

Cenário LCA

6 de fevereiro de 2024

Ambiente externo segue volátil, mas cenário doméstico tem se revelado mais benigno

Depois que o FED anunciou, em 31/01, que manteve inalterada a sua taxa básica de juros, os mercados avaliaram que diminuiriam moderadamente as chances de que já em março terá início um ciclo de cortes da FFR.

Essa percepção foi reforçada no final da semana passada, quando da divulgação do relatório de janeiro do mercado de trabalho dos EUA: ele trouxe substancial revisão para cima dos resultados de novembro e dezembro e mostrou que tanto a criação líquida de empregos como os ganhos salariais aceleraram em janeiro.

Assim, o relatório de emprego dá força ao diagnóstico de que a resiliência do consumo das famílias e da inflação de serviços está sendo alimentada pela resiliência do mercado de trabalho.

Adicionalmente, os componentes de preços pagos aos fornecedores das sondagens econômicas ISM, que repicaram em janeiro, sugerem que alguma pressão de custos vem ressurgindo nas cadeias produtivas.

Mas a percepção majoritária nos mercados, partilhada pela LCA, ainda é de que o ciclo de flexibilização monetária nos EUA não tardará a ser iniciado.

Todavia, é preciso reconhecer que há probabilidade nada desprezível de que o ciclo de flexibilização, ademais de começar mais tarde, possa vir a ser mais cauteloso do ora projetamos em nosso cenário base.

Esse cenário de flexibilização mais cautelosa de juros, se vier a se materializar, tenderia a reduzir o raio de manobra das autoridades emergentes para flexibilizar as suas próprias políticas monetárias.

No Brasil, as incertezas em relação à condução da política monetária têm permanecido mais contidas, num contexto em que a inflação continua bem-comportada e os riscos fiscais parecem contidos.

Nessas circunstâncias, o Banco Central manteve, na ata do Copom divulgada hoje (06/02), a sinalização prospectiva de novos cortes de 50 pontos-base nas “próximas reuniões” de política monetária.

Nossa curva para a Selic, que previa cortes de 25 pontos-base a partir de maio, foi ajustada para incorporar a extensão do ritmo de corte de 50 pontos-base não só para a reunião de 20/08 mas também para a de 08/05.

É preciso, porém, reconhecer que a evolução recente do cenário doméstico tem sido algo mais benigna do que vínhamos antecipando – com inflação mais baixa, crescimento algo resiliente e robusta arrecadação fiscal.

Se esse cenário mais benigno do que vínhamos antecipando continuar a se consolidar, poderá levar a um prolongamento ainda maior do ritmo de corte de 50 pontos-base.

Assim, em que pese o recente aumento da volatilidade nos mercados globais, parece vir aumentando a chance de que a política monetária doméstica seja levada a terreno neutro mais cedo do que vínhamos antevendo.

Isso tenderia a reforçar expectativas de que a retirada de restrições monetárias poderá contribuir para uma gradativa aceleração da economia brasileira ao longo do ano.

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.

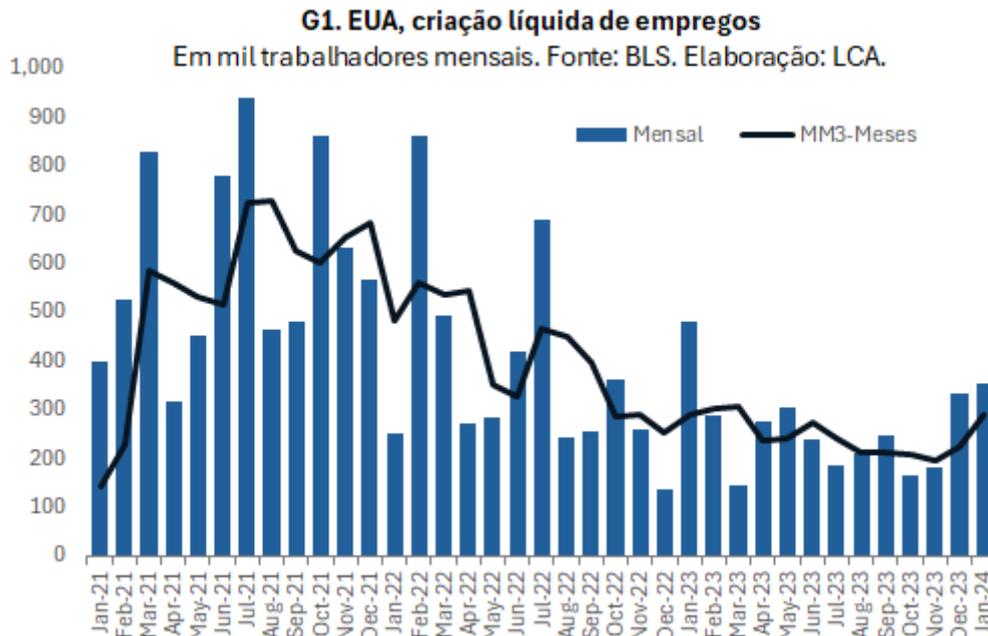
Rua Cardeal Arcoverde, nº 2450 | Conjunto 301 ao 309 | Bairro Pinheiros | CEP 05408-003 | São Paulo – SP | Tel + 55 11 3879-3760 | fax 3879-3737 | contato@lcaconsultores.com.br | www.lcaconsultores.com.br

