

Cenário LCA

2 de fevereiro de 2021

Cenários

Cenário para commodities e emergentes segue moderadamente benigno

Os resultados do PIB do 4º trimestre de 2020 nas principais economias, divulgados nas últimas semanas, vieram em linha com nossas expectativas – ao apontarem continuidade da forte recuperação na China, desaceleração nos EUA e contração na Europa.

Como temos argumentado, as restrições sanitárias adotadas para conter as ondas secundárias de coronavírus, em conjunto com a diluição de parte dos expressivos estímulos fiscais adotados no ano passado, tendem a provocar esfriamento adicional das economias norte-americana e europeia neste 1º trimestre de 2021.

Na China, onde a atividade econômica já retornou à trajetória pré-pandemia, as autoridades esboçam começar a reverter políticas de estímulo – para conter o elevado endividamento público e privado, bem como enfrentar os riscos de formação de bolhas financeiras (sobretudo no setor imobiliário e em fundos de investimento).

A inflexão do ciclo de expansão de crédito na China é fator que poderá conter a tendência de valorização das commodities, limitando a velocidade de recuperação das economias emergentes (embora o cenário permaneça benigno ante a expectativa de ampliação de investimentos em infraestrutura “verde”).

No Brasil, persistem incertezas acerca do ritmo de crescimento da atividade, do comportamento da inflação e da dinâmica das contas públicas – situação que, ademais de provocar volatilidade nas taxas de risco e de câmbio, tem tornado mais incerta a trajetória para a taxa básica de juros.

Nosso cenário continua a antever um esfriamento transitório da economia doméstica neste 1º trimestre, situação em que o Copom aguardaria um pouco mais para dar início à elevação da Selic. O aumento do juro básico a partir de maio e alguma acomodação de riscos fiscais deverão a ajudar a reduzir a cotação do dólar.

Moderação chinesa e acomodação do dólar limitam ímpeto de alta das commodities

Os resultados do PIB do 4º trimestre de 2020 nas principais economias mundiais, divulgados nas últimas semanas, vieram, grosso modo, em linha com nossas expectativas – ao apontarem continuidade da forte recuperação na China, desaceleração do ritmo de retomada nos EUA e contração da atividade na Europa.

Como temos argumentado, as restrições sanitárias adotadas para conter as ondas secundárias de coronavírus, em conjunto com a diluição de parte dos expressivos estímulos fiscais adotados no ano passado, tendem a provocar esfriamento adicional das economias norte-americana e, sobretudo, europeia neste 1º trimestre de 2021.

Publicação produzida pela LCA exclusivamente para clientes. Reprodução proibida.

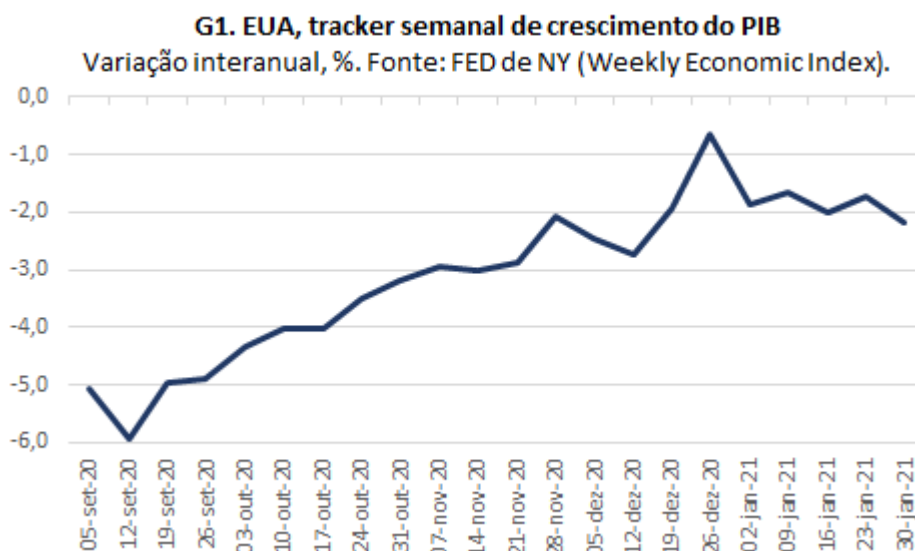
Este relatório foi preparado com informações de acesso público, analisadas rigorosamente pela LCA. O usuário deste material assume integralmente a responsabilidade pelas consequências da sua utilização.

