

Cenário LCA

11 de maio de 2021

Cenários

Crescem as chances de um cenário (global e doméstico) de curto prazo com crescimento mais rápido, inflação mais salgada e juros mais altos

As preocupações com a elevação da inflação ganharam força nos mercados nas últimas semanas, num contexto de expressiva alta adicional dos preços internacionais das commodities metálicas e agrícolas.

Os índices de preços das principais economias até agora conhecidos de fato apontam para um forte aumento de custos na cadeia produtiva global.

O aumento de custos produtivos está associado a uma recuperação econômica mundial acelerada combinada à presença de gargalos de oferta em diversas cadeias industriais e a uma liquidez global bastante folgada.

Os principais bancos centrais, em sua maioria, vêm atribuindo as pressões de custos a fatores transitórios; assim, continuam a sinalizar que seguem dispostos a manter enfáticos estímulos monetários no curto prazo.

O principal risco reside na possibilidade de que essas pressões de custos se revelem mais persistentes, o que levaria os principais bancos centrais a antecipar medidas de aperto das condições monetárias.

No Brasil, a pressão de custos foi intensificada nos meses iniciais do ano pela depreciação do câmbio doméstico – fator que sofreu relevante refluxo nas últimas semanas.

O recuo do câmbio ocorre na esteira de três fatores principais: a redução da aversão global ao risco; a forte melhora dos termos de troca da economia brasileira; e a elevação do diferencial de juros doméstico-externo.

Na ata do Copom divulgada nesta 3ª-feira, dia 11, o BC manteve “o diagnóstico de que os choques [inflacionários] atuais são temporários”, reiterando que empreende uma “normalização parcial” da política monetária.

Nosso cenário base continua a pressupor que o ciclo atual de ajuste monetário será encerrado com a Selic em 5,5% ao ano – nível ainda levemente estimulativo (ou seja, inferior ao que traria uma “normalização completa”).

Mas reconhecemos que vêm aumentando as chances de um ajuste monetário maior do que ora projetamos, num contexto (global e doméstico) de desempenho econômico melhor que o previsto e inflação mais salgada.

Diante disso colocamos em viés de alta diversas projeções do nosso cenário macroeconômico doméstico para 2021: o crescimento do PIB, a inflação e a taxa básica de juros.

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.

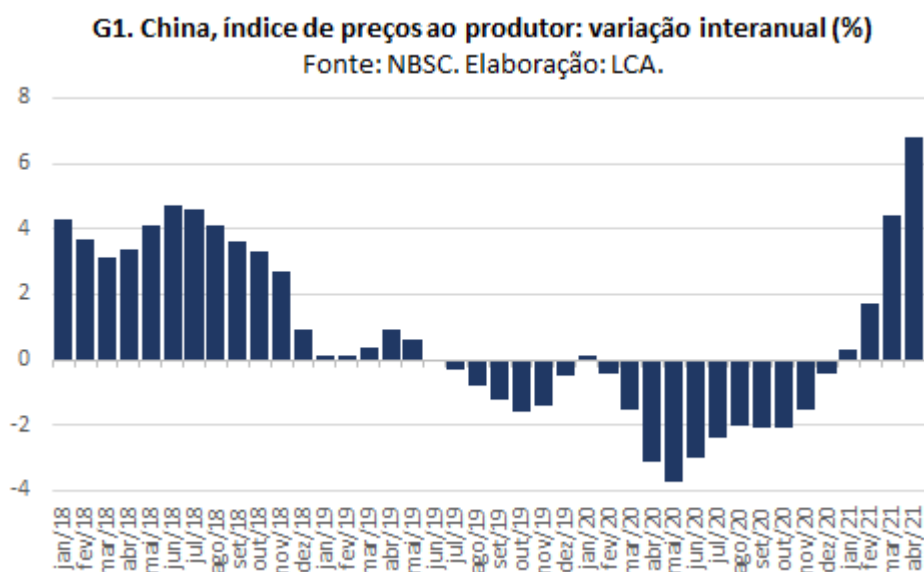
Rua Cardeal Arcoverde, nº 2450 | Conjunto 301 ao 309 | Bairro Pinheiros | CEP 05408-003 | São Paulo – SP | Tel + 55 11 3879-3760 | fax 3879-3737 | contato@lcaconsultores.com.br | www.lcaconsultores.com.br

