,6	50,0	set/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	-9,1	set/20	-13,0	-3,9
Déficit Nominal	% PIB (12 meses)	7,1	5,9	13,7	set/20	16,5	8,1
Dívida Bruta do Governo Geral	% PIB (12 meses)	76,5	75,8	90,6	set/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)
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	0,86	3,23	5,63	2,00	316
nov/20	0,52	3,09	5,35	2,00	347
dez/20	0,66	1,75	5,20	2,00	347
jan/21	0,37	0,98	5,25	2,00	281
fev/21	0,57	0,79	5,35	2,00	281
mar/21	0,30	0,47	5,40	2,00	281
abr/21	0,41	0,22	5,30	2,00	234
mai/21	0,21	-0,08	5,30	2,00	234
jun/21	0,12	0,28	5,20	2,00	234
jul/21	0,22	0,28	5,20	2,00	212
ago/21	0,18	0,11	5,10	2,25	212
set/21	0,30	0,10	5,05	2,50	212
out/21	0,31	0,34	4,95	2,75	203
nov/21	0,16	0,34	4,90	2,75	203

* 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	-2,3	3T20	-3,8	3,4
	Japão	% 4 trimestres	0,2	0,7	-4,7	3T20	-5,4	2,6
	EuroZona	% 4 trimestres	1,9	1,3	-5,4	3T20	-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	1,2	out/20	1,1	2,5
	EUA (núcleo do CPI)	%12 meses	2,2	2,2	1,6	out/20	2,0	2,1
Juros	Fed	% a.a. (fim de período)	2,50	1,75	0,25	16/nov/20	0,25	0,25
	T-Note (10 anos)	% a.a. (fim de período)	2,84	1,86	0,91	16/nov/20	1,30	1,19
	BCE	% a.a. (fim de período)	0,00	0,00	0,00	16/nov/20	0,00	0,00
	Libor (6 meses, US\$)	% a.a. (fim de período)	2,89	1,90	0,25	16/nov/20	0,48	0,41
Commodities	Petróleo (WTI)	US\$ - média 12 meses	64,8	57,0	41,9	out/20	39,2	45,7
	CRB Spot	Índice - média 12 meses	431	405	385	out/20	388	419