

# Cenário LCA

17 de fevereiro de 2021

## Cenários

### Maior dinamismo econômico dos EUA pode manter dólar valorizado

**Os EUA foram mais agressivos na resposta fiscal à pandemia e estão renovando iniciativas de estímulo em intensidade significativamente superior a outras economias avançadas.**

**Nessas circunstâncias, o crescimento da atividade econômica norte-americana, embora tenha perdido alguma velocidade no final do ano passado, vem superando o ritmo observado na Europa e no Japão.**

**Esse dinamismo diferenciado de crescimento pró-EUA tem reflexos sobre os mercados globais, com as taxas de juros de papéis públicos norte-americanos registrando alta mais acentuada que as taxas de juros de ativos de outras economias – o que vem contribuindo para revalorizar o dólar (ainda que moderadamente).**

**No Brasil, tem ocorrido nas últimas semanas uma reavaliação dos mercados em relação à próxima decisão de política monetária – com a expectativa de elevação da Selic já em março perdendo alguma força, em função do esfriamento da atividade e do ritmo lento e irregular de vacinação contra o coronavírus.**

**Continuamos a avaliar que o Copom adiará o início de um ciclo de aumento de juros para maio. Isso porque supomos que, por mais algumas semanas: (i) a discussão sobre a criação de uma versão reduzida do auxílio emergencial e suas contrapartidas fiscais não será concluída; e (ii) o ritmo de vacinação continuará lento.**

**Também continuamos a avaliar que o ritmo de ajuste da Selic será gradual, a passos de 25 pontos-base por reunião do Copom. Mas esse ritmo poderá ser mais célere em caso de aumento adicional do risco fiscal – o que ocorrerá se a renovação de estímulos emergenciais não vier acompanhada de contrapartidas fiscais.**

### Projeções de PIB para 2021 apontam para recuperação global em ritmo desbalanceado

O conturbado ano de 2020 se encerrou com expectativas alvissareiras de que a pandemia seria superada e as principais economias mundiais recuperariam, em 2021, boa parte das perdas observadas no ano passado. Essas expectativas seguem válidas, num contexto em que a vacinação contra o coronavírus avança (ainda que, em muitas regiões, a um ritmo lento).

No entanto, temos alertado nossos leitores que o ritmo de crescimento tende a ser heterogêneo nas principais economias – uma vez que os EUA foram mais agressivos na resposta fiscal à pandemia e estão renovando iniciativas de estímulo em intensidade significativamente superior a outras economias avançadas.

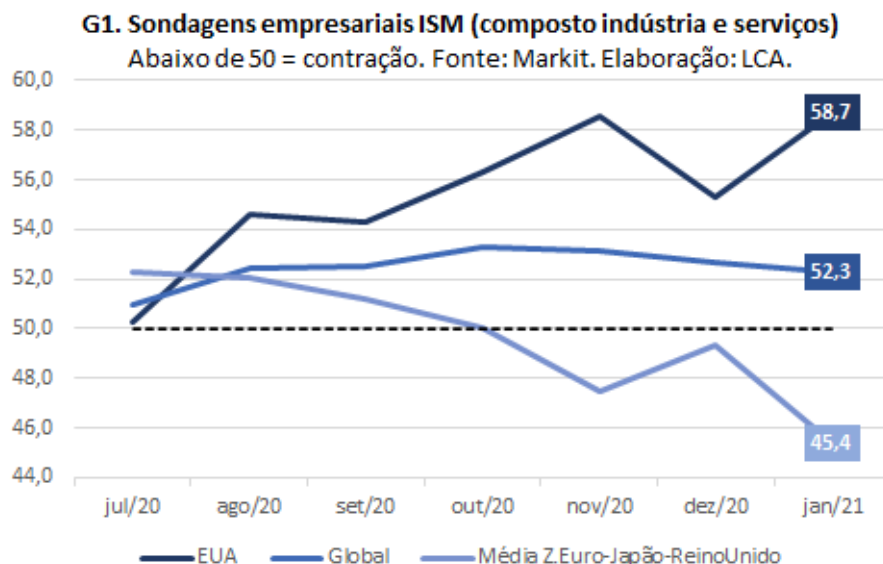
Publicação produzida pela LCA exclusivamente para clientes. Reprodução proibida.

