

Cenário LCA

14 de fevereiro de 2024

Inflação começa o ano mostrando resiliência, sobretudo no setor de serviços

O principal destaque no ambiente internacional durante o período do Carnaval foi a divulgação, na 3ª-feira (dia 13), do resultado de janeiro da inflação dos EUA, medida pelo índice de preços ao consumidor (CPI).

O resultado veio acima das expectativas, provocando ajustes relevantes nos mercados globais de ativos. O CPI de janeiro revelou, conforme vínhamos alertando, que a inflação de serviços se mantém resiliente.

A aceleração de serviços no começo do ano vem exercendo pressão sobre as medidas de núcleo do índice de preços ao consumidor, em particular sobre o núcleo de serviços exclusive habitação.

Isso tem pressionado as taxas de juros dos títulos do Tesouro dos EUA, provocando um fortalecimento do dólar nos mercados internacionais de câmbio.

Nossa curva projetada para o juro básico dos EUA, que pressupõe seis reduções de 25 pontos-base na taxa básica do FED até o final do ano, está sob revisão.

Não obstante, avaliamos ainda prevalecer um cenário de “pouso suave” – em que o processo de desinflação se consolida sem um custo elevado em termos de sacrifício do crescimento econômico.

Essa expectativa é fundamentada pelo comportamento favorável dos preços de bens comercializáveis e pela expectativa de que o consumo vá esfriar ao longo do ano, aliviando as pressões sobre os preços de serviços.

Com efeito: o mercado de crédito está esfriando; o excesso de poupança acumulado pelas famílias durante a pandemia está perto de se esgotar; há sinais de aumento na inadimplência das pessoas físicas; e o mercado de trabalho, embora siga fortalecido, vem evoluindo em direção a um maior equilíbrio.

Apesar de reafirmarmos essa perspectiva de um “pouso suave”, reconhecemos que o aumento das incertezas em relação à trajetória do juro do FED pode vir a exercer alguma pressão adicional sobre nossa taxa de câmbio.

No Brasil, a inflação também começou o ano surpreendendo para cima; o resultado do IPCA de janeiro mostrou que o componente de serviços subjacentes continuou em aceleração. Com o mercado de trabalho aquecido, a inflação dos serviços intensivos em trabalho tem se mantido particularmente pressionada.

Assim, como esperávamos, a inflação passou a correr acima da expectativa do Banco Central nas leituras mais recentes, depois de surpreender para baixo ao longo de quase todo o segundo semestre do ano passado.

Nessas circunstâncias, recrudescem os riscos de que a autoridade monetária brasileira desacelere o ritmo de cortes da taxa básica Selic em horizonte não muito distante.

Por ora, mantemos expectativa de que a Selic será desacelerada apenas a partir da reunião do Copom de 19 de junho. Mas é forçoso reconhecer que, se a inflação (norte-americana e brasileira) continuar a surpreender para cima, o Copom poderá transitar mais cedo para um ciclo mais cauteloso de flexibilização monetária.

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.

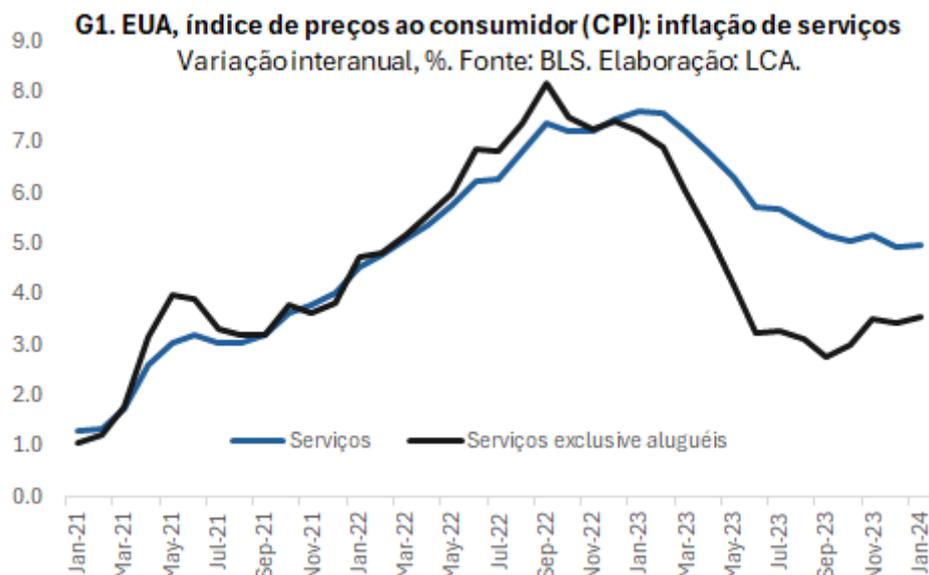
Rua Cardeal Arcoverde, nº 2450 | Conjunto 301 ao 309 | Bairro Pinheiros | CEP 05408-003 | São Paulo – SP | Tel + 55 11 3879-3760 | fax 3879-3737 | contato@lcaconsultores.com.br | www.lcaconsultores.com.br