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

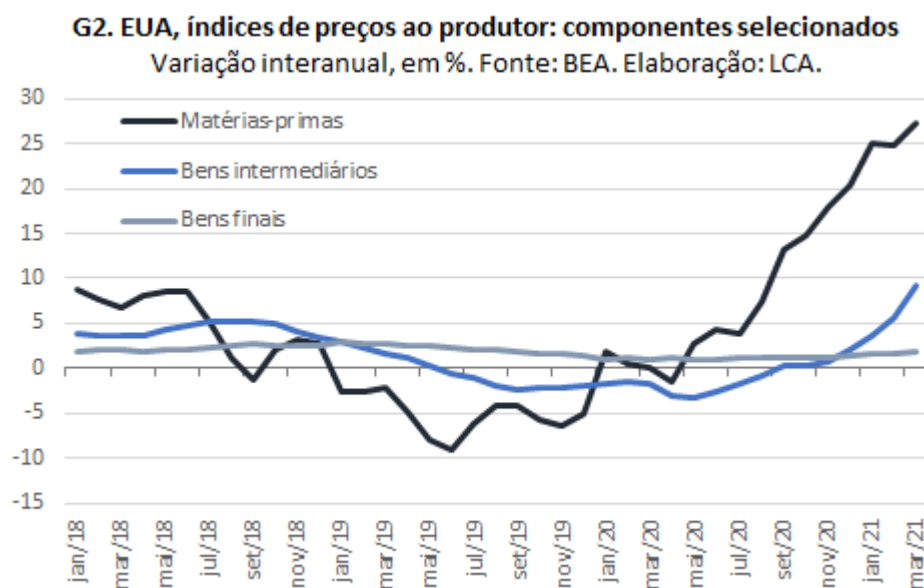


Forte valorização adicional de commodities eleva as preocupações globais com a inflação

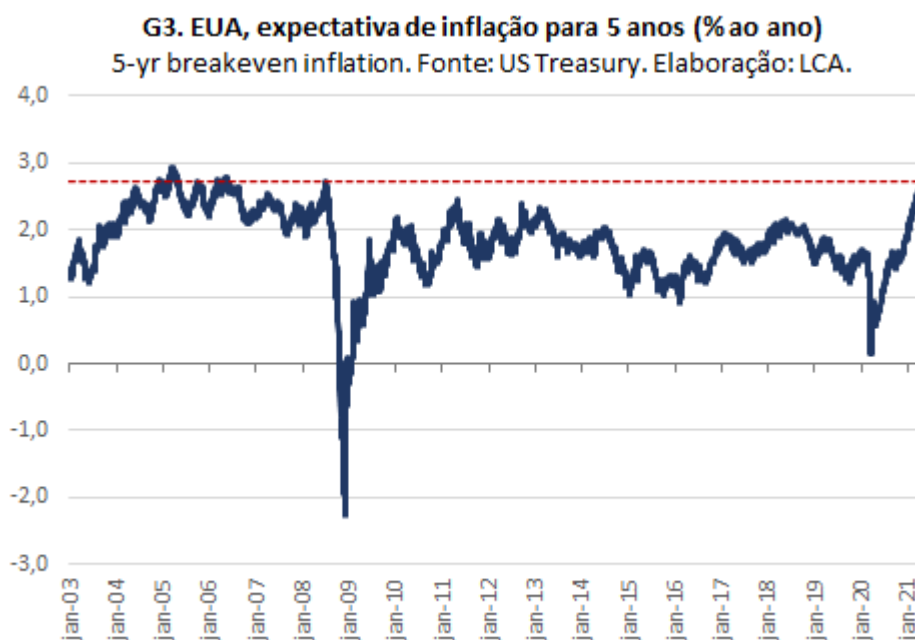
As preocupações com a elevação da inflação ganharam força nos mercados financeiros globais nas últimas semanas. O principal catalisador dessas preocupações tem sido a expressiva alta adicional dos preços internacionais das commodities, sobretudo metálicas e agrícolas, que tem exercido sensível pressão de custos na cadeia produtiva global.