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.

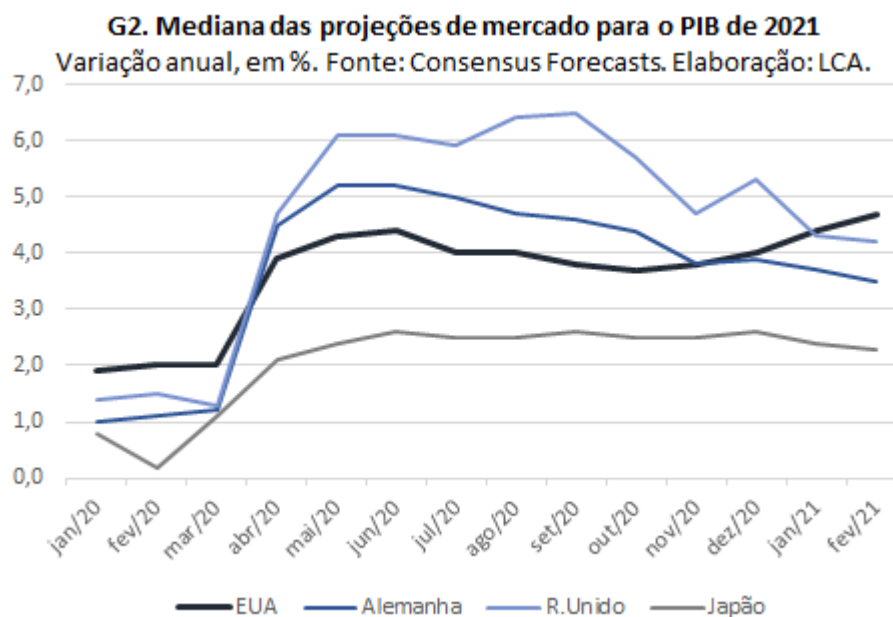
Rua Cardeal Arcoverde, nº 2450 | Conjunto 301 ao 309 | Bairro Pinheiros | CEP 05408-003 | São Paulo – SP | Tel + 55 11 3879-3760 | fax 3879-3737 | [contato@lcaconsultores.com.br](mailto:contato@lcaconsultores.com.br) | [www.lcaconsultores.com.br](http://www.lcaconsultores.com.br)

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





Nessas circunstâncias, o crescimento da economia norte-americana, embora tenha perdido alguma velocidade no final do ano passado, vem se mostrando superior ao de outras economias importantes (Gráfico 1); e isso tem suscitado uma melhora recente nas projeções para o PIB dos EUA, na contramão da piora das projeções de crescimento observada para as demais economias (Gráfico 2).