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

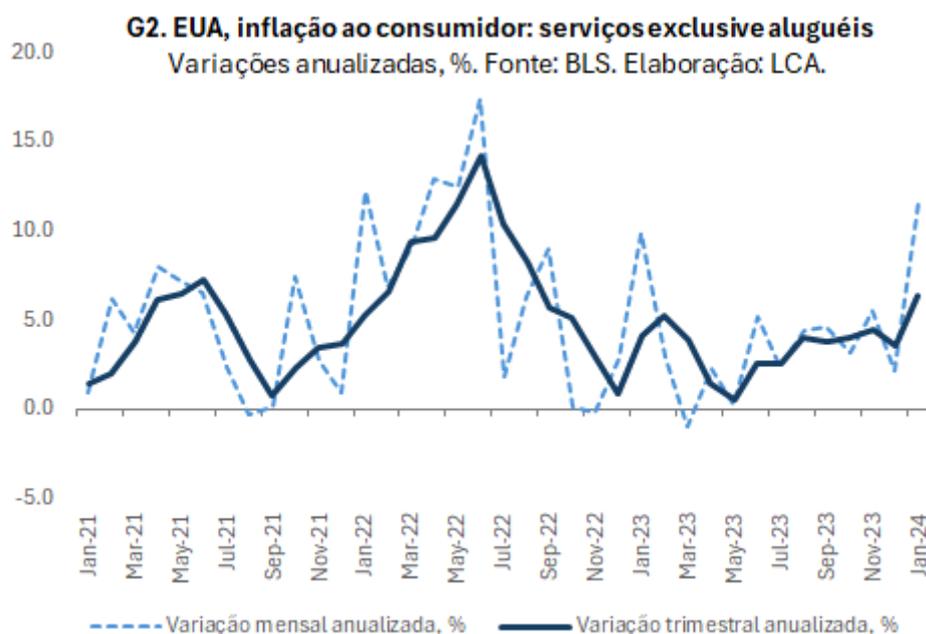


EUA: inflação de janeiro surpreende para cima e mexe com expectativas de mercado

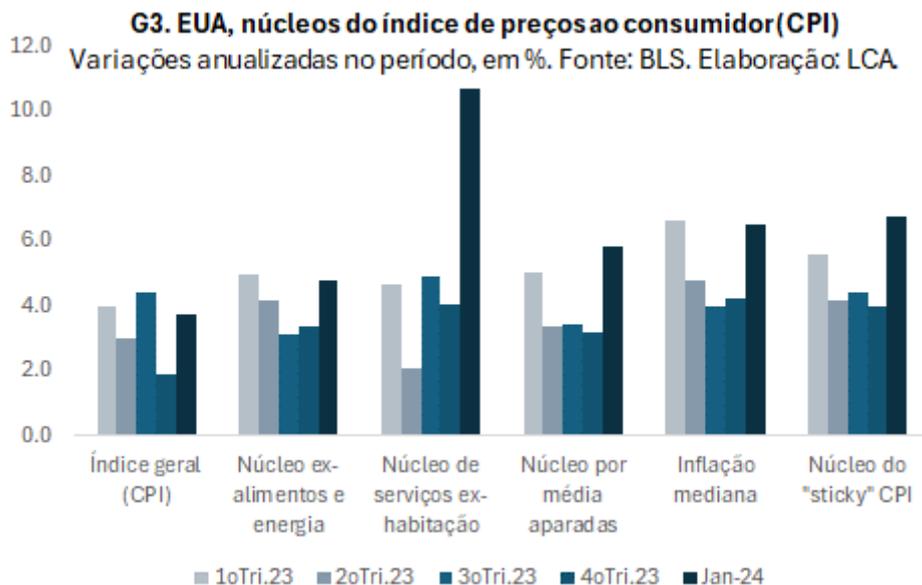
O principal destaque no ambiente internacional durante o período do Carnaval foi a divulgação, nesta 3ª-feira (dia 13), do resultado de janeiro da inflação dos EUA, medida pelo índice de preços ao consumidor (CPI). O resultado veio acima das expectativas, provocando ajustes relevantes nos mercados globais de ativos.