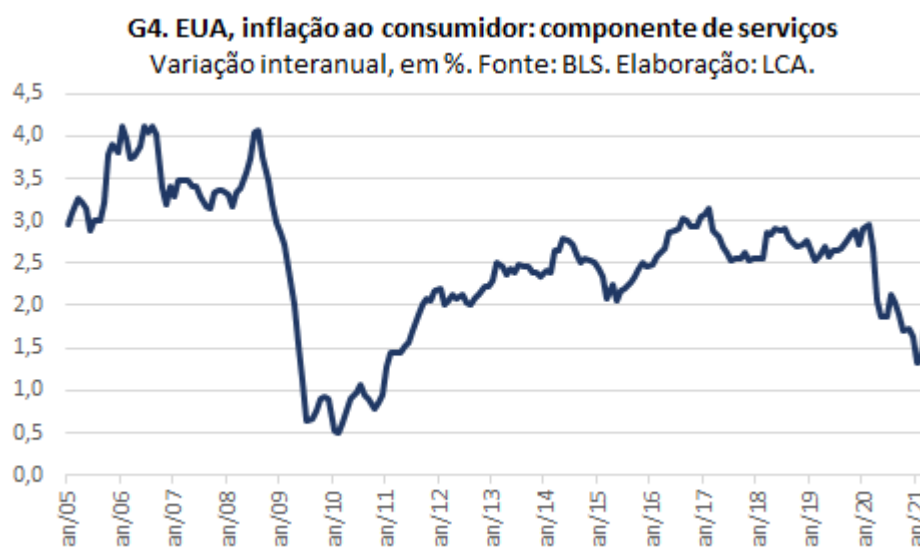
Com efeito, os índices de preços das principais economias têm acusado essa alta expressiva de custos na cadeia produtiva global: a inflação no atacado industrial chinês mostrou nítida aceleração em abril (Gráfico 1); e o índice de preços ao produtor nos EUA, que será divulgado nesta 5ª-feira (dia 13), deverá apontar continuidade da forte aceleração de preços observada no 1º trimestre do ano, sobretudo nos preços de matérias-primas (Gráfico 2).



O aumento de custos produtivos ao redor do globo está associado a uma recuperação econômica mundial acelerada, combinada à presença de gargalos de oferta em diversas cadeias industriais desde a eclosão da crise pandêmica e à liquidez global bastante folgada. Esse aumento de custos tem sido repassado aos preços dos bens finais de maneira contida na maioria das economias. Mas a inflação ao consumidor vem acelerando, a partir de patamares muito reduzidos; e as expectativas inflacionárias, embora continuem em níveis relativamente confortáveis, vêm se deslocando para níveis não observados há diversos anos, sobretudo nos EUA (Gráfico 3).



A maioria dos principais bancos centrais vem atribuindo as pressões de custos a fatores transitórios. A expectativa é de que a gradual normalização das cadeias globais de produção deverá ajudar a ajustar as condições de oferta à maior demanda global por bens industriais. Ao lado disso, a superação da pandemia deverá deslocar parte da renda que tem sido destinada a um maior consumo de bens “de volta” ao consumo de serviços, principalmente de lazer e recreação (segmentos que foram muito prejudicados pelas restrições sanitárias suscitadas pela pandemia), aliviando a demanda por matérias-primas industriais. Por isso, os bancos centrais continuam a sinalizar que seguem dispostos a manter enfáticos estímulos monetários no curto prazo, embora alguns (como o Banco do Canadá e o Banco da Inglaterra) já tenham anunciado uma desaceleração das suas compras de ativos financeiros.



O principal risco parece residir na possibilidade de que essas pressões de custos se revelem mais persistentes (ou seja, que os gargalos de oferta continuem a se agravar e que demorem mais tempo para serem superados); e que a essas pressões de custos se sobreponha uma recuperação nos preços dos serviços, típica de períodos de retomada econômica (Gráfico 4). Esse risco vem se intensificando nas últimas semanas, uma vez que os preços das commodities seguem em alta e a retirada de restrições sanitárias vem permitindo a retomada de diversos serviços. Ademais, há indícios de que a inflação de salários também vem acelerando, principalmente nos EUA (onde o governo vem ampliando iniciativas para reduzir desigualdades de renda, incluindo propostas e iniciativas voltadas a elevar o valor do