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

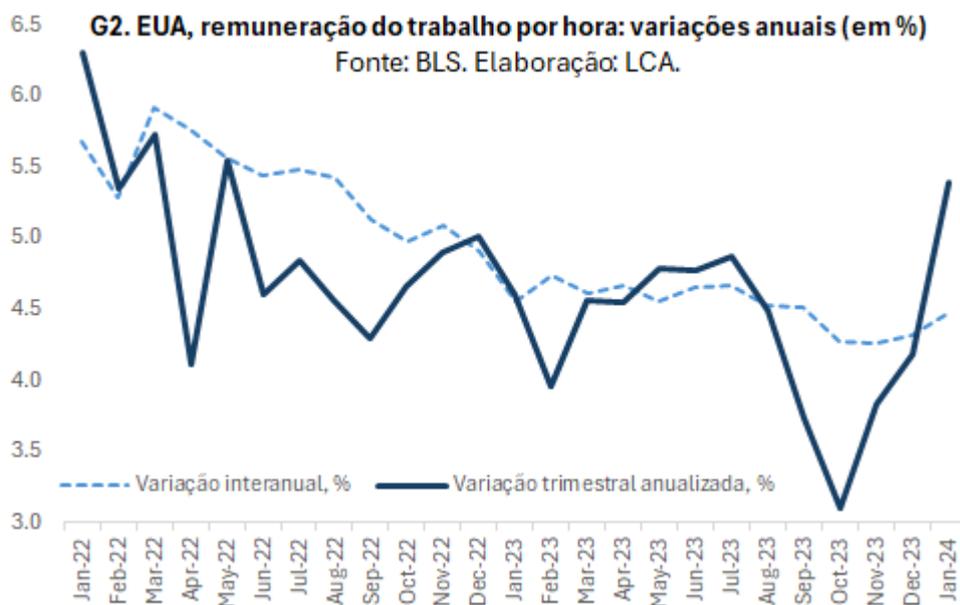


Resiliência do mercado de trabalho nos EUA volta a pressionar os juros globais

Em meados da semana passada, os mercados reagiram à decisão de política monetária do FED, o banco central dos EUA, avaliando que diminuiram moderadamente as chances de que já em março terá início um ciclo de redução do juro básico norte-americano. Isso porque, no comunicado da decisão, o FED enfatizou que “não espera que seja apropriado reduzir o intervalo da taxa básica de juros até ganhar maior confiança de que a inflação está se movendo de forma sustentável em direção a 2%”.



A percepção de que o juro não deverá ser reduzido em março se reforçou no final da semana passada, quando da divulgação do relatório de janeiro do mercado de trabalho dos EUA. O relatório trouxe substancial revisão para cima dos resultados de novembro e dezembro de 2023, e mostrou que em janeiro houve aceleração tanto da criação líquida de empregos (Gráfico 1) como, surpreendentemente, dos ganhos salariais (Gráfico 2).



Assim, o relatório de emprego dá força ao diagnóstico de que a resiliência do consumo das famílias e da inflação de serviços está sendo alimentada pela resiliência do mercado de trabalho. Adicionalmente, os componentes de preços pagos aos fornecedores das sondagens econômicas ISM, realizadas junto aos gerentes de compra, mostraram que alguma pressão de custos vem ressurgindo nas cadeias produtivas (Gráfico 3), provavelmente em função do encarecimento de custos logísticos devido ao aumento de tensões geopolíticas e à persistência de anomalias climáticas.

G3. EUA, sondagens ISM: componente de preços pagos aos fornecedores

Acima de 50 = expansão. Fonte: ISM. Elaboração: LCA.

