

Cenário LCA

19 de março de 2024

Cenários

Cautela no relaxamento monetário é a tendência, lá fora e no Brasil

O BCE (banco central europeu) decidiu manter a taxa de juros inalterada em sua última reunião, em 7 de março, apesar de ter revisto para baixo de suas projeções tanto de crescimento do PIB como de inflação.

A presidente do banco sinalizou que o início de um ciclo de cortes de juros não deve ocorrer em abril. Mas a queda do custo do trabalho no trimestre final do ano passado reforça os sinais de debilidade da atividade econômica na região e corrobora a percepção de que os cortes poderão começar ainda no 2º trimestre.

Nos EUA, a resiliência da inflação (em particular de serviços) e da atividade econômica há tempos vêm alimentando uma atitude cautelosa do FED (o banco central norte-americano).

Essa cautela tende a ser reiterada por desdobramentos recentes, como a alta superior à esperada do índice de preços no atacado (PPI) em fevereiro e as incertezas no mercado de petróleo, que reforçaram a percepção de que a contribuição dos preços de bens para o recuo da inflação pode já ter se esgotado.

Esta percepção levou os mercados a reduzir um pouco mais a probabilidade de a redução de juros ser iniciada ainda no 2º trimestre, embora sua ocorrência até julho ainda seja vista como muito provável.

No Brasil, destaque para as surpresas positivas nos dados de mercado de trabalho e de atividade econômica relativos a janeiro, que abarcaram a indústria, os serviços e o comércio, culminando na terceira alta marginal consecutiva do IBC-Br.

A antecipação de pagamentos de precatórios e de benefícios previdenciários reforça as chances de que o aquecimento da atividade prossiga no primeiro semestre.

Avaliamos que o Copom, que se reúne nesta quarta-feira (20), incluirá tais sinais de aquecimento da atividade no seu balanço de riscos para a inflação (ao lado das dúvidas quanto às contas públicas e à economia internacional, e suas repercussões sobre os preços dos ativos brasileiros, sobretudo o câmbio).

Tendo em conta também a dimensão do corte de juros já efetivado, o Copom deverá adotar tom mais cauteloso em sua comunicação. Consideramos provável que ele vá optar por não mais sinalizar os passos que vislumbra dar em suas próximas reuniões – restringindo-se apenas à reunião seguinte.

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.

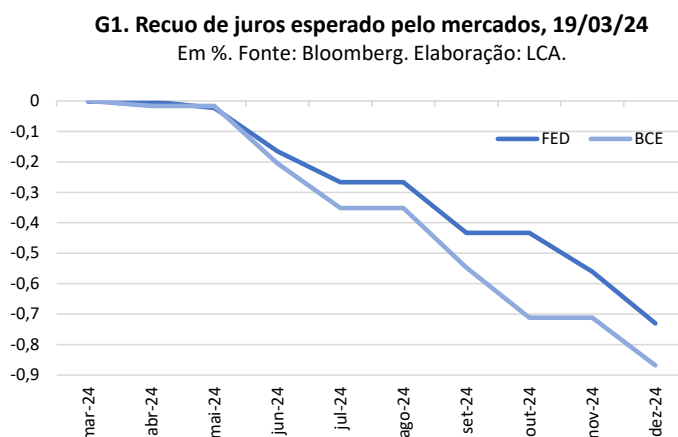
Rua Cardeal Arcoverde, nº 2450 | Conjunto 301 ao 309 | Bairro Pinheiros | CEP 05408-003 | São Paulo – SP | Tel + 55 11 3879-3760 | fax 3879-3737 | contato@lcaconsultores.com.br | www.lcaconsultores.com.br