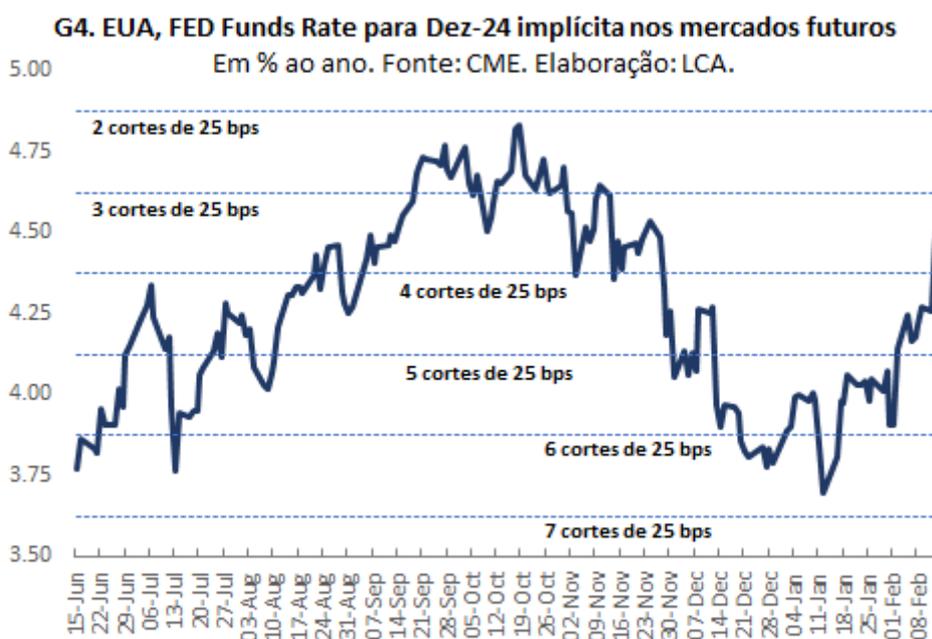
O CPI de janeiro revelou, conforme vínhamos alertando, que a inflação de serviços se mantém resiliente – correndo em ritmo próximo a 5% ao ano. Parte dessa resiliência está associada ao comportamento dos preços dos alugueis. Excluindo esse item, a inflação de serviços vem correndo mais perto de 3% (Gráfico 1), embora venha registrando alguma aceleração na margem (Gráfico 2).



A aceleração de serviços no começo do ano tem exercido pressão sobre as medidas de núcleo do índice de preços ao consumidor, em particular sobre o núcleo de serviços exclusive habitação (Gráfico 3) – o que tem pressionado as taxas de juros dos títulos do Tesouro dos EUA, provocando um fortalecimento do dólar nos mercados internacionais de câmbio. Isso porque a inflação mais salgada vem ensejando uma reavaliação, nos mercados, quanto à trajetória do juro básico do FED (o banco central norte-americano).



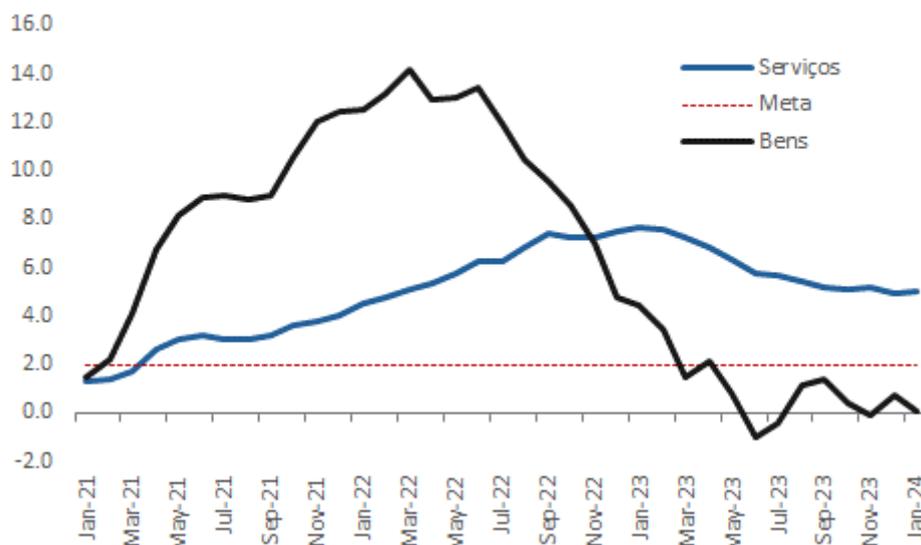
A probabilidade, implícita nos contratos futuros, de que o FED venha a cortar sua taxa básica de juros na próxima reunião de política monetária, agendada para 20 de março, caiu a quase zero; e a probabilidade de corte na reunião seguinte, em 1º de maio, reduziu-se para cerca de 35%. A redução total de juros prevista para 2024 passou de quase sete cortes de 25 pontos-base para entre três e quatro cortes, mais em linha com a sinalização embutida nas projeções dos diretores do FED (Gráfico 4).