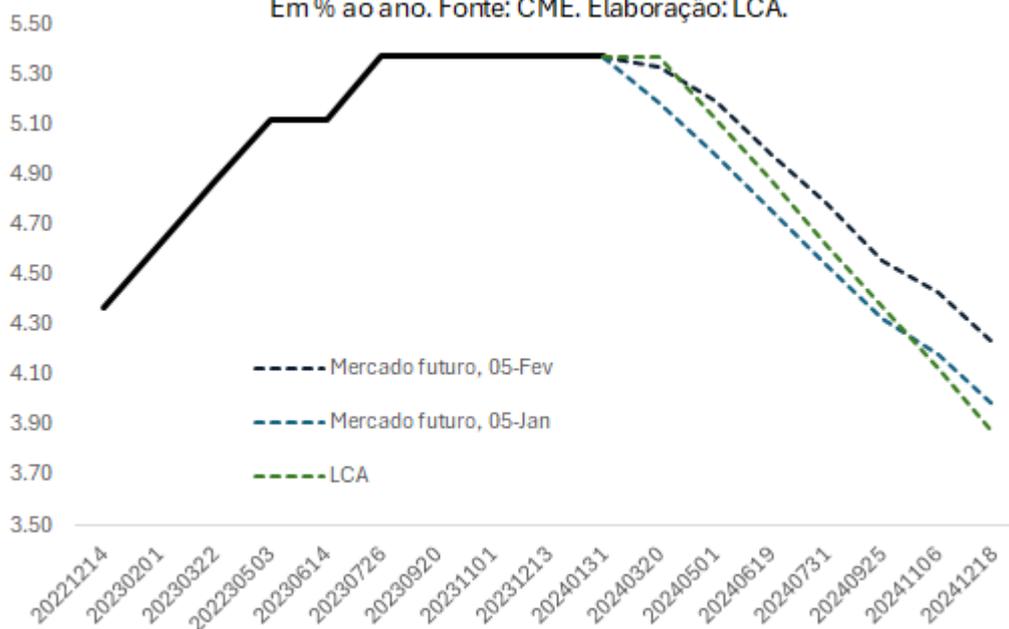


Mas a percepção majoritária nos mercados, partilhada pela **LCA**, ainda é de que o ciclo de flexibilização monetária nos EUA não tardará a ser iniciado. A probabilidade de corte de juros em maio continua a preponderar, em linha com a perspectiva que há tempos temos contemplado em nosso cenário base.

Todavia, é preciso reconhecer que os indicadores recentes conferem probabilidade nada desprezível à possibilidade de que o ciclo de flexibilização comece mais tarde e, principalmente, de que seja conduzido com maior cautela em comparação com a curva de juros atualmente implícita nos mercados futuros (Gráfico 4) – que, vale registrar, coincide, grosso modo, com a curva projetada pela **LCA**.

G4. Projeções para a FED Funds Rate: curva implícita nos contratos futuros

Em % ao ano. Fonte: CME. Elaboração: LCA.



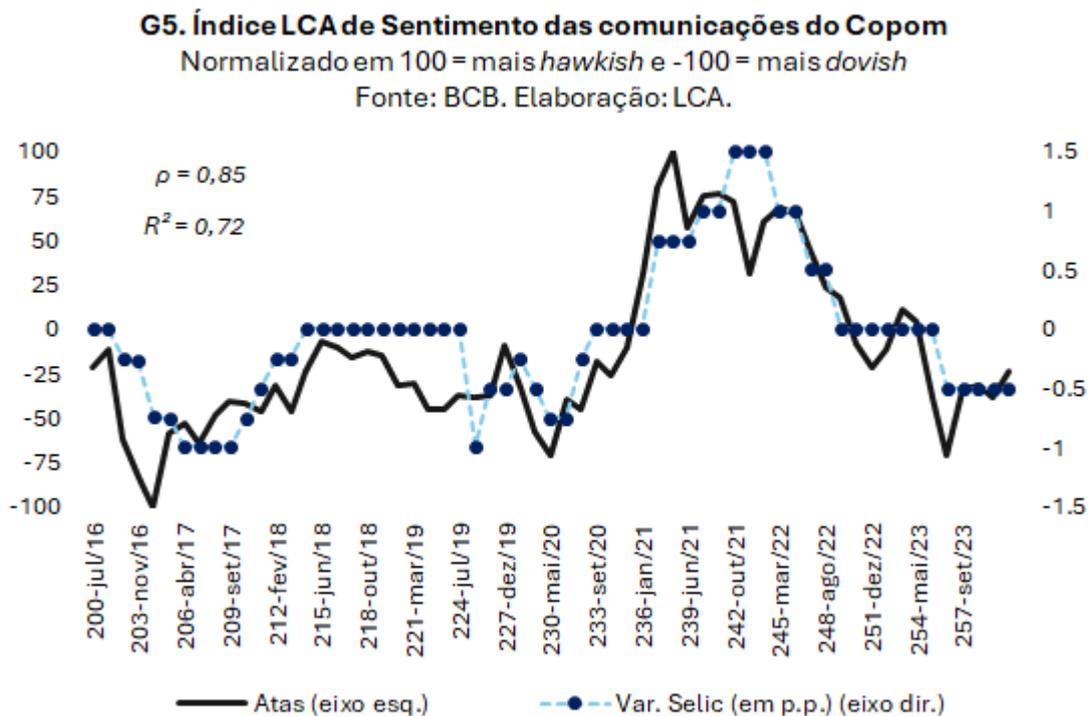
Nosso cenário base pressupõe que o juro do FED começará a ser reduzido em maio e sofrerá seis cortes consecutivos de 25 pontos-base até o final deste ano. Mas se o FED optar por um ritmo mais cauteloso de redução – por exemplo, de um corte de 25 pontos a cada duas reuniões de política monetária –, o juro básico dos EUA encerrará o ano tendo sofrido apenas três cortes de 25 pontos. Esse é o cenário atualmente contemplado pela mediana das projeções dos diretores do FED para a trajetória do juro primário.

Esse cenário de flexibilização mais cautelosa de juros poderá vir a preponderar caso o mercado de trabalho, o consumo das famílias e a inflação de serviços continuem a mostrar resiliência. Ou, alternativamente, se o FED optar por combinar uma redução mais gradual de juros com uma moderação do ritmo, ou mesmo um encerramento, do processo de redução de seu balanço de ativos.