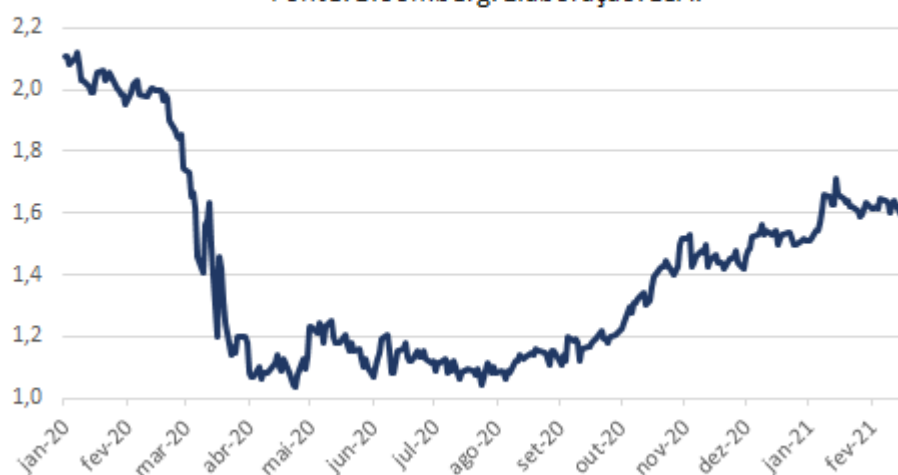


Esse dinamismo diferenciado de crescimento pró-EUA tem reflexos sobre os mercados globais. As taxas de juros de papéis públicos norte-americanos têm registrado tendência de alta mais acentuada que as taxas de juros de ativos de outras economias (Gráfico 3), situação que vem contribuindo para uma revalorização (ainda que modesta) do dólar nos mercados mundiais de câmbio – como abordamos no **Cenário LCA** de 09 de fevereiro.

Nas próximas semanas será importante acompanhar alguns desenvolvimentos no ambiente internacional que poderão influenciar o comportamento dos mercados globais e alterar as perspectivas principais contempladas em nosso cenário base. Em particular, vale acompanhar: (i) se o Congresso dos EUA aprovará integralmente o agressivo pacote de estímulos apresentado por Joe Biden; (ii) se outras economias avançadas, sobretudo europeias, seguirão os EUA em reforçar agressivamente os estímulos (sobretudo fiscais) à atividade econômica; (iii) se a China promoverá alguma alteração importante em suas diretrizes de política econômica durante as discussões do 14º Plano Quinquenal, que será submetido para aprovação pelo Congresso do Povo ao longo do mês de março.

### G3. Diferencial entre as taxas de juros de 10 anos dos títulos públicos de EUA e Zona do Euro, em pontos percentuais

Fonte: Bloomberg. Elaboração: LCA.



Se vierem a preponderar deliberações políticas voltadas a intensificar significativamente as iniciativas de estímulo à atividade, nossas projeções para o desempenho das principais economias mundiais poderão ser revistas para cima – o que poderá ter reflexos positivos sobre os mercados de ativos e moedas emergentes. Por ora, mantemos um cenário em que o ritmo de crescimento mundial em 2021 será um pouco inferior ao indicado pela mediana das projeções de organismos multilaterais e instituições de mercado.

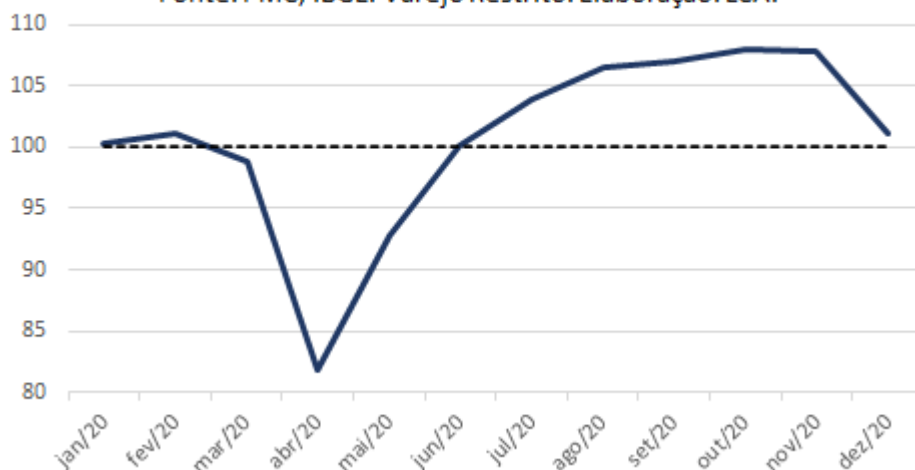
### Atividade fraca e vacinação lenta mantêm chance de o Copom elevar a Selic só em maio

No Brasil, tem ocorrido nas últimas semanas uma reavaliação dos mercados em relação à próxima decisão de política monetária. Uma elevação da taxa básica Selic já na próxima reunião do Copom, agendada para 17 de março, havia passado a ser a expectativa preponderante nos mercados financeiros depois que os documentos de política monetária indicaram que o Banco Central chegou a cogitar elevar o juro básico já na reunião ocorrida em 20 de janeiro.