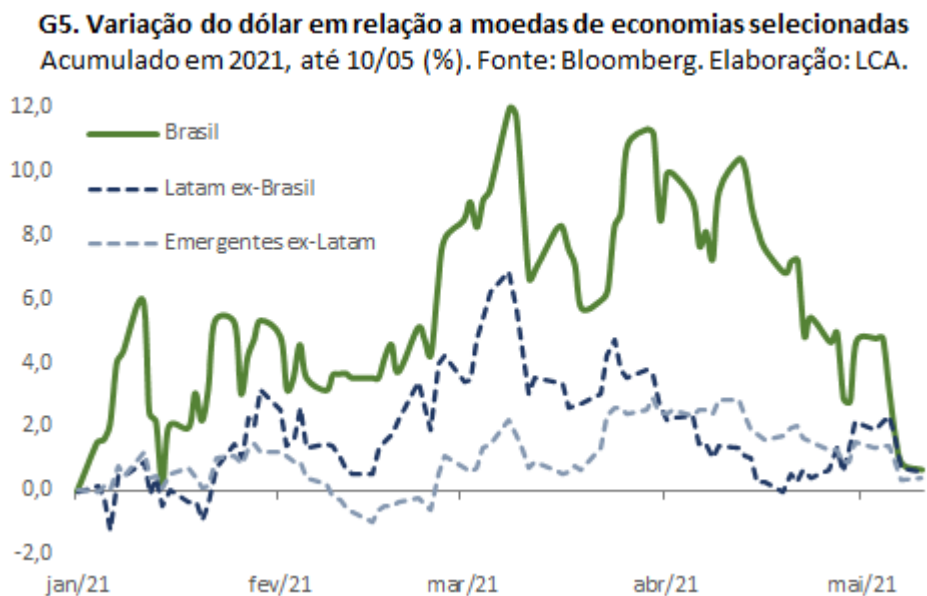
salário-mínimo por hora trabalhada (que não tem um nível uniforme no país, por ser objeto de regulamentação ao nível de cada Estado).

Como o nosso Banco Central destacou na ata do Copom, divulgada nesta 3ª-feira (dia 11), “o risco de um aumento duradouro da inflação (...) poderia tornar o ambiente [global] para as economias emergentes mais desafiador”. Isso porque a inflação mais persistente tenderia a levar os principais bancos centrais a antecipar medidas de aperto das condições monetárias, com repercussão adversa sobre os fluxos de capitais dirigidos aos emergentes.

Continuamos a avaliar que o FED e os demais bancos centrais nas principais praças financeiras tenderão a ser tolerantes com a inflação mais salgada no curto prazo. Mas é forçoso reconhecer que vêm aumentando os riscos de que o FED e outros bancos centrais tenham que começar a ajustar suas políticas monetárias mais cedo do que ora sinalizam (e do que ora contemplam os mercados mundiais), num contexto de crescimento global mais acelerado.

Brasil: projeções de PIB, inflação e Selic para 2021 colocadas em viés de alta

No Brasil, a pressão de custos exercida pela expressiva valorização das commodities foi intensificada nos meses iniciais do ano pela depreciação do câmbio doméstico – fator que sofreu relevante refluxo nas últimas semanas, com a cotação do dólar retornando para perto do nível observado na virada de 2020 para 2021 (Gráfico 5).



A descompressão do câmbio é há tempos contemplada em nosso cenário base, embora tenha ocorrido em intensidade surpreendente nas últimas semanas. O recuo do câmbio ocorre na esteira de três fatores principais. Primeiro, a redução da aversão global ao risco, associada à recuperação da economia mundial e à manutenção de condições monetárias amplamente favoráveis nas principais praças financeiras. O alívio advindo desse fator externo tende a ser menos expressivo daqui por diante, em função do aumento da preocupação com a inflação.

O segundo fator a aliviar o câmbio é a expressiva melhora dos termos de troca da economia brasileira (Gráfico 6), impulsionada pela forte valorização de commodities importantes na pauta de exportação brasileira (sobretudo soja e minério de ferro). Isso vem ampliando significativamente o valor das exportações domésticas (Gráfico 7), principalmente nos setores agropecuário e de extração mineral, elevando o saldo comercial, reduzindo o déficit em conta corrente a praticamente zero e tornando a situação de nossas contas externas ainda mais confortável.