O horizonte e a velocidade da redução de juros, bem como a política de manejo do balanço de ativos do FED, tendem a ser fatores importantes a condicionar o desempenho dos mercados de ativos e moedas emergentes. Uma postura mais conservadora da autoridade monetária norte-americana tenderia a trazer maior volatilidade aos mercados globais, pressionado as taxas de juros dos títulos do Tesouro dos EUA e conferindo força adicional ao dólar. Isso tenderia a reduzir o raio de manobra das autoridades emergentes para flexibilizar as suas próprias políticas monetárias.

Brasil: ritmo de corte de 50 pontos da Selic deve ser estendido ao menos até junho

No Brasil, o destaque deste começo de semana foi a divulgação da ata do Copom, nesta 3ª-feira (dia 06). Segundo o índice de sentimento das comunicações do Copom construído pela LCA, a ata apresentou um conteúdo um pouco mais *hawkish* – jargão de mercado a indicar maior inclinação a uma postura restritiva –, mas ainda assim compatível com a decisão de reduzir a taxa básica Selic em 50 pontos-base (Gráfico 5).

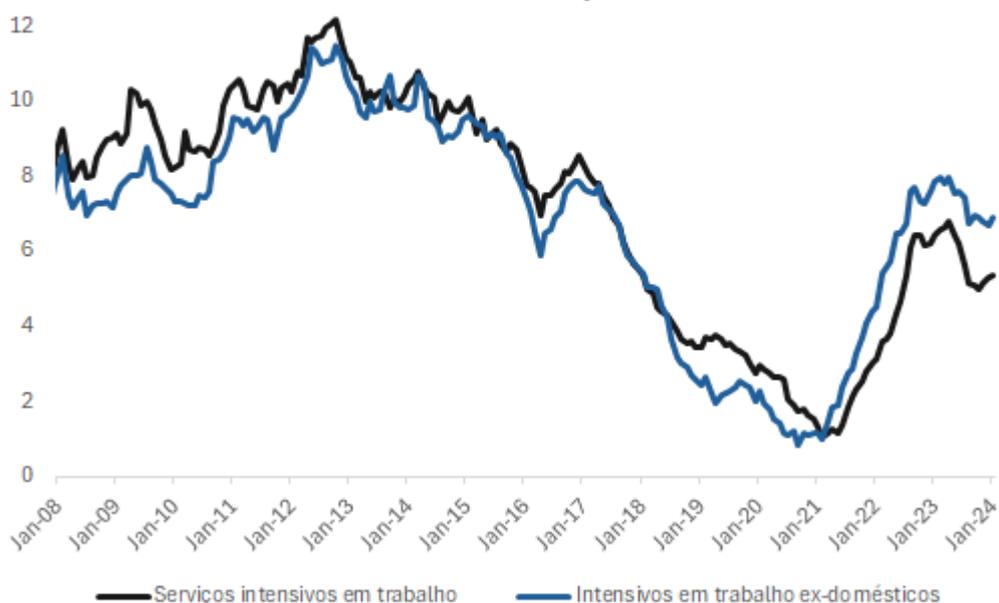


Na avaliação da autoridade monetária brasileira, o ambiente externo segue volátil. Na ata, o Banco Central dedicou um novo trecho ao comportamento dos preços globais de serviços, cujo processo de desinflação é determinado “pela dinâmica do crescimento econômico e do mercado de trabalho” – elementos que “alimentam o debate sobre a natureza das pressões inflacionárias e potencialmente sobre o ritmo de distensão monetária a ser adotado pelas economias avançadas”. Isso denota a importância da condução da política monetária nas economias centrais para as decisões do Copom ao longo deste ano, como argumentamos acima.

Analogamente, a ata dedicou espaço maior para a avaliação do mercado de trabalho e da dinâmica dos preços dos serviços no ambiente doméstico, ao notar “que há alguns aspectos na dinâmica inflacionária recente que requerem maior escrutínio, (...) em particular, a recente dinâmica da inflação de serviços”. Isso num contexto em que “um mercado de trabalho mais apertado, com reajustes salariais acima da meta de inflação, pode potencialmente retardar a convergência da inflação, impactando notadamente a inflação de serviços e de setores mais intensivos em mão de obra” (Gráfico 6).

G6. Brasil, IPCA: inflação de serviços intensivos em trabalho: variação interanual, %