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 | www.lcaconsultores.com.br

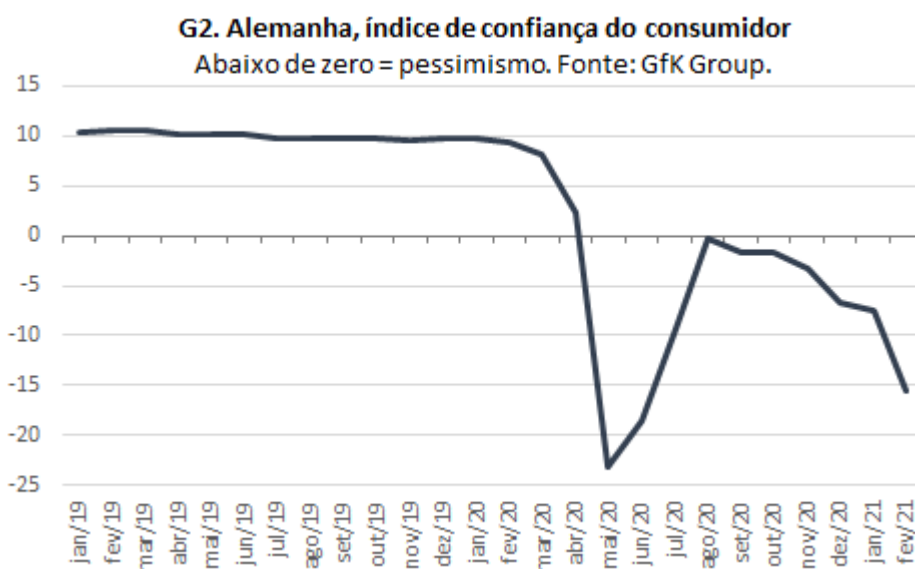
Caso queira atualizar um endereço eletrônico ou parar de receber nossas publicações, [clique aqui](#)



Nos EUA, por exemplo, o *tracker* semanal de crescimento do PIB, elaborado pelo escritório regional do FED de NY, apontou tendência de piora ao longo das leituras de janeiro (Gráfico 1), reforçando nossa expectativa de que, neste 1º trimestre de 2021, o PIB vá ter crescimento anêmico em relação ao último trimestre de 2020; e de que ele continuará a apresentar taxa negativa na comparação interanual (isto é, em relação ao 1º trimestre de 2020).

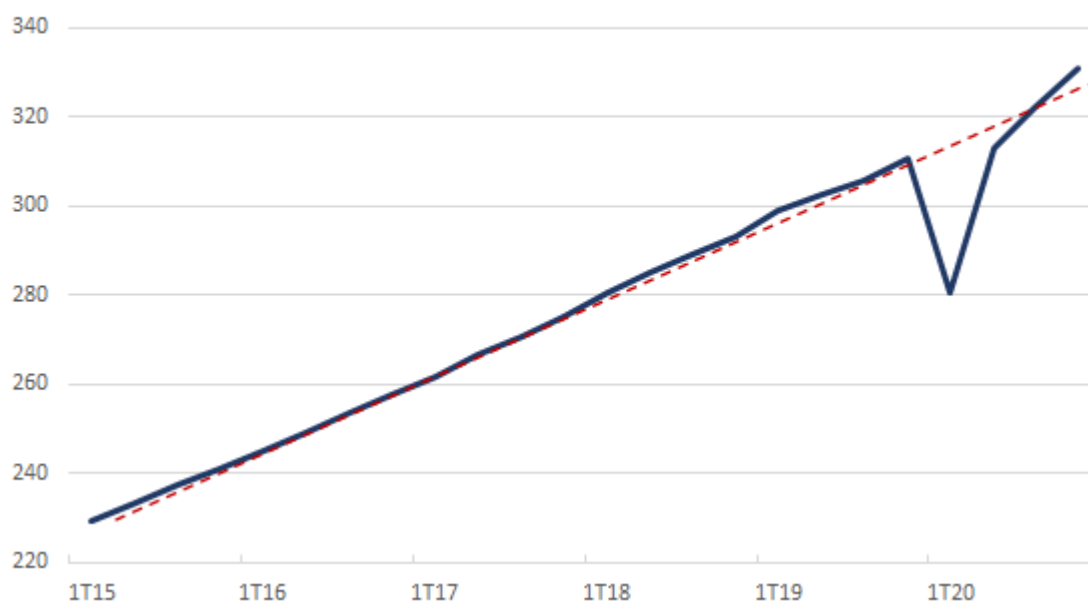


Analogamente, na Europa, em particular na Alemanha, os resultados recentes fortemente negativos dos indicadores de vendas no varejo e de confiança do consumidor (Gráfico 2) reforçam nossa perspectiva de que o PIB da Zona do Euro sofrerá nova contração marginal neste 1º trimestre do ano – que, vinda na esteira da contração observada no 4º trimestre, confirmaria que o bloco econômico está atravessando uma recaída recessiva (ainda que de intensidade bem mais branda do que a recessão provocada pelo choque pandêmico).