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



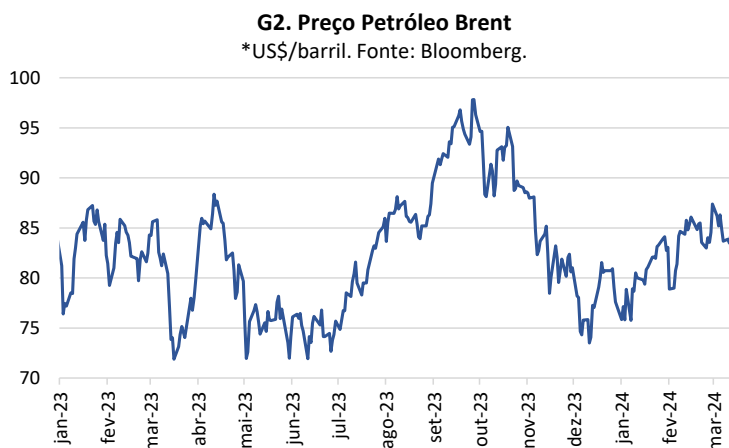
Política monetária ao redor do mundo é o foco das atenções nesta semana

Na Zona do Euro, o BCE (banco central europeu) decidiu manter a taxa de juros inalterada em sua última reunião, em 7 de março, apesar de ter revisto para baixo suas projeções tanto de crescimento do PIB como de inflação. De fato, a presidente do BCE, Christine Lagarde, ressaltou que o recuo da inflação em direção à meta trazia maior confiança, mas que será necessário recolher mais evidências e dados antes de avançar na flexibilização monetária. Ela foi além, sinalizando que o início de cortes de juros pode não ser tão iminente: apontou que haverá mais informação em abril, porém muito mais em junho. A queda nos custos do trabalho no quarto trimestre de 2023, divulgada recentemente, corrobora a percepção de que a queda de juros na Zona do Euro pode ocorrer ainda no segundo trimestre de 2024 (Gráfico 1).



Nos EUA, por outro lado, a resiliência da inflação (e da atividade econômica) continua a alimentar uma boa dose de cautela por parte do FED (banco central norte-americano), como ressaltamos em nosso [Cenário LCA](#) de 12 de março. Desde então, o avanço dos preços aos produtores nos EUA e do preço internacional do petróleo corroboraram essa percepção.

O Índice de Preços ao Produtor (PPI) subiu em fevereiro mais do que o mercado esperava. A alta deveu-se, em parte, aos preços mais elevados dos combustíveis, especialmente da gasolina. Entre as boas notícias do indicador, podemos ressaltar um avanço do núcleo do PPI compatível com as expectativas e em ritmo mais moderado que no mês anterior, bem como a desaceleração do grupo Serviços, sobretudo dos serviços de gestores de recursos, que ajudam a compor o PCE (deflator do consumo, indicador de inflação acompanhado pelo FED).



Também os preços do petróleo voltaram a subir na semana (Gráfico 2). A alta, ainda que modesta, reflete uma ligeira revisão para baixo da estimativa de estoques para o final do ano, em razão do maior crescimento norte-americano (e, portanto, da demanda), bem como as preocupações quanto à oferta, sobretudo de derivados, suscitadas por ataques ucranianos à infraestrutura russa de refino. A razão entre o preço dos derivados e o preço de barril de petróleo voltou a subir e deverá permanecer pressionada no curto prazo (Gráfico 3).

G3. Crack-spread*

Fonte: Bloomberg. Elaboração: LCA.

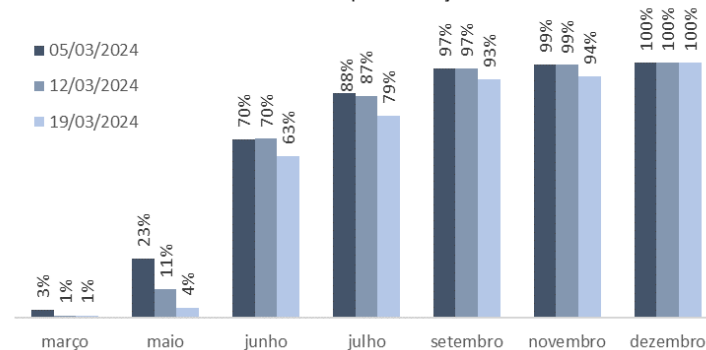


*Razão indica o número de barris de petróleo bruto refinado em barris de gasolina e óleo de aquecimento/diesel, usando preços à vista