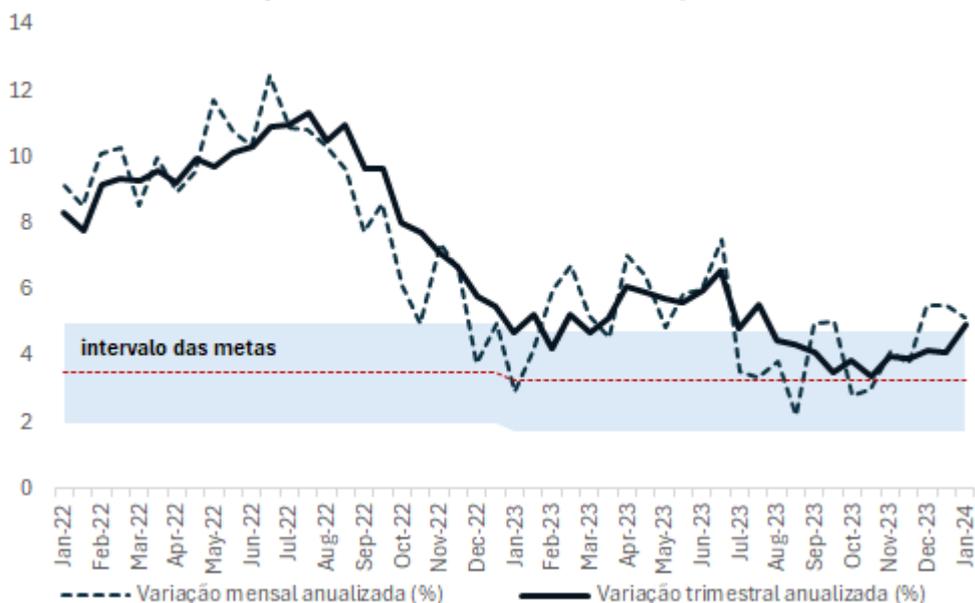
Fonte: IBGE. Elaboração: LCA.



Com efeito, como temos apontado em nossas publicações, a inflação de serviços subjacentes tem apresentado alguma aceleração nas leituras mais recentes do IPCA (Gráfico 7). Não obstante essa preocupação com a inflação de serviços, o Copom concluiu “que o cenário prospectivo de inflação não se alterou”. Isso porque a autoridade avaliou que, em “contraposição [à resiliência da inflação de serviços], uma recomposição favorável de preços relativos” e “uma dinâmica benigna de commodities (...) poderiam potencialmente contribuir para um processo desinflacionário mais célere”. Isso, vale frisar, num contexto em “que o cenário-base do Comitê segue sendo de desaceleração gradual do crescimento econômico”.

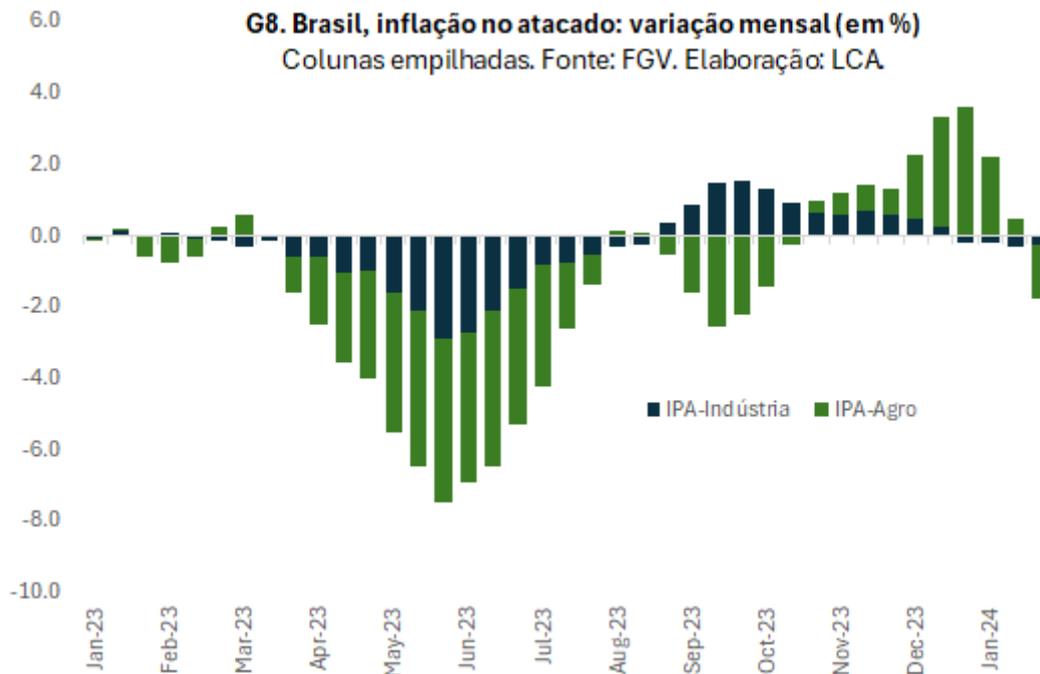
G7. Brasil, IPCA/IPCA-15: evolução do componente de serviços subjacentes

Com ajuste sazonal. Fonte: IBGE. Elaboração: LCA.