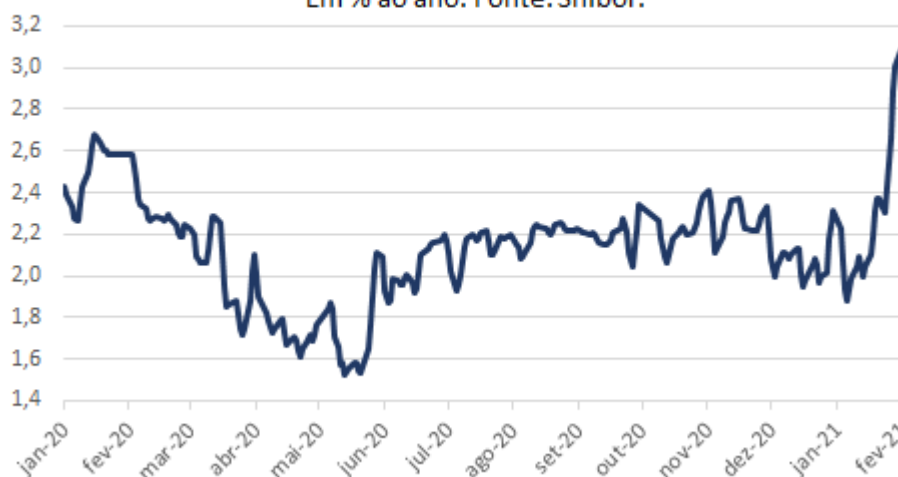
Como temos argumentado, o esfriamento das principais economias avançadas na passagem de 2020 para 2021 tende a ser transitório, uma vez que o avanço na imunização das populações contra o coronavírus deverá permitir que, ao longo dos próximos meses, a confiança aumente e muitas das medidas de controle sanitário sejam retiradas, o que ajudará na recuperação da atividade, sobretudo dos vários segmentos de serviços que vêm sendo muito prejudicados pelas restrições de mobilidade.

G3. China, PIB: 2005=100
Com ajuste sazonal. Elaboração e projeções: LCA.



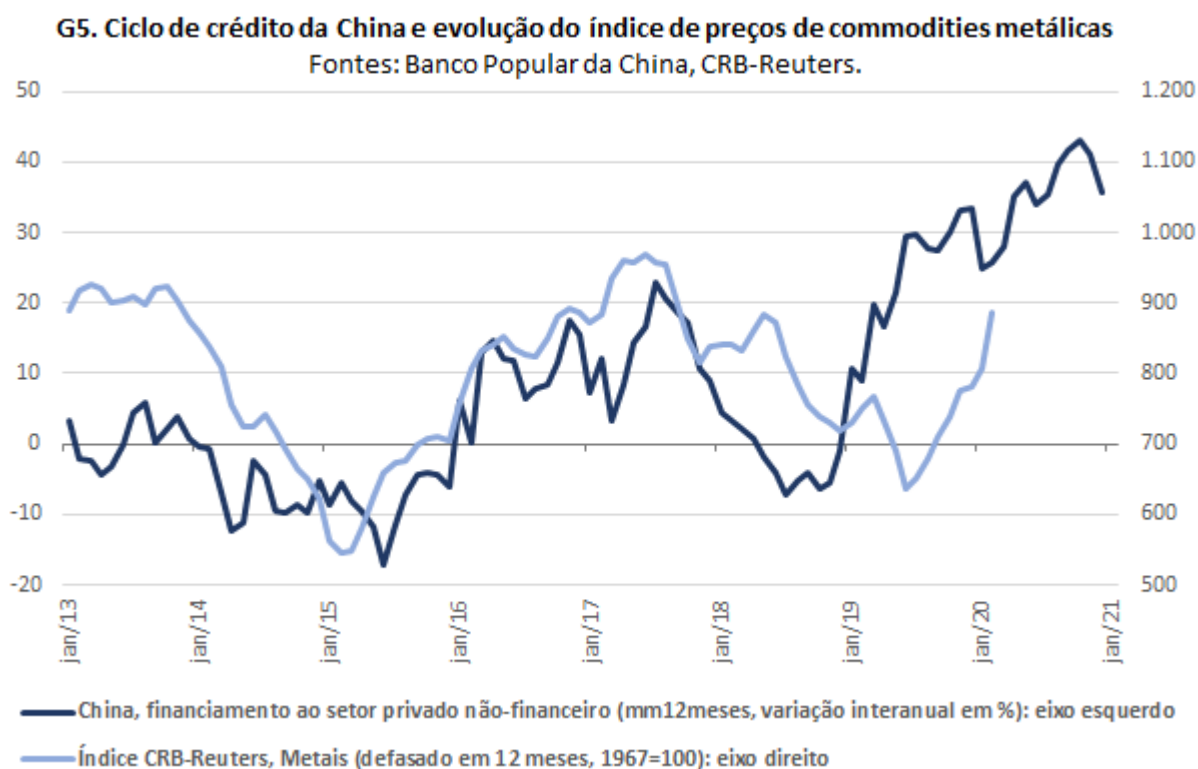
Na China, onde a atividade econômica já retornou à trajetória pré-pandemia (Gráfico 3), as autoridades parecem inclinadas a iniciar uma reversão de parte das políticas de estímulo adotadas no ano passado – como sugerem o recente aperto de condições financeiras observado nos mercados interbancários chineses (Gráfico 4) e as declarações recentes de autoridades mostrando preocupação com o aumento do (já elevado) endividamento corporativo e com os riscos de formação de bolhas financeiras, principalmente no setor imobiliário e na indústria de fundos de investimento. Isso nos leva a crer que o crédito, que se acelerou significativamente após o choque pandêmico (Gráfico 5), deverá desacelerar nos próximos trimestres. A provável inflexão do ciclo de expansão de crédito na China é fator que poderá conter a tendência de valorização das commodities, sobretudo metálicas.