O terceiro fator a contribuir para uma descompressão do câmbio é a elevação do diferencial de juros doméstico externo. Como temos argumentado (ver **Cenário LCA** de 30 de março), o aumento desse diferencial de juros é fator capaz de reforçar a atração de capitais para aplicação no mercado financeiro doméstico. Em particular, esse aumento pode acelerar a internalização de receitas de exportação que vêm sendo retidas no exterior (retenção que os exportadores

vêm realizando em função não só do receio de desvalorização adicional do real, mas também da baixa atratividade das taxas de juros pagas em aplicações de renda fixa no mercado brasileiro).

G6. Brasil, termos de troca: 2000=100

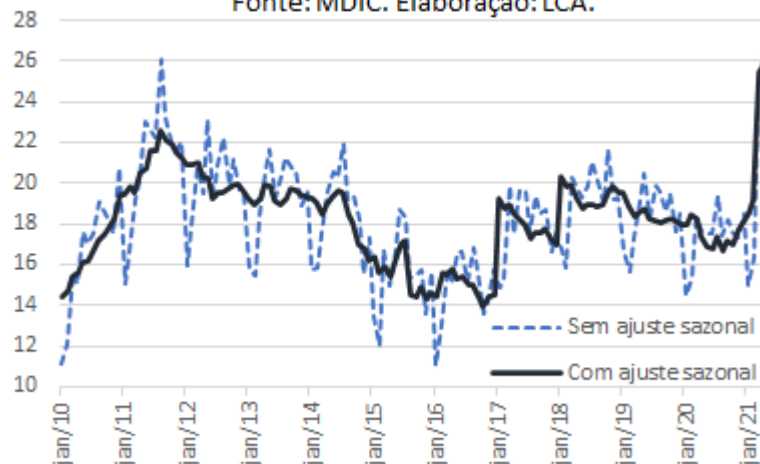
Fonte: Funcex. Elaboração: LCA.



Essa descompressão do câmbio – que também foi ajudada pela redução de riscos na seara fiscal depois da aprovação (tardia) do orçamento federal de 2021 – ajudou a desarmar expectativas de que o Banco Central poderia acelerar o ritmo de ajuste das condições monetárias; e deve ter contribuído para que a autoridade preservasse, no comunicado e na ata da reunião de política monetária, a sua sinalização de que está promovendo uma “normalização parcial” da política monetária.

G7. Brasil, exportações mensais (US\$ bilhões)

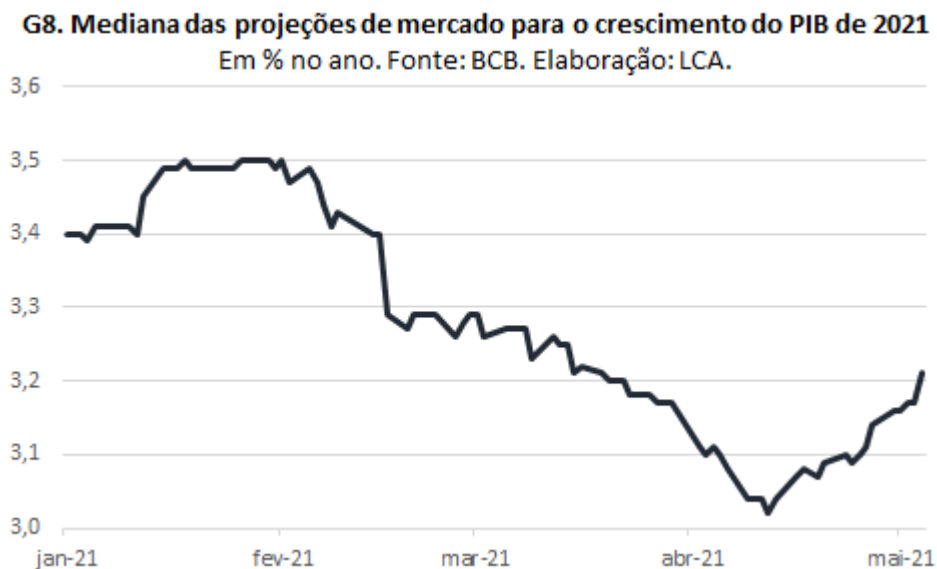
Fonte: MDIC. Elaboração: LCA.