Nosso cenário base antevê seis cortes de 25 pontos-base em 2024, começando a partir de 1º de maio. Mas vimos há tempos alertando que a resiliência do mercado de trabalho, do consumo das famílias e da inflação de serviços poderia adiar o primeiro corte de juros; ou, ainda mais provável, poderia levar o FED a promover um ritmo mais cauteloso de redução de juros – através, por exemplo, de um corte da taxa básica a cada duas reuniões de política monetária.

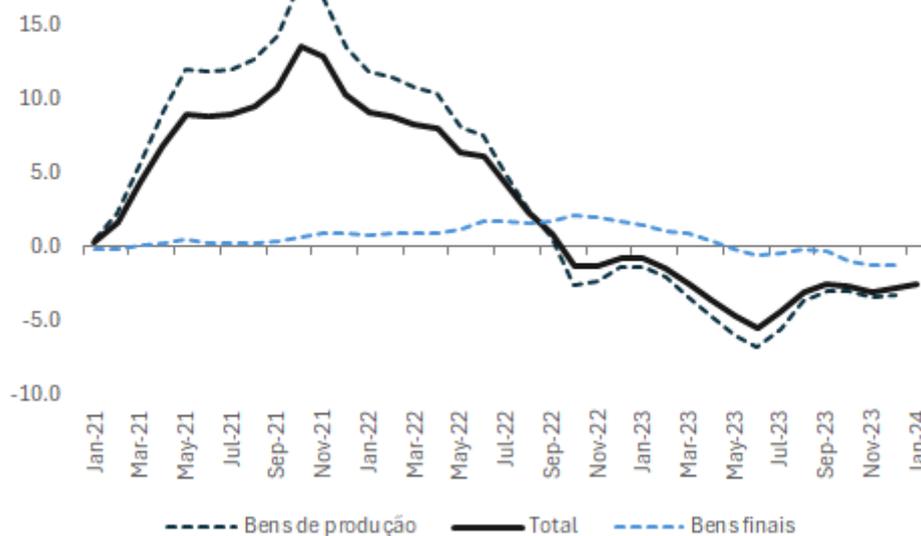
Nossa curva projetada para o juro básico dos EUA está sob revisão. Não obstante, continuamos a avaliar que um cenário de “pouso suave” continua a prevalecer. Nesse cenário, o processo de desinflação se consolida sem um custo significativo em termos de sacrifício do crescimento econômico.

G5. EUA, índice de preços ao consumidor (CPI): componentes selecionados
 Variação interanual, %. Fonte: BLS. Elaboração: LCA.



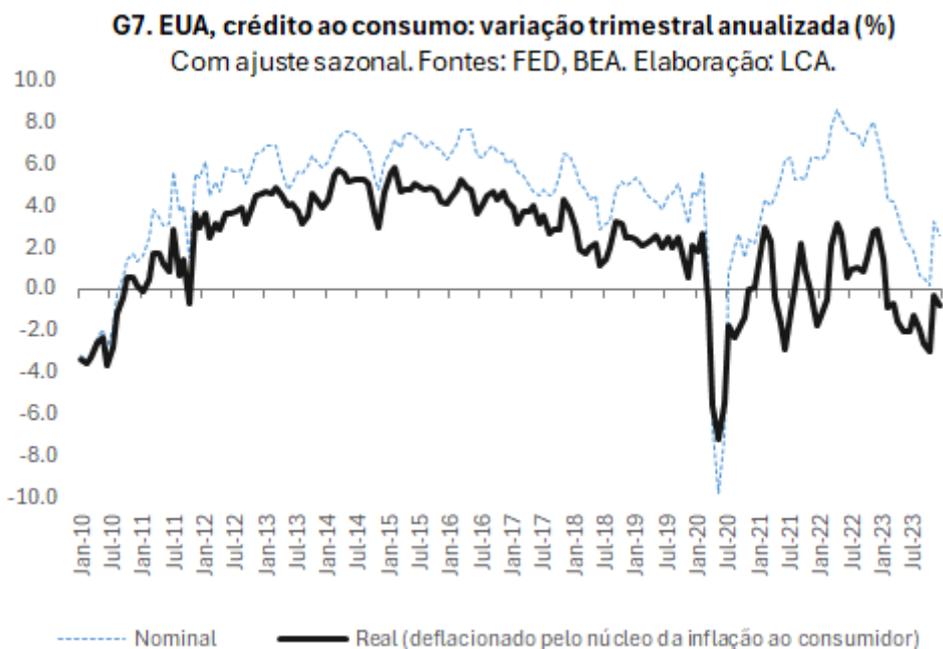
Um primeiro fator a fundamentar essa expectativa é o comportamento dos preços dos bens comercializáveis nos EUA – que continuam a correr em níveis bastante reduzidos (Gráfico 5), a despeito do aumento recente de custos logísticos associado a distúrbios geopolíticos e anomalias climáticas.