G4. China, taxa de juros interbancários de sete dias
Em % ao ano. Fonte: Shibor.



Outro fator que deverá contribuir para moderar a tendência de alta nos preços das commodities, em nossa avaliação, é o refluxo de pressões de desvalorização do dólar norte-americano observadas nos últimos meses: avaliamos que o ajuste nos mercados internacionais de câmbio suscitado pela vitória democrata nas eleições dos EUA já se completou; e que a moeda norte-americana poderá até recuperar algum valor ao longo deste ano em função dos diferenciais positivos de juros e de crescimento econômico entre EUA e outras economias avançadas (como Europa e Japão). Vale notar que há uma significativa correlação inversa entre o índice de preços das commodities e o valor do dólar

frente a uma cesta de principais moedas globais (Gráfico 6) – ou seja, quando o dólar se valoriza, as commodities tendem a recuar (e vice-versa).



A avaliação, defendida por boa parte dos analistas, de que os preços das commodities estão adentrando um novo “super-ciclo” de valorização – como ocorreu na passagem das décadas de 1990 para 2000, na esteira do crescimento exponencial da demanda chinesa por matérias-primas (Gráfico 7) – tem alimentado perspectivas positivas para as economias emergentes, sobretudo latino-americanas (que são grandes produtoras e exportadoras de commodities).

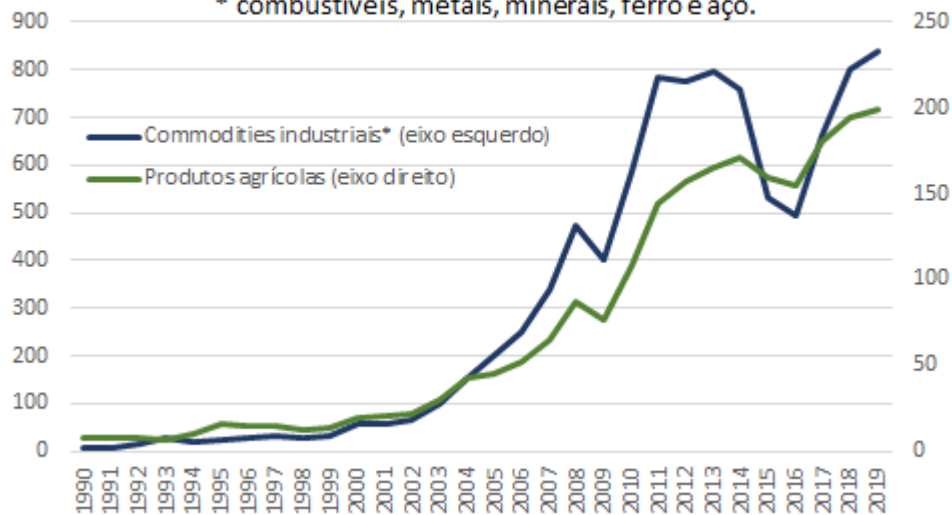


O cenário para a demanda por commodities permanece benigno ante a expectativa de ampliação de investimentos globais em infraestrutura, voltados sobretudo a reduzir impactos climáticos. Mas esses investimentos não deverão se materializar abruptamente, num contexto de elevado endividamento público e corporativo global, de modo que seguiremos moderadamente cautelosos em relação à contribuição positiva que a evolução do ambiente macroeconômico global poderá exercer sobre as economias emergentes no curto e médio prazo.

G7. China, importações de commodities selecionadas

Em US\$ bilhões. Fonte: OMC. Elaboração: LCA.