Apesar de o PPI ter permanecido em patamar compatível com o que era usual antes da pandemia e da dimensão modesta da recente alta do petróleo, ambos tendem a reforçar a cautela do FED. São confirmações de que a maior parte da contribuição dos preços de bens para o processo de desinflação já ocorreu e relembram que a última milha para a convergência da inflação à meta deverá vir dos serviços. Esta percepção levou os mercados a reduzir um pouco mais a probabilidade de a redução de juros ser iniciada ainda no segundo trimestre do ano, embora sua ocorrência até julho seja dada ainda como muito provável (Gráfico 4). Avaliamos que as projeções do FED para atividade, inflação e taxa de juros, a serem divulgadas na quarta-feira, deverão corroborar esta visão de que a flexibilização monetária que se avizinha será conduzida de forma cautelosa.

G4. Probabilidade de ao menos um corte de 25bps da taxa básica de juros dos EUA (FFR) até a reunião

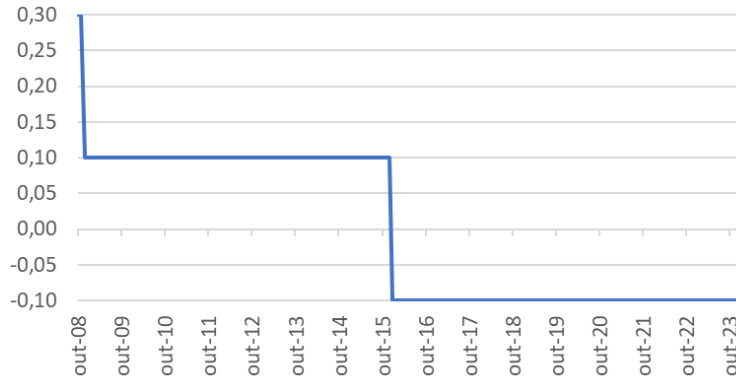
Fonte: CMEGroup. Elaboração: LCA.



Nesse quadro, dentre as autoridades monetárias das principais economias a do Japão tomou uma atitude contrastante – o que não chega a ser surpreendente, tendo em vista que a economia japonesa se debate há décadas com uma tendência à deflação. Depois de oito anos mantendo a sua taxa de juros básica em terreno negativo, em termos nominais – o que evidentemente é uma diretriz de política monetária “anormal”, justificada apenas por circunstâncias excepcionais (ainda que duradouras) –, o BoJ (o banco central japonês) elevou-a para o intervalo de 0 a 0,1% a.a. (Gráfico 5). Também encerrou o programa de controle da curva de juros, que previa um teto de 1,0% para o yield dos Bônus Soberanos do Japão (JGB) com prazo de 10 anos, e atuação contínua nos mercados privados de títulos e ações para garantir liquidez.

G5. Japão, Taxa básica de juros (limite inferior)

%. Fonte: Bloomberg. Elaboração: LCA.



O BoJ aproveitou, assim, o que pode ser uma das últimas janelas de oportunidade para trazer certa normalização à sua política monetária, pois numa conjuntura em que os bancos centrais dos demais países avançados discutem o momento de reduzir suas taxas de juros seria difícil, na contramão dos demais, restringir a política monetária. Apesar deste avanço na normalização, foi mantida a diretriz de buscar condições financeiras acomodáticas para garantir que a inflação se sustente no patamar de 2,0% - noutras palavras, não há novos aumentos da taxa básica de juros no horizonte. Além disso, o BOJ indicou que voltará a comprar JGBs, quando julgar necessário. Ou seja, o arsenal de instrumentos monetários anti-deflação não foi abandonado, os instrumentos que o compõem apenas estão sendo mobilizados com menor ênfase ou temporariamente postos de lado.