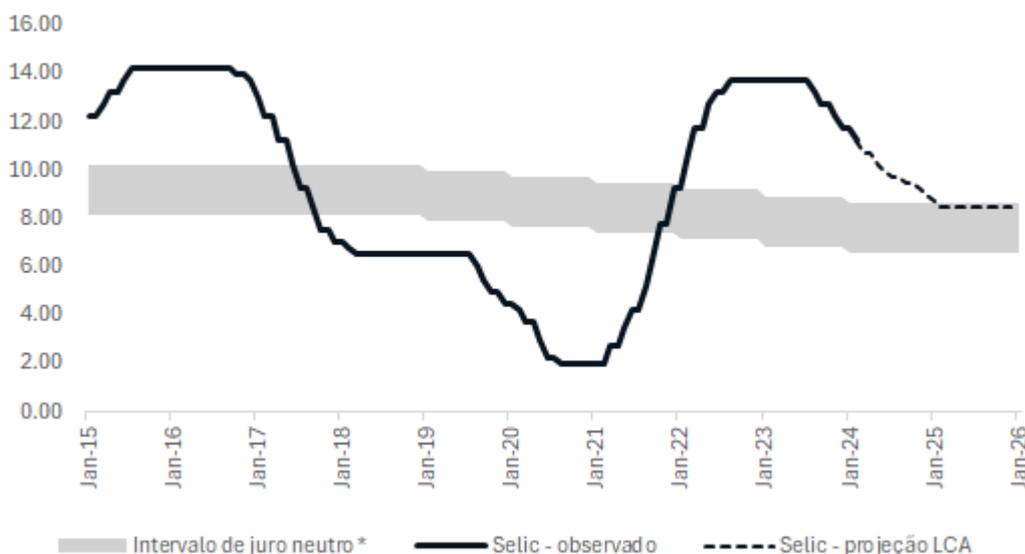
Nessas circunstâncias, o Copom preservou a sinalização prospectiva de manutenção do ritmo de cortes de 50 pontos-base para “as próximas reuniões”. Além dessa sinalização oficial, os sinais de que a inflação de alimentos pode voltar a correr abaixo do que vínhamos antecipando – como sugere o retorno dos índices agropecuários no atacado para terreno deflacionário (Gráfico 8) – também reforçam a perspectiva de que o ritmo de corte de 50 pontos pode ser estendido.

Diante disso, nossa curva para a Selic, que vinha prevendo desaceleração do ritmo de corte a partir de maio, foi ajustada para incorporar a extensão do ritmo de corte de 50 pontos-base não só para a reunião de 20 de março, mas também para a de 08 de maio. Assim, nosso cenário base passou a contemplar que o ritmo de corte da Selic será desacelerado somente a partir da reunião do Copom de 19 de junho – quando, vale assinalar, o juro básico já terá sido reduzido em mais de 300 pontos-base, reforçando a perspectiva de que a autoridade transite para uma postura mais cautelosa para melhor avaliar os efeitos defasados da flexibilização já promovida.



Cabe reconhecer, ainda, que uma extensão ainda maior de cortes de 50 pontos-base por reunião do Copom não deve ser descartada. Isso porque a evolução recente do cenário doméstico tem se revelado algo mais benigna do que vínhamos antecipando. Essa surpresa positiva será reforçada caso a inflação de alimentos venha a se revelar claramente mais modesta do que estamos considerando em nosso cenário base; ou, ainda, se a arrecadação tributária surpreender positivamente ao ponto de dispensar alterações nas metas fiscais, o que reduziria incertezas e contribuiria para uma redução dos prêmios de risco na economia doméstica, potencialmente trazendo alívio ao câmbio e, a reboque, à inflação.

G9. Evolução observada e projetada para a taxa básica Selic (em % ao ano)
*3,5% a 5,5% a.a. acima da meta de inflação. Fonte: BCB. Elaboração: LCA.



Assim, em que pese o recente aumento da volatilidade nos mercados globais, parece vir aumentando a chance de que a política monetária doméstica seja levada a terreno neutro em horizonte mais próximo do que vínhamos ante-vedendo – o que tende a consolidar expectativas de que a retirada de restrições monetárias poderá contribuir para uma gradativa aceleração da economia brasileira ao longo do ano.

A despeito dessas considerações, a nossa projeção para o “ponto de chegada” do ciclo de flexibilização não se alterou. Continuamos a avaliar que o juro básico será reduzido para 8,5% ao final do ciclo, nível que consideramos próximo da neutralidade (Gráfico 9).

Fique de olho

A inflação será destaque na agenda econômica da semana. Na próxima 3ª-feira (dia 13) conheceremos o resultado de janeiro do índice de preços ao consumidor dos EUA – que poderá exercer relevante influência sobre as expectativas de mercado relativas a quando terá início um ciclo de redução do juro básico pelo FED. A inflação também será destaque na China, em função da divulgação, nesta 4ª-feira (dia 07), dos resultados de janeiro dos índices de preços ao consumidor e no atacado. No Brasil, destaque para a divulgação, na 5ª-feira (dia 08), do resultado de janeiro do IPCA-IBGE (ver **Na Agenda**).

Na Agenda

Inflação

Na quinta-feira, dia 08/02, o IBGE divulgará o **IPCA de janeiro**. Projetamos alta de **+0,31%**, abaixo da registrada em dezembro (+0,56%).

Projetamos que *Habitação* passará de +0,34% em dezembro para +0,27% em janeiro, pela queda de *energia elétrica residencial*, bem como pela desaceleração de *taxa de água e esgoto*.

Esperamos que *Artigos de residência* passe de +0,76% em dezembro para +0,09% em janeiro, pela queda de *Móveis e utensílios*, bem como pela desaceleração de *Aparelhos Eletroeletrônicos e Consertos e manutenção*.

Também projetamos que *Vestuário* passará de +0,70% em dezembro para -0,21% em janeiro por conta de liquidações.