Com efeito, o Banco Central reafirmou, na ata do Copom divulgada nesta 3ª-feira (11), “o diagnóstico de que os choques [inflacionários] atuais são temporários” e de que “elevações de juros subsequentes, sem interrupção, até o patamar considerado neutro implicam projeções consideravelmente abaixo da meta de inflação no horizonte relevante [para a política monetária]”. Assim, o Copom reiterou que a “normalização parcial reflete suas opiniões sobre a política monetária adequada para a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante”.

Nosso cenário base continua a pressupor que o ciclo atual de ajuste das condições monetárias será encerrado com a taxa básica Selic em 5,5% ao ano – nível ainda levemente estimulativo (ou seja, inferior àquele que traria uma “normalização completa”). Mas reconhecemos que vêm aumentando as chances de um ajuste monetário maior do que ora projetamos, num contexto de desempenho da atividade econômica melhor que o previsto e inflação mais salgada (lá fora e aqui no Brasil).

Os indicadores recentes da atividade doméstica, embora tenham confirmado que a economia perdeu fôlego ao longo do 1º trimestre do ano – sobretudo em função da piora sanitária e do encerramento dos desembolsos da “versão 2020” do Auxílio Emergencial –, apresentaram resultados melhores do que se previa, de modo que a mediana das projeções de mercado para o crescimento do PIB de 2021 voltou a se elevar nas últimas semanas (Gráfico 8). Esses resultados recentes colocam um viés de alta em nossa projeção para o crescimento do PIB deste ano, ora em 2,8%. As projeções para a inflação e para a taxa básica Selic também estão com viés de alta.



Fique de olho

A inflação nos EUA será destaque na agenda internacional da semana: o resultado de abril do índice de preços ao consumidor será conhecido nesta 4ª-feira, dia 12; e a inflação ao produtor, também referente a abril, será divulgada na 5ª-feira (dia 13). No Brasil, destaque para a divulgação do Índice de Atividade do Banco Central (o IBC-Br), referente a março, que ajudará na calibragem das projeções para o PIB do 1º trimestre.

Na Agenda

Serviços

Amanhã (12/05) o IBGE divulgará os resultados de **março** de 2021 da sua **Pesquisa Mensal de Serviços (PMS)**. O setor é o mais afetado pela pandemia da COVID-19, de maneira que a piora da situação epidemiológica que observamos nos últimos meses prejudicou o seu processo de recuperação. Em março, em decorrência de novas proibições ao funcionamento de serviços não-essenciais em diversas partes do país, avaliamos que deve ter havido queda do faturamento dos serviços na comparação com fevereiro (com ajuste sazonal), interrompendo uma sequência de altas “na margem”. Ainda assim, dado que março de 2020 constitui uma base de comparação excepcionalmente deprimida, deveremos observar a primeira alta do faturamento do setor de serviços, na comparação interanual, desde fevereiro de 2020.

Nossa estimativa é de queda de 2,3% na comparação com fevereiro, na série ajustada sazonalmente, o que significaria uma alta de 5,7% na comparação com março de 2020. Se estes resultados se confirmarem, os serviços terão crescido 3,1% no 1º trimestre deste ano, frente ao último trimestre de 2020, com ajuste sazonal. Na comparação com o 1º trimestre do ano passado, uma ligeira queda de 0,5% seria observada.

Inflação

Na próxima 2ª-feira (17/05) a FGV apresentará o **IGP-10 de maio**. Projetamos alta **+2,86%**, acima da taxa vista em abril (+1,58%).

Esperamos aceleração do IPA-Industrial entre abril (+1,99%) e maio (+3,86%), com destaque para as altas de *Indústria Extrativa, Produtos Alimentícios, Couros, artigos para viagem e calçados, Madeira desdobrada e produtos de madeira, Celulose, papel e produtos de papel, Produtos farmacêuticos e Metalurgia básica*.

Também projetamos que o IPA-Agropecuário acelerará entre abril (+1,30%) e maio (+3,65%), na esteira das altas de *milho, trigo, soja, batata-inglesa, tomate, algodão, cana de açúcar, café, leite in natura e suínos*.