G6. China, índice de preços ao produtor: variação interanual, em %
 Fonte: NBSC. Elaboração: LCA.



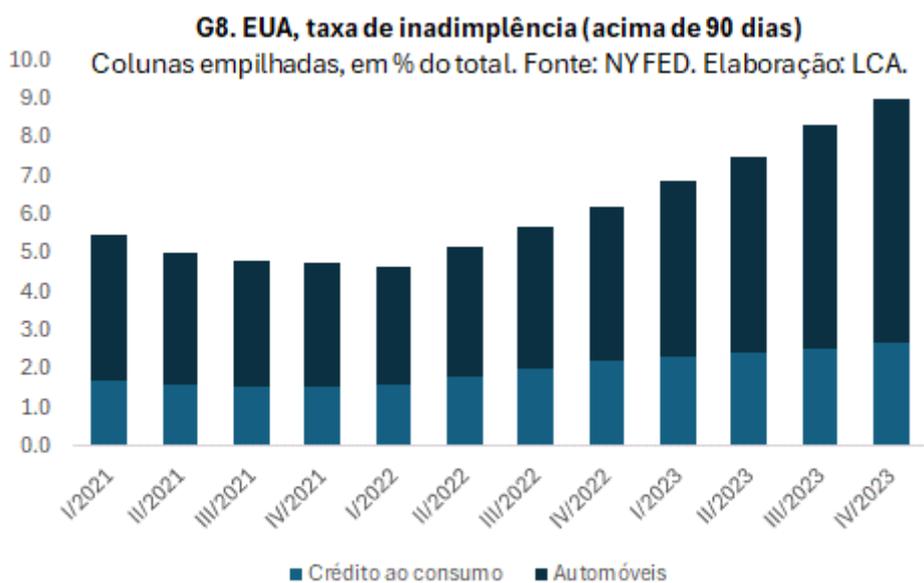
A baixa inflação de bens está, em boa medida, associada à acomodação dos preços internacionais das commodities – resultado do baixo dinamismo econômico de alguns grandes importadores de matérias-primas, sobretudo da China, que continua a “exportar” deflação para o mundo. Com efeito, os índices de preços chineses continuam em terreno deflacionário, em particular o índice de preços ao produtor (Gráfico 6).

Um segundo fator a fundamentar o cenário de “pouso suave” é a expectativa de que o consumo norte-americano vá esfriar ao longo do ano, aliviando as pressões sobre os preços de serviços. Algumas evidências, ainda que incipientes, sustentam essa perspectiva: (i) o mercado de crédito está esfriando (Gráfico 7), num contexto em que a política monetária segue em nível bastante restritivo; (ii) o excesso de poupança acumulado pelas famílias durante a pandemia está perto de se esgotar, como argumentamos no **Cenário LCA** de 30 de janeiro; (iii) há sinais de aumento na inadimplência das pessoas físicas (Gráfico 8); e (iv) o mercado de trabalho, embora siga fortalecido, vem evoluindo em direção a um maior equilíbrio entre oferta e demanda por mão-de-obra.



Apesar de reafirmarmos essa perspectiva de um “pouso suave”, reconhecemos que o aumento das incertezas em relação à trajetória do juro do FED tende a exercer alguma pressão adicional sobre nossa taxa de câmbio. Por ora mantemos expectativa de que o câmbio doméstico continuará a oscilar ao redor de R\$ 5,00 por dólar.

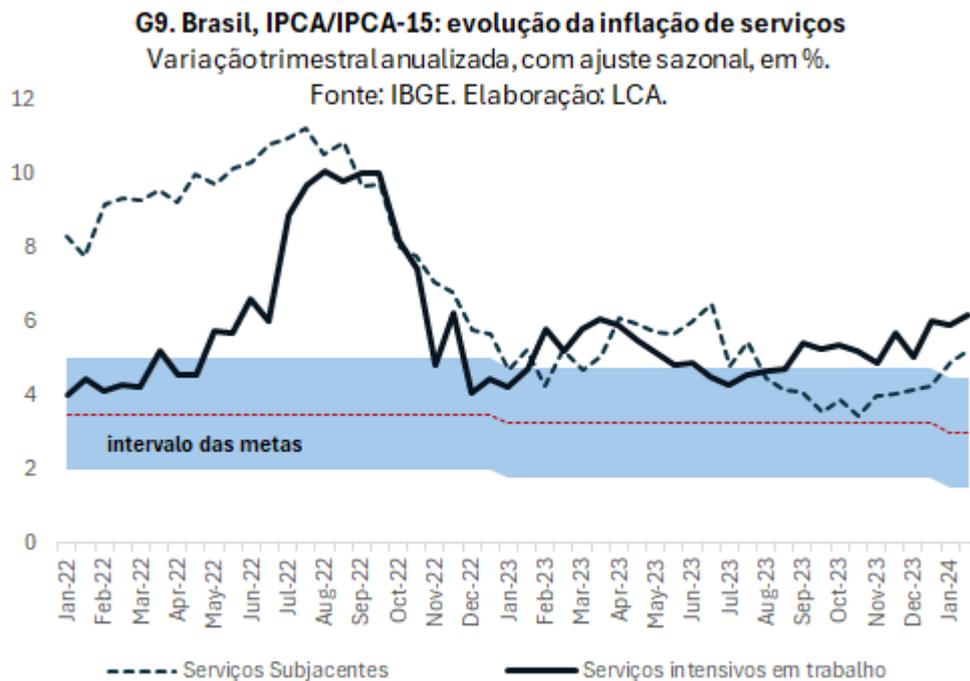
Mas surpresas inflacionárias adicionais nos EUA poderiam fazer o dólar superar esse patamar, o que, em conjunto com os resultados mais salgados da inflação de janeiro observados também aqui no Brasil, poderiam suscitar uma postura mais cautelosa do nosso Banco Central na condução da política monetária doméstica.