Por fim, esperamos que *Transportes* passe de +0,48% em dezembro para -1,05% em janeiro, na esteira das quedas de *passagem aérea, gasolina e etanol*.

Em sentido contrário, esperamos que o grupo *Alimentação e bebidas* passe de +1,11% em dezembro para +1,57% em janeiro, em boa medida pela aceleração de *arroz, Farinhas féculas e massas, Tubérculos, raízes e legumes, Frutas, Pescados, Aves e ovos, Panificados, óleos e gorduras, Panificados, Bebidas e infusões e Sal e condimento*.

Pesquisa Mensal do Comércio

Na quarta-feira, dia 07/02, o IBGE divulgará a Pesquisa Mensal de Comércio (PMC) relativa a **dezembro de 2023**. No âmbito restrito, esperamos que a receita real do comércio tenha assinalado um **crescimento interanual de 2,1%**, o que equivale a uma queda de 0,6% frente a novembro, com ajuste sazonal. Em particular, as vendas no varejo alimentício devem mostrar desaceleração nesta divulgação. Caso nossa projeção se concretize, o varejo restrito terá recuado 0,2% entre o terceiro e o quarto trimestres do último ano, descontados os efeitos sazonais.

No âmbito do **varejo ampliado** - que a partir de 2023 passou a incluir o atacado de produtos alimentícios, além das vendas de veículos e peças e material de construção -, esperamos um **crescimento da receita real de 2,1%**, em base interanual. Na comparação com novembro, com ajuste sazonal, o varejo ampliado deve ter recuado 0,2%, combinando uma desaceleração das vendas de veículos com uma recuperação do segmento de materiais de construção. Nesse cenário, o varejo ampliado terá crescido 0,9% entre o terceiro e o quarto trimestres do último ano.

Pesquisa Mensal de Serviços

Na sexta-feira, dia 09/02, o IBGE divulgará a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) referente a **dezembro** de 2023. Projetamos que a receita real do setor tenha **recuado 1,5%** ante o mesmo mês do ano anterior, ficando em território negativo pelo quarto mês consecutivo. Na margem, o setor de serviços deve ter avançado 0,9%, descontados os efeitos sazonais do período. Em particular, o desempenho de dezembro deve ter sido positivamente impactado pelos serviços de alojamento e alimentação e pelo transporte rodoviário. Vale ressaltar que, mesmo com a possível alta na margem em dezembro, o setor de serviços deve ter fechado o quarto trimestre com queda de 0,5% na comparação com o terceiro, na série com ajuste sazonal.

Projeções

Projeções anuais - Brasil

Indicador	Unidade	2022	2023	Última observação		Projeções	
						2024	2025
PIB (preços de mercado)	US\$ bilhões correntes (4 trimestres)	1.952	2.175	2.104	3T23	2.328	2.468
PIB (preços de mercado)	R\$ bilhões correntes (4 trimestres)	10.080	10.864	10.666	3T23	11.589	12.358
PIB per capita (pm)	US\$ correntes (4 trimestres)	9.088	10.070	-	-	10.720	11.305
PIB per capita (pm)	R\$ correntes (4 trimestres)	46.937	50.295	-	-	53.357	56.601
PIB (preços de mercado)	% em 4 trimestres	3,0	2,9	3,1	3T23	1,5	1,9
Agropecuária	% em 4 trimestres	-1,1	16,3	14,4	3T23	-0,8	3,0
Indústria	% em 4 trimestres	1,5	1,2	2,0	3T23	2,3	1,9
Serviços	% em 4 trimestres	4,3	2,3	2,8	3T23	1,4	1,7
Consumo das famílias	% em 4 trimestres	4,1	3,3	3,7	3T23	1,6	1,6
Consumo do governo	% em 4 trimestres	2,1	1,1	1,0	3T23	0,9	1,1
FBCF	% em 4 trimestres	1,1	-2,9	-1,1	3T23	0,0	2,1
Exportações BSNF	% em 4 trimestres	5,7	9,1	10,3	3T23	4,2	5,0
Importações BSNF	% em 4 trimestres	1,0	-0,4	-0,1	3T23	2,2	1,6
Taxa de investimento (FBCF/PIB)	% do PIB, em 4 trimestres	17,8	16,6	17,0	3T23	16,1	15,8
Produção industrial (PIM-PF)	% em 12 meses	-0,7	0,2	0,2	dez/23	2,4	2,1
Comércio varejista restrito (PMC)	% em 12 meses, volume	1,0	1,9	1,5	nov/23	2,3	2,7
Taxa de desemprego (PNAD C.)	% da FT, média em 12 meses	9,3	8,0	8,0	dez/23	8,2	7,2
CAGED	Saldo líquido, milhares de postos em 12 meses	2.011	1.478	1.478	dez/23	1.000	801
Salário-mínimo	R\$ correntes, final de período	1.212	1.320	1.412	jan/24	1.412	1.499
NUCI (FGV)	% - média do período (12 meses)	80,7	80,3	80,5	jan/24	80,7	80,7
IPCA	% em 12 meses	5,8	4,6	4,6	dez/23	4,0	3,8
IGP-M	% em 12 meses	5,5	-3,2	-3,3	jan/24	2,9	4,1
IPC-FIPE	% em 12 meses	7,3	3,2	3,0	jan/24	3,7	3,6
R\$/US\$	final de período	5,22	4,90	5,01	05/fev/24	5,00	5,03
R\$/US\$	média do período	5,16	4,99	4,91	jan/24	4,98	5,01
Juros nominais (Selic)	% a.a. - final de período	13,75	11,75	11,25	05/fev/24	9,00	8,50
Juros nominais (Selic)	% a.a. - média do período (12 meses)	12,63	13,25	13,04	jan/24	10,08	8,54
Juros reais ex-ante (Swap 360)	% a.a. - média do período (12 meses)	7,42	6,96	6,82	jan/24	5,30	5,16
TJLP	% a.a. - final de período	7,20	6,55	6,53	jan/24	6,36	6,44
Risco-Brasil (Embi+)	pontos-base - final de período	259	205	216	05/fev/24	198	184
Risco-Brasil (Embi+)	pontos-base - média	304	228	199	jan/24	200	191
Ibovespa	pontos, final de período	109.735	134.185	127.593	05/fev/24	135.038	139.419
Conta corrente (BPM6)	US\$ bi (12 meses)	-48,3	-28,6	-28,6	dez/23	-32,7	-50,3
Conta corrente (BPM6)	% do PIB (12 meses)	-2,5	-1,3	-1,3	dez/23	-1,4	-2,0
Balança comercial (MDIC)	US\$ bi (12 meses)	61,6	98,6	98,6	dez/23	89,4	70,0
Exportações	US\$ bi (12 meses)	334,2	339,4	339,4	dez/23	336,6	330,0
Importações	US\$ bi (12 meses)	272,6	240,8	240,8	dez/23	247,1	260,0
Investimento direto (BPM6)	US\$ bi (12 meses)	74,6	62,0	62,0	dez/23	93,7	96,0
Reservas internacionais	US\$ bi - final de período	324,7	355,0	353,1	26/jan/24	363,5	372,2
Dívida externa	US\$ bilhões	319,6	339,2	339,2	dez/23	346,6	354,1
Resultado primário	% PIB (12 meses)	1,3	-1,7	-1,2	nov/23	-0,7	-0,4
Déficit Nominal	% PIB (12 meses)	4,6	10,0	7,8	nov/23	7,4	6,5
Dívida Bruta do Governo Geral	% PIB (12 meses)	71,7	76,4	73,8	nov/23	79,8	82,2