Deste modo, esperamos que o IPA como um todo passe de +1,79% em abril para +3,80% em maio.

Projetamos que o IPC-10 passará de +0,87% em abril para +0,42% em maio, com destaque para as quedas de *Educação* e de *Transportes*, e para a taxa mais amena de *Vestuário*.

Por fim, o INCC-10 passará de +1,24% em abril para +0,85% em maio, pois tanto *materiais e serviços* como *mão de obra* desacelerarão.

Projeções

Projeções anuais - Brasil

Indicador	Unidade	2019	2020	Última observação		Projeções	
						2021	2022
PIB (preços de mercado)	US\$ bilhões correntes (4 trimestres)	1.877	1.444	1.446	4T20	1.538	1.763
PIB (preços de mercado)	R\$ bilhões correntes (4 trimestres)	7.407	7.448	7.448	4T20	8.182	8.785
PIB per capita (pm)	US\$ correntes (4 trimestres)	8.910	6.809	-	-	7.206	8.209
PIB per capita (pm)	R\$ correntes (4 trimestres)	35.161	35.119	-	-	38.333	40.910
PIB (preços de mercado)	% em 4 trimestres	1,4	-4,1	-4,1	4T20	2,8	2,8
Agropecuária	% em 4 trimestres	0,6	2,0	2,0	4T20	-0,4	2,5
Indústria	% em 4 trimestres	0,4	-3,5	-3,5	4T20	5,0	3,4
Serviços	% em 4 trimestres	1,7	-4,5	-4,5	4T20	2,4	2,6
Consumo das famílias	% em 4 trimestres	2,2	-5,5	-5,5	4T20	3,0	3,4
Consumo do governo	% em 4 trimestres	-0,4	-4,7	-4,7	4T20	0,9	0,4
FBCF	% em 4 trimestres	3,4	-0,8	-0,8	4T20	4,1	3,2
Exportações BSNF	% em 4 trimestres	-2,4	-1,8	-1,8	4T20	3,4	4,4
Importações BSNF	% em 4 trimestres	1,1	-10,0	-10,0	4T20	11,5	3,8
Taxa de investimento (FBCF/PIB)	% do PIB, em 4 trimestres	15,3	16,4	16,4	4T20	16,6	16,7
Produção industrial (PIM-PF)	% em 12 meses	-1,1	-4,5	-3,1	mar/21	6,1	3,5
Comércio varejista restrito (PMC)	% em 12 meses, volume	1,9	1,2	0,7	mar/21	2,1	4,8
Taxa de desemprego (PNAD C.)	% da FT, média em 12 meses	11,9	13,5	13,9	fev/21	13,1	11,4
CAGED	Saldo líquido, milhares de postos em 12 meses	560	280	1.078	mar/21	1.350	724
Salário-mínimo	R\$ correntes, final de período	998	1.045	1100	abr/21	1100	1135
NUCI (FGV)	% - média do período (12 meses)	75,1	73,0	75,5	abr/21	78,0	78,4
IPCA	% em 12 meses	4,3	4,5	6,8	abr/21	5,0	3,6
IGP-M	% em 12 meses	7,3	23,1	32,0	abr/21	16,6	4,7
IPC-FIPE	% em 12 meses	4,4	5,6	7,8	abr/21	4,7	3,6
R\$/US\$	final de período	4,03	5,20	5,22	10/mai/21	5,20	4,80
R\$/US\$	média do período	3,95	5,16	5,57	abr/21	5,32	4,98
Juros nominais (Selic)	% a.a. - final de período	4,50	2,00	3,50	10/mai/21	5,50	5,50
Juros nominais (Selic)	% a.a. - média do período (12 meses)	5,96	2,81	2,25	abr/21	3,94	5,50
Juros reais ex-ante (Swap 360)	% a.a. - média do período (12 meses)	1,90	-0,21	-0,32	abr/21	-0,82	2,02
TJLP	% a.a. - final de período	5,57	4,55	4,61	abr/21	5,24	5,25
Risco-Brasil (Embi+)	pontos-base - final de período	214	260	254	10/mai/21	203	177
Risco-Brasil (Embi+)	pontos-base - média	241	322	286	abr/21	238	180
Ibovespa	pontos, final de período	115.645	119.017	121.909	10/mai/21	131.791	131.721
Conta corrente (BPM6)	US\$ bi (12 meses)	-50,7	-12,5	-17,8	mar/21	-18,6	-38,8
Conta corrente (BPM6)	% do PIB (12 meses)	-2,7	-0,9	-1,2	mar/21	-1,2	-2,2
Balança comercial (MDIC)	US\$ bi (12 meses)	35,2	58,7	59,7	abr/21	73,0	63,7
Exportações	US\$ bi (12 meses)	221,1	213,1	225,6	abr/21	263,0	267,5
Importações	US\$ bi (12 meses)	185,9	154,4	165,9	abr/21	190,0	203,8
Investimento direto (BPM6)	US\$ bi (12 meses)	69,2	34,2	39,3	mar/21	61,4	83,4
Reservas internacionais	US\$ bi - final de período	356,9	355,6	353,1	07/mai/21	348,3	348,3
Dívida externa	US\$ bilhões	323,0	310,8	310,8	dez/20	319,9	327,2
Resultado primário	% PIB (12 meses)	-0,8	-9,6	-8,8	mar/21	-3,0	-1,1
Déficit Nominal	% PIB (12 meses)	5,8	13,6	12,9	mar/21	8,5	8,5
Dívida Bruta do Governo Geral	% PIB (12 meses)	74,3	89,3	89,1	mar/21	91,6	92,8