Essa perspectiva, no entanto, perdeu alguma força na semana passada – basicamente em função da divulgação de dados apontando para um esfriamento da atividade econômica doméstica na passagem de 2020 para 2021. Esse esfriamento não chega a ser uma surpresa: há tempos vínhamos apontando que diversos fatores reduziram o ritmo de recuperação da economia na virada do ano, dentre os quais: (i) a segunda onda de infecção pelo coronavírus, num contexto em que a vacinação segue em ritmo lento; (ii) a diluição dos estímulos emergenciais; e (iii) a aceleração da inflação, sobretudo de alimentos. O próprio Banco Central vinha antevendo essa perda de dinamismo da atividade.

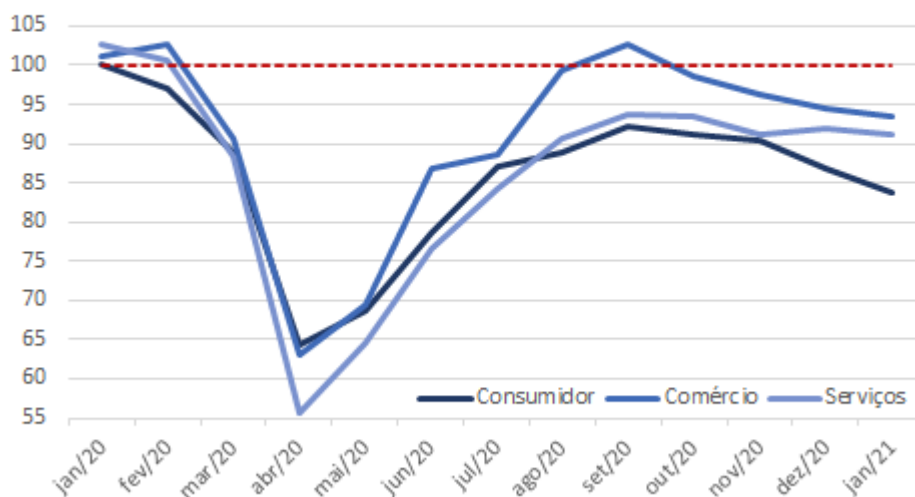
### G4. Brasil, vendas no varejo: média 2019 = 100

Fonte: PMC, IBGE. Varejo Restrito. Elaboração: LCA.



Mas a intensidade do esfriamento tem sido algo surpreendente, principalmente em atividades ligadas ao consumo das famílias – segmento da economia mais prejudicado pelos três fatores restritivos elencados acima. O resultado de dezembro das vendas no varejo (Gráfico 4), em particular, foi bem mais fraco do que a apontava a expectativa mediana de mercado; e os indicadores de confiança do consumidor e dos setores de comércio e serviços vêm apresentando marcante deterioração na margem (Gráfico 5), sugerindo que a demanda das famílias seguirá contida.