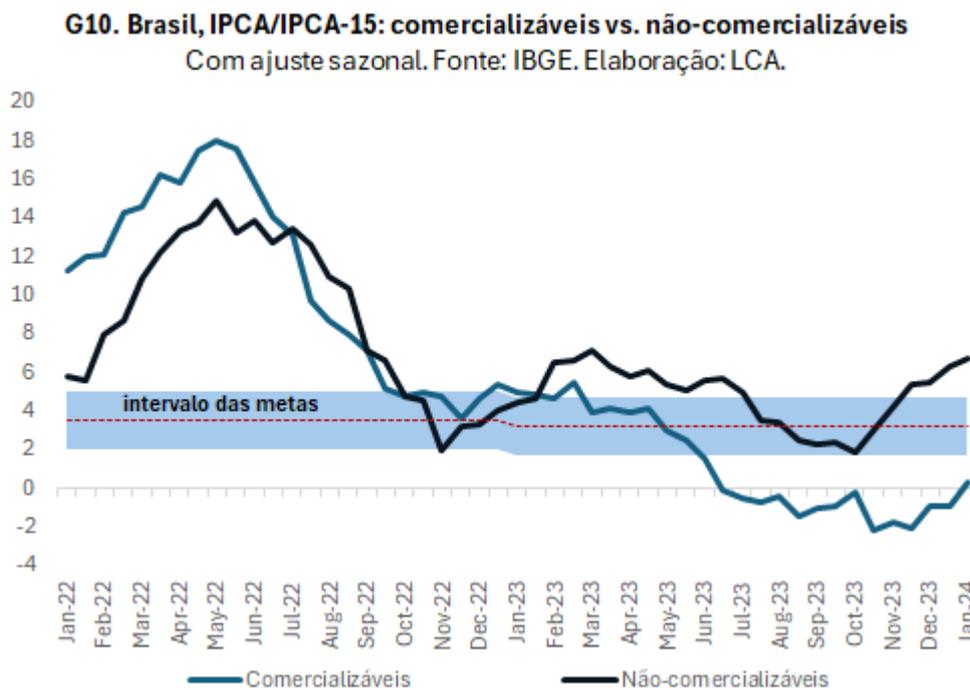
Brasil: IPCA de janeiro surpreende para cima, com inflação de serviços em alta

No Brasil, o começo de ano se mostrou positivo para o cenário econômico. Há sinais de que a atividade se manteve resiliente, ajudando na arrecadação federal. Isso tende a reduzir o risco de que incertezas fiscais possam vir a prejudicar a percepção de risco da economia brasileira. O governo vem reforçando que a meta de déficit orçamentário zero está mantida para este ano.

O reforço na credibilidade da política fiscal é fator positivo para a condução da política monetária; e poderá reforçar a percepção de que a taxa básica Selic poderá transitar mais rapidamente para um nível neutro, conforme argumentamos no **Cenário LCA** de 06 de fevereiro.