Aquecimento da atividade econômica reforça cautela do Copom

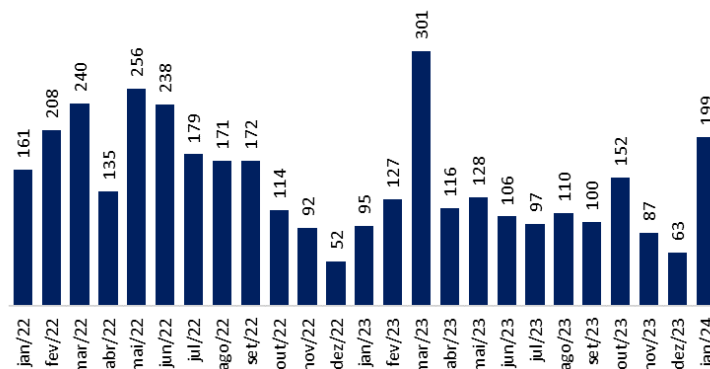
No Brasil, o Copom (Comitê de Política Monetária) também terá em mãos um conjunto de informações que sugere a adoção de um tom mais cauteloso em sua comunicação, conforme já havíamos alertado no [Cenário LCA](#) de 12 março.

No que tange à inflação, a resiliência dos serviços continua sendo uma das principais preocupações, reforçada pelos dados mais fortes relativos à evolução do mercado de trabalho e da atividade econômica no mês de janeiro.

De fato, o mercado de trabalho formal mostrou aceleração da criação líquida de vagas em termos dessazonalizados (Gráfico 6). Este dado é sabidamente sujeito a volatilidade mensal, mas mesmo métricas que buscam minimizar este problema, como a média móvel de três meses, sugerem que houve aceleração do mercado de trabalho no início do ano. O aquecimento do mercado de trabalho também é indicado pela i) proporção recorde de desligamentos a pedido em relação ao total de desligamentos; e ii) alta do salário médio real de admissão, tanto na margem (4%) quanto na comparação interanual (1,40%).

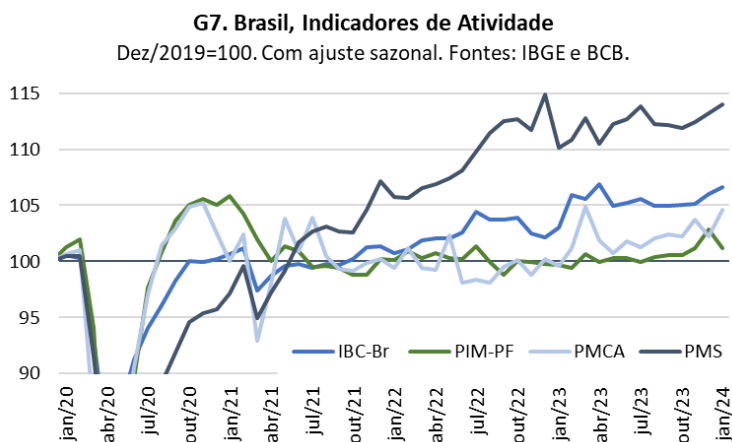
G6. Brasil, saldo líquido de vagas

Em mil vagas, dessaz. Fonte: MTE. Elaboração: LCA



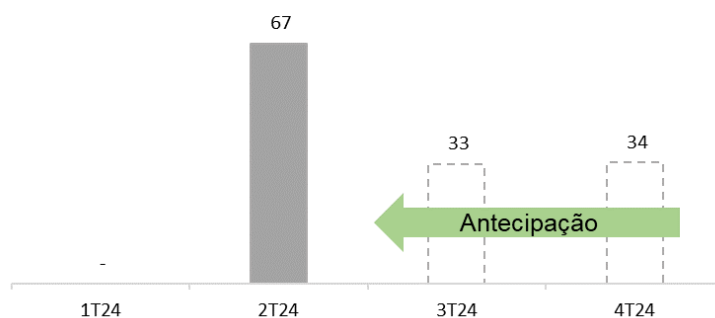
Também as pesquisas mensais do IBGE – relativas ao desempenho da indústria, do varejo e dos serviços – trouxeram resultados surpreendentemente positivos em suas leituras relativas a janeiro, contribuindo para que o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) registrasse no mês, a despeito da contribuição negativa da agropecuária,