* combustíveis, metais, minerais, ferro e aço.

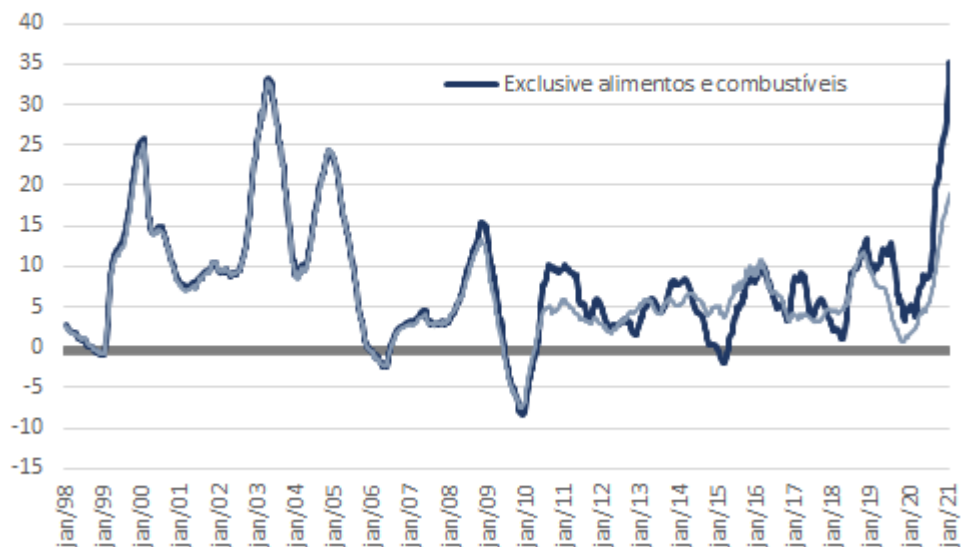


Reiteramos projeção de que ciclo de elevação da Selic será iniciado apenas em maio

Para o Brasil, a moderação no ímpeto de valorização das commodities seria bem-vinda no curto prazo – uma vez que poderia ajudar a refluir pressões de custos que vêm sendo observadas na cadeia industrial. Com efeito, as principais medidas de núcleo do atacado industrial têm registrado altas semelhantes às observadas no “super-ciclo” de commodities da década de 2000 (Gráfico 8), quando nossa moeda também havia acumulado um período de relevante pressão e volatilidade (à época associadas, sobretudo, a incertezas políticas). Na conjuntura atual, além da valorização de commodities e da depreciação cambial, têm despontado também pressões oriundas de descompassos, provocados pelo choque pandêmico, entre oferta e demanda de muitos insumos e bens industriais (Gráfico 9).

G8. Brasil, núcleos da inflação no atacado industrial

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

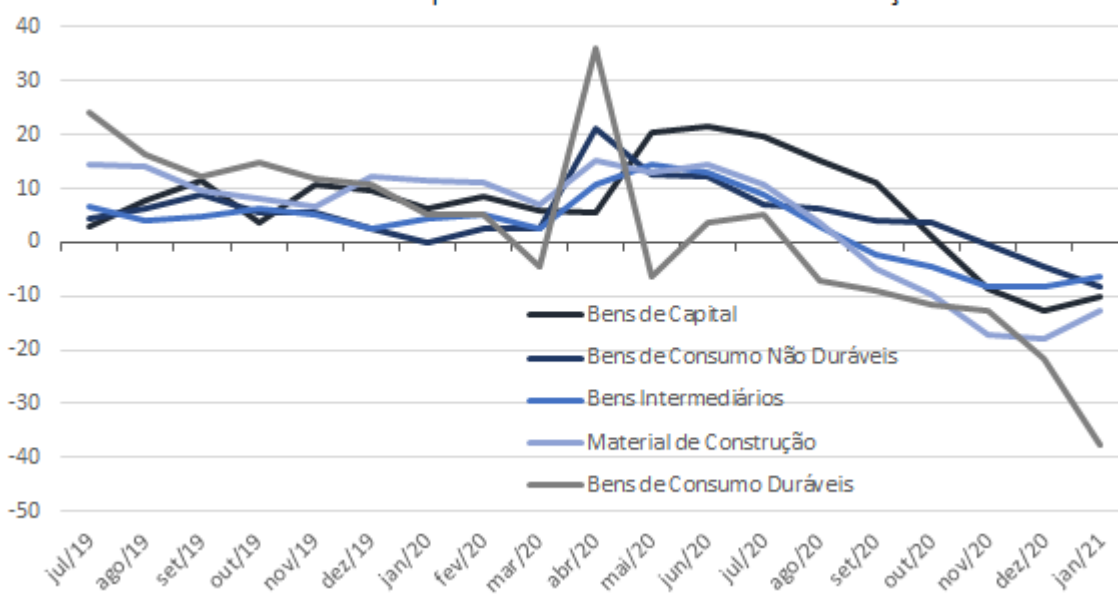


O Banco Central, assim como a **LCA**, tem avaliado que boa parte da pressão recente de custos tende a ser transitória. Mas é forçoso reconhecer que a alta de custos tem alcançado intensidade e duração surpreendentes, exercendo pressão (ainda que diluída) sobre os preços ao consumidor; e provocando elevação de expectativas inflacionárias.