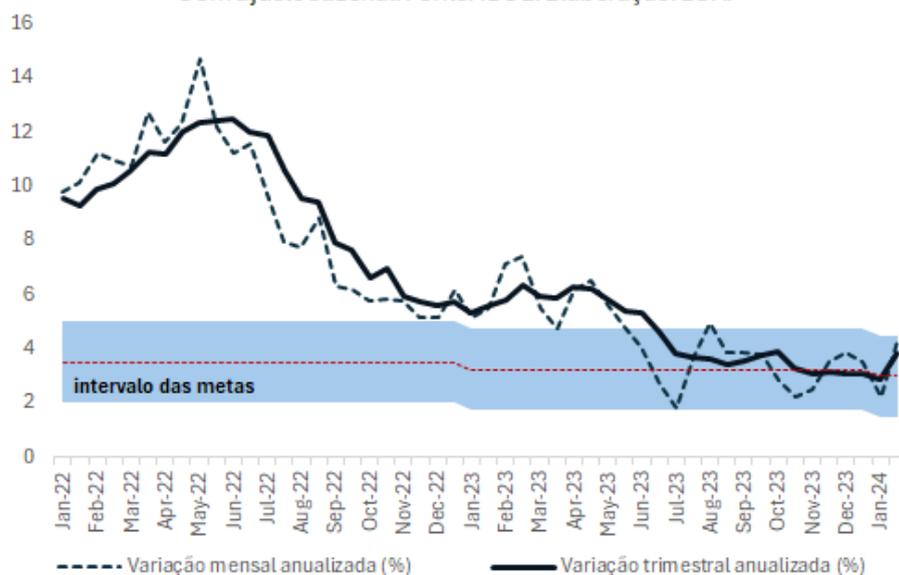


Mas o dinamismo da atividade, por outro lado, confere certa resiliência à inflação, sobretudo de serviços. O resultado do IPCA de janeiro mostrou que o componente de serviços subjacentes continuou em aceleração, figurando acima do teto da meta estabelecida para o ano. Com o mercado de trabalho aquecido, a inflação dos serviços intensivos em trabalho tem se mantido particularmente pressionada (Gráfico 9).



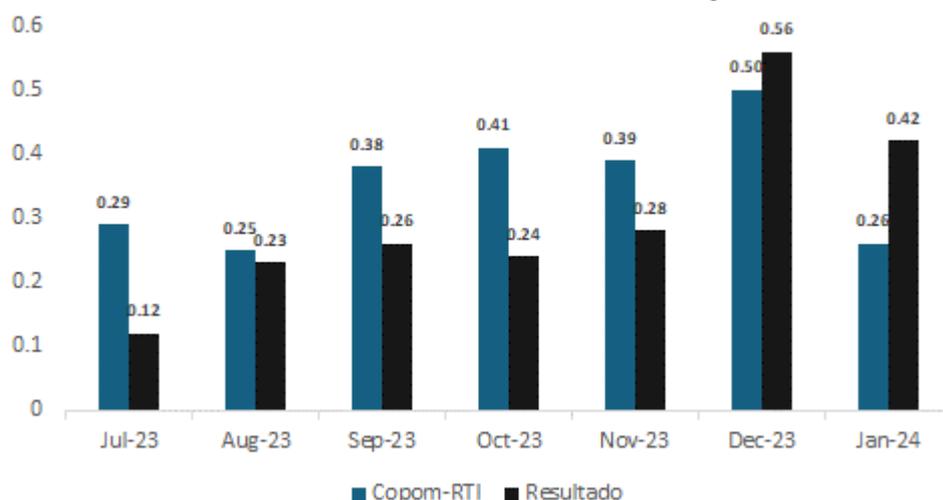
Ao lado disso, o conjunto de bens comercializáveis, que vem apresentando deflação desde meados do ano passado, tem ensaiado alguma aceleração (Gráfico 10), uma vez que os efeitos desinflacionários da reversão de choques de oferta, associados à pandemia e ao conflito russo-ucraniano, começam a refluir. Isso, em conjunto com a resiliência de serviços, vem exercendo incipiente pressão sobre as principais medidas núcleos da inflação acompanhadas pelo Banco Central (Gráfico 11).

G11. Brasil, IPCA/IPCA-15: média simples das cinco principais medidas de núcleo
Com ajuste sazonal. Fonte: IBGE. Elaboração: LCA.



Assim, conforme esperávamos, a inflação passou a correr acima da expectativa do Banco Central nas leituras mais recentes do IPCA, depois de surpreender para baixo ao longo de quase todo o segundo semestre do ano passado (Gráfico 12). Nessas circunstâncias, recrudescem os riscos de que a autoridade monetária brasileira desacelere o ritmo de cortes da taxa básica Selic em horizonte não muito distante.

G12. Inflação: projeções do Banco Central (RTI) vs. resultados observados
IPCA, em % no mês. Fontes: BCB, IBGE. Elaboração: LCA.



Por ora, mantemos expectativa de que a Selic será desacelerada apenas a partir da reunião do Copom de 19 de junho. Ou seja, mantemos projeção de dois cortes adicionais de 50 pontos-base na taxa básica de juros, que deverão ser seguidos por cortes ininterruptos de 25 pontos-base até o final do ano. Mas é forçoso reconhecer que, se a inflação (norte-americana e brasileira) continuar a surpreender para cima, o Copom poderá transitar para um ciclo mais cauteloso de flexibilização monetária.