sua terceira alta consecutiva na comparação, feito o ajuste sazonal, com o mês imediatamente anterior (Gráfico 7). Vale notar que a surpresa positiva na pesquisa de serviços teve um componente provavelmente pontual: observou-se forte alta dos serviços técnico-profissionais, movimento que parece bastante associado ao aumento das receitas de escritórios de advocacia que intermediaram o elevado pagamento de precatórios pelo governo federal no mês. É razoável supor que esse movimento poderá não revelar a mesma intensidade nos próximos meses.

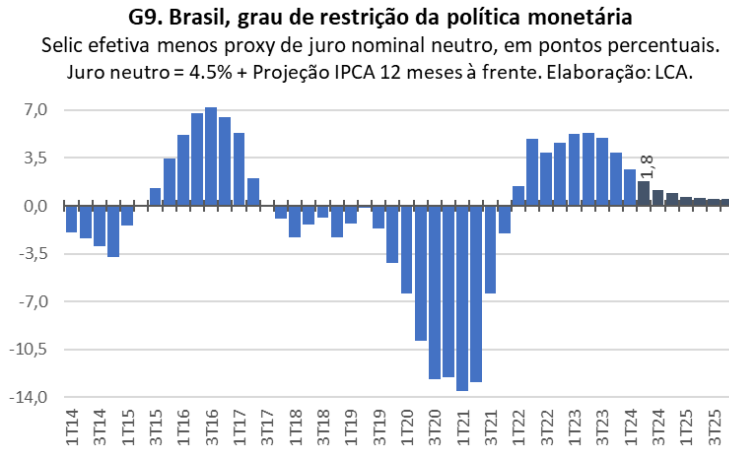


Aliás, há que se observar o calendário dos pagamentos de precatórios e benefícios previdenciários. Além da liberação dos R\$ 90 bilhões em precatórios extra no início no ano, o governo decidiu antecipar o pagamento de R\$ 30 bilhões dos precatórios previstos para o primeiro trimestre do ano. Embora não haja uma sazonalidade clara destes pagamentos ao longo do ano, na última década observou-se uma maior concentração em meados e no final de cada ano. Também houve alteração na sazonalidade dos pagamentos do 13º dos benefícios previdenciários, que desde 2020 passaram a ser realizados em meados do ano (Gráfico 8). Estas antecipações devem reforçar o estímulo à atividade neste primeiro semestre.

**G8. Projeção de pagamentos 13º benefício do RGPS
(antecipação do 2º semestre para o 1º semestre)**
Em R\$ bilhões. Elaboração: LCA.



Embora avaliemos que há motivos (associados sobretudo às sucessivas revisões para baixo das previsões para a safra de grãos) para mantermos inalterada nossa projeção de crescimento de 1,5% do PIB em 2024 – conforme discutimos na [Análise LCA](#) de 1º de março e no [Cenário LCA](#) de 05 de março –, entendemos que o Banco Central incluirá tais sinais de aquecimento da atividade econômica no seu balanço de riscos para a inflação. As dúvidas quanto às contas públicas e à economia internacional, bem como suas repercussões sobre os preços dos ativos brasileiros, sobretudo o câmbio, deverão continuar presentes neste balanço. Além destes fatores, justificam a expectativa de que o Copom vá mostrar maior cautela em sua comunicação prospectiva a extensão do ajuste já realizado e a aproximação da taxa de juros neutra (Gráfico 9). Consideramos provável, especificamente, que o colegiado vá optar nesta reunião por não mais sinalizar claramente os passos que vislumbra dar em suas próximas reuniões – restringindo-se apenas à reunião seguinte.