Ainda que as expectativas continuem a apontar para o cumprimento das metas de inflação, as surpresas inflacionárias recentes, somadas ao câmbio mais depreciado, aos sinais de “normalização do funcionamento da economia” e aos riscos fiscais, têm levado o Banco Central a sinalizar o início iminente de uma “normalização parcial” [da política monetária], que reduziria “o grau extraordinário dos estímulos monetários”.

Assim, os documentos recentes de política monetária sugerem probabilidade significativa de que a elevação da taxa básica Selic seja iniciada já na próxima reunião do Copom, agendada para 17 de março. Essa passou a ser a expectativa predominante nos mercados futuros de juros.

G9. Brasil, diferença entre o % de indústrias reportando estoques excessivos e insuficientes
Abaixo de zero = estoques insuficientes. Fonte: FGV. Elaboração: LCA.



Nosso cenário continua a antever um esfriamento transitório da economia doméstica neste 1º trimestre, principalmente em função do esgotamento do auxílio emergencial e do recrudescimento da pandemia. Nessa situação, avaliamos, o Copom aguardará um pouco mais para dar início à elevação da Selic.

Continuamos a considerar como preponderante a hipótese de que o ciclo de aumento do juro básico terá início na reunião seguinte do Copom, agendada para 05 de maio. Até lá, o Banco Central terá mais informações para avaliar a “evolução da pandemia, da atividade econômica e da política fiscal”.

O avanço (ainda que tardio e lento) da vacinação e algum arranjo político-fiscal para renovar parte dos estímulos emergenciais tenderá a ajudar a revigorar (moderadamente) a atividade, circunstância na qual o Copom deverá promover um ciclo de elevação gradual de juros: seguimos projetando aumentos sucessivos de 25 pontos-base da Selic até que a taxa básica alcance 4,75% ao ano em meados do ano que vem.

Fique de olho

A divulgação, na 6ª-feira (dia 05), do relatório de janeiro do mercado de trabalho norte-americano será o destaque na agenda internacional da semana. Olho também nas negociações, no Congresso dos EUA, em torno do pacote adicional de estímulos fiscais. No Brasil, destaque para o noticiário político – sobretudo a possibilidade de renovação do auxílio emergencial e de avanço de pautas fiscais.

Na Agenda

Inflação

Na 6ª-feira (05/02) a FGV apresentará o **IGP-DI de janeiro**. Projetamos alta **+2,70%**, bem acima da vista em dezembro (+0,76%).

Esperamos que o IPA-Agropecuário mostre forte aceleração: de uma queda de -4,46% em dezembro para alta de +3,19% em janeiro, na esteira das altas de *milho, trigo, soja, mandioca, tomate, abacaxi, algodão, maçã, laranja e bovinos*.

Também projetamos aceleração do IPA-Industrial entre dezembro (+2,97%) e janeiro (+4,08%), com destaque para as altas de *Indústria Extrativa, Produtos Alimentícios, Fumo processado e produtos do fumo, Artigos do vestuário, Couros, artigos para viagem e calçados, Madeira desdobrada e produtos de madeira, Celulose, papel e produtos de papel, Produtos químicos, Metalurgia básica, Produtos de metal, Máquinas e equipamentos, Máquinas, aparelhos e materiais elétricos, Veículos automotores e carrocerias, Outros equipamentos de transporte e Móveis*.

Deste modo, esperamos que o IPA como um todo passe de +0,68% em dezembro para +3,74% em janeiro.

Por outro lado, projetamos que o IPC-DI passará de +1,07% em dezembro para +0,27% em janeiro, com destaque para as quedas de *Habitação* e de *Comunicação*, bem como para a desaceleração de *Alimentação*.

Por fim, esperamos que o INCC-DI passe de +0,70% para +0,98%, destacadamente pela aceleração ligada à *mão de obra*.

Já na próxima 3ª-feira (09/02) o IBGE apresentará o **IPCA de janeiro**. Projetamos alta de **+0,24%**, bem abaixo da registrada em dezembro (+1,35%).