Fique de olho

A atividade econômica será o destaque na agenda da semana. Nos EUA, serão divulgados, nesta 5ª-feira (dia 15), os resultados de janeiro das vendas no varejo e da produção industrial. No mesmo dia, conheceremos as sondagens econômicas dos escritórios regionais do FED de NY e de Filadélfia. No Brasil, destaque para a divulgação, na 3ª-feira (dia 19), do resultado de dezembro do IBC-Br (ver **Na Agenda**).

Na Agenda

Inflação

Na próxima sexta-feira (16/02), a FGV apresentará o **IGP-10** de **fevereiro**. Projetamos deflação de **-0,37%**, bem abaixo da taxa registrada em janeiro (+0,42%).

Esperamos que o IPA-Agropecuário passe de +2,22% em janeiro para -2,24% em fevereiro, em boa medida pelas quedas de *milho, trigo, soja, tomate, abacaxi, uva, mamão, ovos, bovinos e suínos*, como também pelas altas mais amenas de *feijão* e de *algodão*.

Projetamos que o IPA-Industrial passará de -0,22% em janeiro para -0,30% em fevereiro, pois esperamos desaceleração de *Indústria Extrativa* e de *Produtos Alimentícios*.

Com isso, projetamos que o IPA como um todo passará de +0,42% em janeiro para -0,75% em fevereiro.

Projetamos que o IPC-10 passará de +0,46% em janeiro para +0,69% em fevereiro, pelas altas de *Alimentação, Saúde e cuidados pessoais* e de *Educação*.

Por fim, projetamos que o INCC-10 passará de +0,39% em janeiro para +0,23% em fevereiro, predominantemente pela desaceleração de *materiais e serviços*.

Atividade Econômica

Na segunda-feira (19/02), o Banco Central divulgará o **IBC-Br** relativo ao mês de **dezembro de 2023**. Esperamos que o indicador aponte para a **estabilidade** do PIB mensal em base interanual. Este resultado deve ter sido influenciado positivamente pelo crescimento da *produção industrial*, mas limitado pela estabilidade do *comércio ampliado* e pela queda da receita real do *setor de serviços*.

Descontados os efeitos sazonais, o IBC-Br deve ter crescido **0,6%** entre novembro e dezembro.

Apesar disso, é esperada uma queda de 0,1% para o indicador entre o terceiro e o quarto trimestre, em linha com a nossa projeção para o PIB.

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	1,7	1,7	dez/23	2,6	3,2
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	80,6	80,6
IPCA	% em 12 meses	5,8	4,6	4,5	jan/24	4,0	3,8
IGP-M	% em 12 meses	5,5	-3,2	-3,3	jan/24	2,8	4,1
IPC-FIPE	% em 12 meses	7,3	3,2	3,0	jan/24	3,6	3,6
R\$/US\$	final de período	5,22	4,90	4,97	09/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	09/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	194	206	13/fev/24	190	181
Risco-Brasil (Embi+)	pontos-base - média	304	228	199	jan/24	191	187
Ibovespa	pontos, final de período	109.735	134.185	128.026	13/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	352,6	08/fev/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)	1,2	-2,3	-2,3	dez/23	-0,5	-0,2
Déficit Nominal	% PIB (12 meses)	4,6	8,9	8,9	dez/23	7,0	6,1
Dívida Bruta do Governo Geral	% PIB (12 meses)	71,7	74,3	74,3	dez/23	78,7	80,5

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	0,42	0,07	4,91	11,25	199
fev/24	0,80	-0,39	4,95	11,25	193
mar/24	0,29	-0,02	4,98	10,75	193
abr/24	0,27	0,07	4,97	10,75	188
mai/24	0,34	-0,04	4,97	10,25	188
jun/24	0,18	0,20	4,98	10,00	188
jul/24	0,19	0,33	4,99	9,75	189
ago/24	0,25	0,32	4,99	9,75	189
set/24	0,20	0,38	4,99	9,50	189
out/24	0,31	0,67	5,00	9,50	190
nov/24	0,24	0,74	5,00	9,25	190
dez/24	0,40	0,44	5,00	9,00	190
jan/25	0,42	0,40	4,99	8,75	190
fev/25	0,70	0,30	4,99	8,75	190

* 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	3,1	jan/24	2,2	2,2
	EUA (núcleo do CPI)	%12 meses	5,7	3,9	3,9	jan/24	2,5	2,2
Juros	Fed (teto da meta)	% a.a. (fim de período)	4,50	5,50	5,50	13/fev/24	4,00	2,50
	T-Note (10 anos)	% a.a. (fim de período)	3,62	4,01	4,31	13/fev/24	3,88	3,07
	BCE	% a.a. (fim de período)	2,27	4,50	4,50	13/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