Fique de olho

Nesta superquarta (20) conheceremos as decisões de política monetária do FOMC (comitê de política monetária do banco central norte-americano) e do Copom. Em ambos os casos, os próximos passos serão o principal ponto de atenção do mercado, já que existe virtual consenso quanto a quais serão as decisões relativas ao nível da taxa de juros básica (manutenção da FED Funds Rate, nos EUA, e redução da Selic de 50 bps, no Brasil). Na quinta-feira (21) será a vez do BoE (banco central inglês) deliberar; também espera-se que ele vá manter a sua taxa básica inalterada. No Brasil, alvo de intenso escrutínio será a divulgação, pelo Ministério da Fazenda, do Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias, na sexta-feira (22). É possível que em paralelo seja anunciado um contingenciamento de gastos federais. Por fim, teremos a divulgação do IPCA-15 – ver **Na agenda** – na terça (26), mesmo dia em que será divulgada a Ata do Copom.

Na Agenda

Inflação

Na próxima terça-feira, dia 26/03, o IBGE divulgará o **IPCA-15 de março**. Projetamos alta de **+0,43%**, bem abaixo da registrada por esta parcial em fevereiro (+0,78%).

Esperamos que o grupo *Alimentação e bebidas* passe de +0,97% em fevereiro para +0,69% em março, em boa medida pelas quedas de *Farinhas, féculas e massas, Batata-inglesa, Carnes, Óleos e gorduras e Enlatados e conservas*.

Projetamos que *Artigos de residência* passará de +0,45% em fevereiro para -0,01% em março, pelas quedas de *Utensílios e enfeites, Cama, mesa e banho* e de *Aparelhos eletroeletrônicos*.

Saúde e cuidados pessoais, avaliamos, passará de +0,76% em fevereiro para +0,56% em março, em boa medida pela desaceleração de *Serviços de saúde* e de *Higiene pessoal*.

Antecipamos que *Despesas pessoais* irá de +0,46% em fevereiro para +0,21% em março, destacadamente pela desaceleração de *Serviços pessoais*, bem como pela queda projetada para *Recreação*.

Destaque para a sazonalidade de *Educação*, que, passada a pressão de fevereiro (+5,07%), registrará taxa muito menor em março (+0,12%), sobretudo por conta de *Cursos regulares* e *Cursos diversos*.

Por fim, projetamos que *Comunicação* passará de +1,67% em fevereiro para +0,80% em março, na esteira do alívio parcial em *Plano de telefonia móvel* e em *Combo de telefonia, internet e tv por assinatura*.