Projetamos que o grupo *Alimentação e bebidas* passará de +1,74% em dezembro para +1,29% em janeiro, por conta das taxas mais amenas em *arroz, Farinhas, féculas e massas, Açúcares e derivados, Hortaliças e verduras, Carnes, Carnes e peixes industrializados, Aves e ovos, Leites e derivados, Panificados, Óleos e gorduras e Enlatados e conservas*.

Esperamos que *Habitação* passe de +2,88% para -1,26%, destacadamente pela alteração de bandeira tarifária (de vermelha II para amarela) em *energia elétrica residencial*.

Projetamos que o grupo *Artigos de residência* passará de +1,76% em dezembro para +0,44% em janeiro, pela desaceleração de *Mobiliário, Cama, mesa e banho, Eletrodomésticos e equipamentos* e de *TV, som e informática*.

Também é esperada desaceleração sazonal em *Vestuário*: de +0,59% em dezembro para +0,30% em janeiro.

Projetamos que *Transportes* passará de +1,36% em dezembro de +0,20% em janeiro, sobretudo pelas quedas de *passagem aérea* e de *etanol*.

Esperamos que o grupo *Despesas Pessoais* passe de +0,65% para +0,29%, sobretudo pela desaceleração projetada para *Recreação*.

Após o grupo *Educação* registrar alta de +0,48 em dezembro – em virtude da coleta excepcional feita pelo IBGE referente ao último mês do ano, abarcando a redução (parcial, avaliamos) dos descontos promovidos nas mensalidades escolares devido à pandemia –, projetamos desaceleração para +0,08% em janeiro.

Por fim, projetamos que *Comunicação* passará de +0,39% em dezembro para -0,01% em janeiro, em boa medida pelas quedas de *Tv por assinatura, Acesso à internet* e de *Aparelho telefônico*.

Projeções

Projeções anuais - Brasil

Indicador	Unidade	2019	2020	Última observação		Projeções	
						2021	2022
PIB (preços de mercado)	US\$ bilhões correntes (4 trimestres)	1.877	1.438	1.525	3T20	1.576	1.904
PIB (preços de mercado)	R\$ bilhões correntes (4 trimestres)	7.407	7.419	7.367	3T20	8.094	8.691
PIB per capita (pm)	US\$ correntes (4 trimestres)	8.910	6.783	-	-	7.385	8.866
PIB per capita (pm)	R\$ correntes (4 trimestres)	35.161	34.984	-	-	37.924	40.472
PIB (preços de mercado)	% em 4 trimestres	1,4	-4,3	-3,4	3T20	3,2	3,1
Agropecuária	% em 4 trimestres	0,6	2,3	1,8	3T20	3,0	3,5
Indústria	% em 4 trimestres	0,4	-3,9	-3,5	3T20	5,7	3,3
Serviços	% em 4 trimestres	1,7	-4,6	-3,5	3T20	2,5	2,8
Consumo das famílias	% em 4 trimestres	2,2	-4,5	-4,1	3T20	3,0	3,2
Consumo do governo	% em 4 trimestres	-0,4	-5,0	-3,7	3T20	0,9	1,8
FBCF	% em 4 trimestres	3,4	-4,6	-4,0	3T20	5,7	3,5
Exportações BSNF	% em 4 trimestres	-2,4	-0,7	-1,9	3T20	5,2	4,4
Importações BSNF	% em 4 trimestres	1,1	-13,0	-9,0	3T20	5,6	5,5
Taxa de investimento (FBCF/PIB)	% do PIB, em 4 trimestres	15,3	15,5	15,5	3T20	15,9	16,0
Produção industrial (PIM-PF)	% em 12 meses	-1,1	-4,5	-4,5	dez/20	7,0	3,5
Comércio varejista restrito (PMC)	% em 12 meses, volume	1,9	1,6	1,3	nov/20	2,6	3,5
Taxa de desemprego (PNAD C.)	% da FT, média em 12 meses	11,9	13,6	13,3	nov/20	14,4	13,0
CAGED	Saldo líquido, milhares de postos em 12 meses	560	280	280	dez/20	739	942
Salário-mínimo	R\$ correntes, final de período	998	1.045	1100	jan/21	1100	1135
NUCI (FGV)	% - média do período (12 meses)	75,1	73,0	73,4	jan/21	79,8	80,4
IPCA	% em 12 meses	4,3	4,5	4,5	dez/20	3,5	3,2
IGP-M	% em 12 meses	7,3	23,1	25,7	jan/21	5,1	4,1
IPC-FIPE	% em 12 meses	4,4	5,6	5,6	dez/20	3,5	3,2
R\$/US\$	final de período	4,03	5,20	5,46	01/fev/21	4,80	4,40
R\$/US\$	média do período	3,95	5,16	5,36	jan/21	5,14	4,57
Juros nominais (Selic)	% a.a. - final de período	4,50	2,00	2,00	01/fev/21	3,50	4,75
Juros nominais (Selic)	% a.a. - média do período (12 meses)	5,96	2,81	2,60	jan/21	2,58	4,38
Juros reais ex-ante (Swap 360)	% a.a. - média do período (12 meses)	1,90	-0,21	-0,30	jan/21	-1,44	1,72
TJLP	% a.a. - final de período	5,57	4,55	4,39	jan/21	4,79	5,05
Risco-Brasil (Embi+)	pontos-base - final de período	214	260	284	01/fev/21	203	177
Risco-Brasil (Embi+)	pontos-base - média	241	322	275	jan/21	232	180
Ibovespa	pontos, final de período	115.645	119.017	117.518	01/fev/21	137.392	136.531
Conta corrente (BPM6)	US\$ bi (12 meses)	-50,8	-12,5	-12,5	dez/20	-6,3	-14,4
Conta corrente (BPM6)	% do PIB (12 meses)	-2,7	-0,8	-0,8	dez/20	-0,4	-0,8
Balança comercial (MDIC)	US\$ bi (12 meses)	48,0	51,0	51,4	jan/21	56,7	59,4
Exportações	US\$ bi (12 meses)	225,4	209,9	210,1	jan/21	220,9	230,0
Importações	US\$ bi (12 meses)	177,3	158,9	158,7	jan/21	164,2	170,5
Investimento direto (BPM6)	US\$ bi (12 meses)	78,6	34,2	34,2	dez/20	80,0	86,2
Reservas internacionais	US\$ bi - final de período	356,9	342,5	355,5	17/nov/20	335,2	335,2
Dívida externa	US\$ bilhões	321,6	326,0	308,2	set/20	334,2	342,1
Resultado primário	% PIB (12 meses)	-0,8	-9,5	-9,5	dez/20	-2,9	-1,0
Déficit Nominal	% PIB (12 meses)	5,8	13,7	13,7	dez/20	7,1	6,6
Dívida Bruta do Governo Geral	% PIB (12 meses)	74,3	89,3	89,3	dez/20	89,7	89,8