**G5. Brasil, índices selecionados de confiança**  
Média 2019 = 100, com ajuste sazonal. Fonte: FGV. Elaboração: LCA.

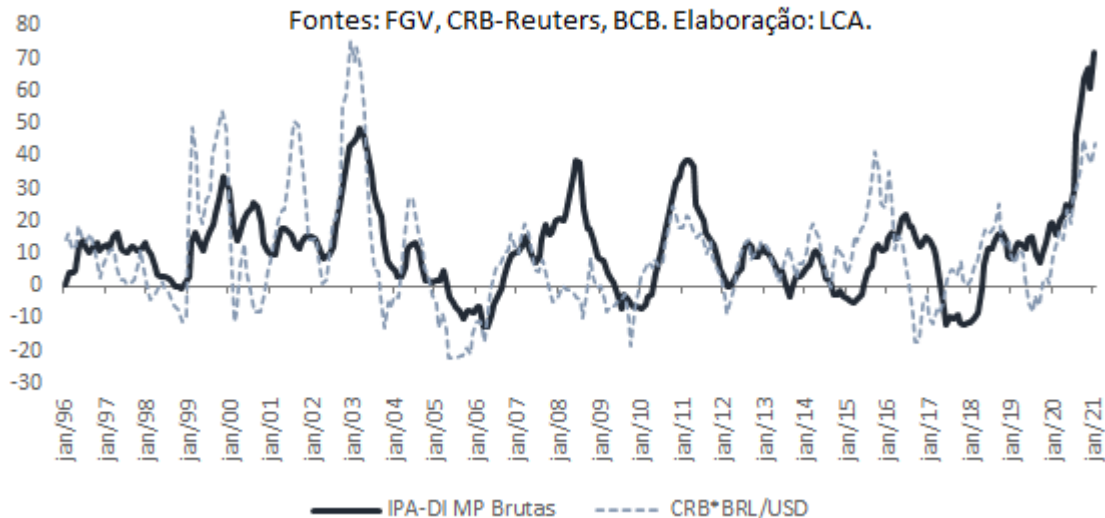


Como temos argumentado, esse esfriamento da atividade, ao contrariar a avaliação de membros do colegiado de política monetária de que a economia estaria retomando seu funcionamento normal, é o principal elemento a tornar incerto o aumento de juros já na próxima reunião do Copom; e, por isso, continuamos a considerar preponderante a hipótese de que o aumento de juros terá início apenas na reunião seguinte, em 05 de maio.

É forçoso reconhecer, todavia, que permanece relevante a possibilidade de que o ciclo de elevação da Selic tenha início ainda em meados de março. Isso, em boa medida, porque a inflação continua salgada, sobretudo no atacado – que vem sofrendo significativa pressão de custos associada à (atípica) combinação de depreciação cambial com elevação dos preços internacionais das commodities (Gráfico 6).

**G6. Variação interanual dos preços no atacado de matérias primas brutas e do índice de commodities CRB-Reuters ajustado pelo câmbio (em %)**

Fontes: FGV, CRB-Reuters, BCB. Elaboração: LCA.



O repasse dessas pressões de custos ao longo da cadeia produtiva e para os preços ao consumidor tem permanecido contido, em função do ambiente de elevada ociosidade. Mas, mesmo com o repasse contido, a intensidade da pressão de custos tem sido tamanha que vem provocando uma aceleração dos indicadores de tendência inflacionária. Isso, somado à constatação de que nas últimas semanas as expectativas de inflação subiram, passando agora a apontar para o centro das metas no horizonte de ação da política monetária, pode levar o Banco Central a considerar conveniente começar já em março a reduzir a ênfase fortemente expansionista da política monetária.

Ao lado disso, as autoridades monetárias têm reiterado preocupação com a dinâmica das contas fiscais. Em declarações recentes, o presidente do Banco Central, Roberto Campos Neto, afirmou que ele e os demais membros do Copom estão “comunicando de todos os jeitos que podemos que o fiscal é muito importante e que medidas que melhorem a situação fiscal terão impactos nas nossas decisões [de política monetária]”.

Nas últimas semanas, tem havido uma clara movimentação no Congresso e no Executivo para renovar (parcialmente) os estímulos emergenciais – notadamente por meio da criação de um programa de auxílio que, embora com duração de poucos meses, transfira a famílias de baixa renda um volume de recursos bem maior do que aquele transferido pelo Bolsa Família (sobretudo por meio da ampliação do universo de beneficiários).