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)
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	263
jan/21	0,25	2,58	5,33	2,00	277
fev/21	0,86	2,53	5,42	2,00	276
mar/21	0,93	2,94	5,64	2,75	300
abr/21	0,31	1,51	5,57	2,75	286
mai/21	0,68	3,27	5,28	3,50	234
jun/21	0,29	1,40	5,25	4,25	234
jul/21	0,25	0,28	5,25	4,25	212
ago/21	0,15	-0,06	5,25	4,75	212
set/21	0,22	0,03	5,25	5,00	212
out/21	0,31	0,34	5,20	5,25	203
nov/21	0,09	0,46	5,20	5,25	203
dez/21	0,54	0,28	5,20	5,50	203
jan/22	0,29	0,26	5,17	5,50	188
fev/22	0,42	-0,10	5,13	5,50	188
mar/22	0,30	0,23	5,10	5,50	188
abr/22	0,50	0,28	5,07	5,50	178
mai/22	0,28	0,12	5,03	5,50	178

* Meta Selic definida nas reuniões do Copom.

Internacional

Indicador	Unidade	2019	2020	Última observação		Projeções		
						2021	2022	
PIB	Mundo (conceito FMI)	% 4 trimestres	2,8	-3,3	-	-	5,2	4,5
	EUA	% 4 trimestres	2,2	-3,5	-3,5	1T21	6,5	4,8
	Japão	% 4 trimestres	0,3	-4,9	-4,9	4T20	2,8	2,2
	EuroZona	% 4 trimestres	1,3	-6,8	-6,5	1T21	3,8	4,8
	China	% 4 trimestres	6,0	2,3	10,9	1T21	8,1	5,3
	Argentina	% 4 trimestres	-2,1	-9,9	-9,9	4T20	5,5	2,1
Inflação	EUA (CPI)	%12 meses	2,3	1,3	2,6	mar/21	2,9	2,3
	EUA (núcleo do CPI)	%12 meses	2,2	1,6	1,6	mar/21	2,6	2,2
Juros	Fed	% a.a. (fim de período)	1,75	0,25	0,25	10/mai/21	0,25	0,25
	T-Note (10 anos)	% a.a. (fim de período)	1,86	0,93	1,63	10/mai/21	1,52	1,71
	BCE	% a.a. (fim de período)	0,00	0,00	0,00	10/mai/21	0,00	0,00
	Libor (6 meses, US\$)	% a.a. (fim de período)	1,90	0,26	0,19	10/mai/21	0,41	0,41
Commodities	Petróleo (WTI)	US\$ - média 12 meses	57,0	39,5	46,1	abr/21	61,7	57,6
	CRB Spot	Índice - média 12 meses	405	391	424	abr/21	491	476