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 (pontoss- base) (média mensal)
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	0,89	3,28	5,42	2,00	286
dez/20	1,35	0,96	5,15	2,00	264
jan/21	0,24	2,58	5,36	2,00	275
fev/21	0,81	1,55	5,35	2,00	281
mar/21	0,25	0,52	5,32	2,00	281
abr/21	0,27	-0,06	5,25	2,00	234
mai/21	0,12	-0,36	5,20	2,25	234
jun/21	0,03	-0,07	5,20	2,50	234
jul/21	0,17	-0,01	5,15	2,50	212
ago/21	0,16	0,02	5,10	2,75	212
set/21	0,26	0,05	5,05	3,00	212
out/21	0,32	0,23	4,95	3,25	203
nov/21	0,31	0,37	4,90	3,25	203
dez/21	0,53	0,25	4,80	3,50	203
jan/22	0,30	0,11	4,73	3,75	188
fev/22	0,44	-0,12	4,70	3,75	188

* Meta Selic definida nas reuniões do Copom.

Internacional

Indicador	Unidade	2019	2020	Última observação		Projeções		
						2021	2022	
PIB	Mundo (conceito FMI)	% 4 trimestres	2,9	-4,0	-	-	4,1	4,1
	EUA	% 4 trimestres	2,2	-3,5	-3,5	4T20	4,2	4,7
	Japão	% 4 trimestres	0,3	-5,4	-4,8	3T20	2,2	2,5
	EuroZona	% 4 trimestres	1,3	-6,9	-6,9	4T20	3,4	4,8
	China	% 4 trimestres	6,0	2,3	2,3	4T20	9,0	4,7
	Argentina	% 4 trimestres	-2,1	-10,7	-8,7	3T20	4,8	3,6
Inflação	EUA (CPI)	%12 meses	2,3	1,3	1,3	dez/20	2,5	2,4
	EUA (núcleo do CPI)	%12 meses	2,2	1,6	1,6	dez/20	2,1	2,1
Juros	Fed	% a.a. (fim de período)	1,75	0,25	0,25	01/fev/21	0,25	0,25
	T-Note (10 anos)	% a.a. (fim de período)	1,86	0,93	1,09	01/fev/21	1,15	1,63
	BCE	% a.a. (fim de período)	0,00	0,00	0,00	01/fev/21	0,00	0,00
	Libor (6 meses, US\$)	% a.a. (fim de período)	1,90	0,26	0,22	01/fev/21	0,41	0,41
Commodities	Petróleo (WTI)	US\$ - média 12 meses	57,0	39,5	39,0	jan/21	53,0	54,3
	CRB Spot	Índice - média 12 meses	405	391	395	jan/21	475	459