Embora a autoridade monetária venha apoiando iniciativas que possam contribuir para moderar o esfriamento da economia neste período em que a vacinação segue lenta, ela parece claramente preocupada com a possibilidade de que os estímulos emergências sejam renovados sem contrapartidas fiscais.

Isso tem aumentado a incerteza, nos mercados, sobre como a política monetária reagirá aos desenvolvimentos de curto prazo nas searas política e fiscal. Três situações parecem possíveis até a próxima reunião do Copom:

- (i) os estímulos emergenciais serem renovados com contrapartidas fiscais, o que tenderia a levar a autoridade monetária a relativizar os riscos de esfriamento econômico e a dar início ao gradual ajuste da Selic já em março;
- (ii) as discussões em torno da renovação do auxílio emergência e respectivas contrapartidas fiscais se arrastarem, quadro de indefinição que, num contexto de atividade fraca e vacinação lenta, tenderia a levar o Banco Central a adiar o aumento de juros para maio; e
- (iii) os estímulos emergenciais serem renovados sem contrapartidas fiscais, o que poderia levar o Banco Central a ajustar a Selic já em março e a sinalizar com um ritmo mais célere de redução de estímulos monetários.

A segunda dessas hipóteses nos parece, por ora, guardar probabilidade levemente preponderante. O ambiente político parece longe de tranquilo, sugerindo que um arranjo fiscal satisfatório para renovar o auxílio emergencial pode não se concretizar no curto prazo; e o noticiário doméstico sobre a pandemia continua preocupante, com aumento de óbitos e falta de vacinas, o que poderá manter a atividade debilitada por algum tempo.