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)
jul/23	0,12	-0,72	4,80	13,75	217
ago/23	0,23	-0,14	4,90	13,25	211
set/23	0,26	0,37	4,94	12,75	206
out/23	0,24	0,50	5,07	12,75	201
nov/23	0,28	0,59	4,89	12,25	200
dez/23	0,56	0,74	4,90	11,75	194
jan/24	0,31	0,07	4,91	11,25	199
fev/24	0,72	-0,36	4,95	11,25	204
mar/24	0,33	-0,01	4,98	10,75	204
abr/24	0,38	0,09	4,97	10,75	201
mai/24	0,35	-0,04	4,97	10,25	201
jun/24	0,20	0,20	4,98	10,00	201
jul/24	0,19	0,33	4,99	9,75	200
ago/24	0,24	0,31	4,99	9,75	200
set/24	0,21	0,38	4,99	9,50	200
out/24	0,32	0,68	5,00	9,50	198
nov/24	0,25	0,74	5,00	9,25	198
dez/24	0,40	0,44	5,00	9,00	198
jan/25	0,40	0,40	4,99	8,75	196
fev/25	0,71	0,30	4,99	8,75	196

* Meta Selic definida nas reuniões do Copom.

Internacional

Indicador	Unidade	2022	2023	Última observação		Projeções		
						2024	2025	
PIB	Mundo (conceito FMI)	% 4 trimestres	3,2	2,8	-	-	2,5	2,8
	EUA	% 4 trimestres	1,9	2,5	2,5	4T23	1,5	1,3
	Japão	% 4 trimestres	0,9	1,9	1,8	3T23	0,5	1,6
	EuroZona	% 4 trimestres	4,3	0,8	0,8	4T23	0,5	1,2
	China	% 4 trimestres	2,9	5,2	5,3	4T23	4,2	4,0
	Argentina	% 4 trimestres	5,0	-0,8	-0,5	3T23	0,0	2,4
Inflação	EUA (CPI)	%12 meses	6,4	3,3	3,3	dez/23	2,2	2,2
	EUA (núcleo do CPI)	%12 meses	5,7	3,9	3,9	dez/23	2,5	2,2
Juros	Fed (teto da meta)	% a.a. (fim de período)	4,50	5,50	5,50	05/fev/24	4,00	2,50
	T-Note (10 anos)	% a.a. (fim de período)	3,62	4,01	4,17	05/fev/24	3,88	3,07
	BCE	% a.a. (fim de período)	2,27	4,50	4,50	05/fev/24	2,50	2,25
Commodities	Petróleo (WTI)	US\$ - média 12 meses	94,3	77,7	77,3	jan/24	77,2	75,8
	CRB Spot	Índice - média 12 meses	593	546	543	jan/24	508	517