# Projeções

## Projeções anuais - Brasil

Indicador	Unidade	2019	2020	Última observação		Projeções	
						2021	2022
PIB (preços de mercado)	US\$ bilhões correntes (4 trimestres)	1.877	<b>1.438</b>	1.525	3T20	<b>1.576</b>	<b>1.904</b>
PIB (preços de mercado)	R\$ bilhões correntes (4 trimestres)	7.407	<b>7.419</b>	7.367	3T20	<b>8.094</b>	<b>8.691</b>
PIB per capita (pm)	US\$ correntes (4 trimestres)	8.910	<b>6.783</b>	-	-	<b>7.385</b>	<b>8.866</b>
PIB per capita (pm)	R\$ correntes (4 trimestres)	35.161	<b>34.984</b>	-	-	<b>37.924</b>	<b>40.472</b>
PIB (preços de mercado)	% em 4 trimestres	1,4	<b>-4,3</b>	-3,4	3T20	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>
Agropecuária	% em 4 trimestres	0,6	<b>2,3</b>	1,8	3T20	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>
Indústria	% em 4 trimestres	0,4	<b>-3,9</b>	-3,5	3T20	<b>5,7</b>	<b>3,3</b>
Serviços	% em 4 trimestres	1,7	<b>-4,6</b>	-3,5	3T20	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>
Consumo das famílias	% em 4 trimestres	2,2	<b>-4,5</b>	-4,1	3T20	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>
Consumo do governo	% em 4 trimestres	-0,4	<b>-5,0</b>	-3,7	3T20	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>
FBCF	% em 4 trimestres	3,4	<b>-4,6</b>	-4,0	3T20	<b>5,7</b>	<b>3,5</b>
Exportações BSNF	% em 4 trimestres	-2,4	<b>-0,7</b>	-1,9	3T20	<b>5,2</b>	<b>4,4</b>
Importações BSNF	% em 4 trimestres	1,1	<b>-13,0</b>	-9,0	3T20	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>
Taxa de investimento (FBCF/PIB)	% do PIB, em 4 trimestres	15,3	<b>15,5</b>	15,5	3T20	<b>15,9</b>	<b>16,0</b>
Produção industrial (PIM-PF)	% em 12 meses	-1,1	-4,5	-4,5	dez/20	<b>7,1</b>	<b>3,5</b>
Comércio varejista restrito (PMC)	% em 12 meses, volume	1,9	1,2	1,2	dez/20	<b>2,1</b>	<b>4,0</b>
Taxa de desemprego (PNAD C.)	% da FT, média em 12 meses	11,9	<b>13,4</b>	13,3	nov/20	<b>12,5</b>	<b>11,6</b>
CAGED	Saldo líquido, milhares de postos em 12 meses	560	280	280	dez/20	<b>760</b>	<b>837</b>
Salário-mínimo	R\$ correntes, final de período	998	1.045	1100	jan/21	<b>1100</b>	<b>1135</b>
NUCI (FGV)	% - média do período (12 meses)	75,1	73,0	73,4	jan/21	<b>79,8</b>	<b>80,3</b>
IPCA	% em 12 meses	4,3	4,5	4,6	jan/21	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>
IGP-M	% em 12 meses	7,3	23,1	25,7	jan/21	<b>6,0</b>	<b>4,1</b>
IPC-FIPE	% em 12 meses	4,4	5,6	6,2	jan/21	<b>4,2</b>	<b>3,2</b>
R\$/US\$	final de período	4,03	5,20	5,38	16/fev/21	<b>4,80</b>	<b>4,40</b>
R\$/US\$	média do período	3,95	5,16	5,36	jan/21	<b>5,14</b>	<b>4,57</b>
Juros nominais (Selic)	% a.a. - final de período	4,50	2,00	2,00	12/fev/21	<b>3,50</b>	<b>4,75</b>
Juros nominais (Selic)	% a.a. - média do período (12 meses)	5,96	2,81	2,60	jan/21	<b>2,58</b>	<b>4,38</b>
Juros reais ex-ante (Swap 360)	% a.a. - média do período (12 meses)	1,90	-0,21	-0,30	jan/21	<b>-1,55</b>	<b>1,73</b>
TJLP	% a.a. - final de período	5,57	4,55	4,39	jan/21	<b>4,79</b>	<b>5,05</b>
Risco-Brasil (Embi+)	pontos-base - final de período	214	260	270	16/fev/21	<b>203</b>	<b>177</b>
Risco-Brasil (Embi+)	pontos-base - média	241	322	275	jan/21	<b>232</b>	<b>180</b>
Ibovespa	pontos, final de período	115.645	119.017	119.429	16/fev/21	<b>137.392</b>	<b>136.531</b>
Conta corrente (BPM6)	US\$ bi (12 meses)	-50,7	-12,5	-12,5	dez/20	<b>-24,2</b>	<b>-22,9</b>
Conta corrente (BPM6)	% do PIB (12 meses)	-2,7	-0,9	-0,8	dez/20	<b>-1,5</b>	<b>-1,2</b>
Balança comercial (MDIC)	US\$ bi (12 meses)	48,0	50,9	51,4	jan/21	<b>53,6</b>	<b>59,4</b>
Exportações	US\$ bi (12 meses)	225,4	209,8	210,1	jan/21	<b>220,9</b>	<b>230,0</b>
Importações	US\$ bi (12 meses)	177,3	158,9	158,7	jan/21	<b>167,3</b>	<b>170,5</b>
Investimento direto (BPM6)	US\$ bi (12 meses)	69,2	34,2	34,2	dez/20	<b>61,4</b>	<b>83,4</b>
Reservas internacionais	US\$ bi - final de período	356,9	355,6	358,4	11/fev/21	<b>348,3</b>	<b>348,3</b>
Dívida externa	US\$ bilhões	323,0	<b>307,6</b>	308,2	set/20	<b>315,4</b>	<b>322,8</b>
Resultado primário	% PIB (12 meses)	-0,8	-9,6	-9,5	dez/20	<b>-2,9</b>	<b>-1,0</b>
Déficit Nominal	% PIB (12 meses)	5,8	13,7	13,7	dez/20	<b>7,1</b>	<b>6,6</b>
Dívida Bruta do Governo Geral	% PIB (12 meses)	74,3	89,3	89,3	dez/20	<b>89,7</b>	<b>89,8</b>

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 (pontobase) (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	0,25	2,58	5,36	2,00	275
fev/21	<b>0,82</b>	<b>2,30</b>	<b>5,35</b>	<b>2,00</b>	<b>281</b>
mar/21	<b>0,28</b>	<b>0,78</b>	<b>5,32</b>	<b>2,00</b>	<b>281</b>
abr/21	<b>0,27</b>	<b>-0,03</b>	<b>5,25</b>	<b>2,00</b>	<b>234</b>
mai/21	<b>0,14</b>	<b>-0,39</b>	<b>5,20</b>	<b>2,25</b>	<b>234</b>
jun/21	<b>0,06</b>	<b>-0,13</b>	<b>5,20</b>	<b>2,50</b>	<b>234</b>
jul/21	<b>0,18</b>	<b>-0,06</b>	<b>5,15</b>	<b>2,50</b>	<b>212</b>
ago/21	<b>0,16</b>	<b>-0,02</b>	<b>5,10</b>	<b>2,75</b>	<b>212</b>
set/21	<b>0,26</b>	<b>0,02</b>	<b>5,05</b>	<b>3,00</b>	<b>212</b>
out/21	<b>0,32</b>	<b>0,21</b>	<b>4,95</b>	<b>3,25</b>	<b>203</b>
nov/21	<b>0,30</b>	<b>0,35</b>	<b>4,90</b>	<b>3,25</b>	<b>203</b>
dez/21	<b>0,51</b>	<b>0,25</b>	<b>4,80</b>	<b>3,50</b>	<b>203</b>
jan/22	<b>0,30</b>	<b>0,11</b>	<b>4,73</b>	<b>3,75</b>	<b>188</b>
fev/22	<b>0,44</b>	<b>-0,12</b>	<b>4,70</b>	<b>3,75</b>	<b>188</b>

\* Meta Selic definida nas reuniões do Copom.

## Internacional

Indicador	Unidade	2019	2020	Última observação		Projeções		
						2021	2022	
<b>PIB</b>	Mundo (conceito FMI)	% 4 trimestres	2,9	<b>-4,0</b>	-	-	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>
	EUA	% 4 trimestres	2,2	-3,5	-3,5	4T20	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>
	Japão	% 4 trimestres	0,3	<b>-5,4</b>	-4,8	3T20	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>
	EuroZona	% 4 trimestres	1,3	-6,9	-6,9	4T20	<b>3,4</b>	<b>4,8</b>
	China	% 4 trimestres	6,0	2,3	2,4	4T20	<b>9,0</b>	<b>4,7</b>
	Argentina	% 4 trimestres	-2,1	<b>-10,7</b>	-8,7	3T20	<b>4,8</b>	<b>3,6</b>
<b>Inflação</b>	EUA (CPI)	%12 meses	2,3	1,3	1,4	jan/21	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>
	EUA (núcleo do CPI)	%12 meses	2,2	1,7	1,4	jan/21	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>
<b>Juros</b>	Fed	% a.a. (fim de período)	1,75	0,25	0,25	16/fev/21	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>
	T-Note (10 anos)	% a.a. (fim de período)	1,86	0,93	1,30	16/fev/21	<b>1,15</b>	<b>1,63</b>
	BCE	% a.a. (fim de período)	0,00	0,00	0,00	16/fev/21	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
	Libor (6 meses, US\$)	% a.a. (fim de período)	1,90	0,26	0,20	16/fev/21	<b>0,41</b>	<b>0,41</b>
<b>Commodities</b>	Petróleo (WTI)	US\$ - média 12 meses	57,0	39,5	39,0	jan/21	<b>53,0</b>	<b>54,3</b>
	CRB Spot	Índice - média 12 meses	405	391	395	jan/21	<b>475</b>	<b>459</b>