Projeções

Projeções anuais - Brasil

Indicador	Unidade	2022	2023	Última observação		Projeções	
						2024	2025
PIB (preços de mercado)	US\$ bilhões correntes (4 trimestres)	1.952	2.174	2.173	4T23	2.326	2.467
PIB (preços de mercado)	R\$ bilhões correntes (4 trimestres)	10.080	10.856	10.856	4T23	11.582	12.351
PIB per capita (pm)	US\$ correntes (4 trimestres)	9.088	10.063	-	-	10.712	11.299
PIB per capita (pm)	R\$ correntes (4 trimestres)	46.937	50.260	-	-	53.326	56.570
PIB (preços de mercado)	% em 4 trimestres	3,0	2,9	2,9	4T23	1,5	1,9
Agropecuária	% em 4 trimestres	-1,1	15,1	15,1	4T23	-0,8	3,0
Indústria	% em 4 trimestres	1,5	1,6	1,6	4T23	2,3	1,9
Serviços	% em 4 trimestres	4,3	2,4	2,4	4T23	1,4	1,7
Consumo das famílias	% em 4 trimestres	4,1	3,1	3,1	4T23	1,6	1,6
Consumo do governo	% em 4 trimestres	2,1	1,7	1,7	4T23	0,9	1,1
FBCF	% em 4 trimestres	1,1	-3,0	-3,0	4T23	0,0	2,1
Exportações BSNF	% em 4 trimestres	5,7	9,1	9,1	4T23	4,2	5,0
Importações BSNF	% em 4 trimestres	1,0	-1,2	-1,2	4T23	2,2	1,5
Taxa de investimento (FBCF/PIB)	% do PIB, em 4 trimestres	17,8	16,5	16,5	4T23	16,0	15,7
Produção industrial (PIM-PF)	% em 12 meses	-0,7	0,2	0,4	jan/24	2,5	2,1
Comércio varejista restrito (PMC)	% em 12 meses, volume	1,0	1,6	1,8	jan/24	2,6	3,0
Taxa de desemprego (PNAD C.)	% da FT, média em 12 meses	9,3	8,0	7,9	jan/24	7,7	6,9
CAGED	Saldo líquido, milhares de postos em 12 meses	2.011	1.478	1.575	jan/24	1.218	783
Salário-mínimo	R\$ correntes, final de período	1.212	1.320	1.412	fev/24	1.412	1.499
NUCI (FGV)	% - média do período (12 meses)	80,7	80,3	80,7	fev/24	80,6	80,5
IPCA	% em 12 meses	5,8	4,6	4,5	fev/24	3,9	3,8
IGP-M	% em 12 meses	5,5	-3,2	-3,8	fev/24	1,7	3,8
IPC-FIPE	% em 12 meses	7,3	3,2	3,0	fev/24	3,4	3,6
R\$/US\$	final de período	5,22	4,90	5,01	18/mar/24	5,00	5,03
R\$/US\$	média do período	5,16	4,99	4,96	fev/24	4,98	5,01
Juros nominais (Selic)	% a.a. - final de período	13,75	11,75	11,25	18/mar/24	9,00	8,50
Juros nominais (Selic)	% a.a. - média do período (12 meses)	12,63	13,25	12,83	fev/24	10,08	8,54
Juros reais ex-ante (Swap 360)	% a.a. - média do período (12 meses)	7,42	6,96	6,71	fev/24	5,32	5,08
TJLP	% a.a. - final de período	7,20	6,55	6,53	fev/24	6,41	6,46
Risco-Brasil (Embi+)	pontos-base - final de período	259	194	204	18/mar/24	196	183
Risco-Brasil (Embi+)	pontos-base - média	304	228	210	fev/24	201	190
Ibovespa	pontos, final de período	109.735	134.185	126.954	18/mar/24	135.038	139.419
Conta corrente (BPM6)	US\$ bi (12 meses)	-48,3	-28,6	-24,7	jan/24	-29,4	-49,7
Conta corrente (BPM6)	% do PIB (12 meses)	-2,5	-1,3	-1,1	jan/24	-1,3	-2,0
Balança comercial (MDIC)	US\$ bi (12 meses)	61,6	98,6	106,0	fev/24	88,7	70,0
Exportações	US\$ bi (12 meses)	334,2	339,4	347,2	fev/24	335,2	330,0
Importações	US\$ bi (12 meses)	272,6	240,8	241,2	fev/24	246,6	260,0
Investimento direto (BPM6)	US\$ bi (12 meses)	74,6	62,0	64,2	jan/24	93,7	96,0
Reservas internacionais	US\$ bi - final de período	324,7	355,0	353,5	15/mar/24	363,5	372,2
Dívida externa	US\$ bilhões	319,6	339,2	339,2	dez/23	347,0	354,5
Resultado primário	% PIB (12 meses)	1,2	-2,3	-2,2	jan/24	-0,7	-0,3
Déficit Nominal	% PIB (12 meses)	4,6	8,9	9,1	jan/24	7,2	6,3
Dívida Bruta do Governo Geral	% PIB (12 meses)	71,7	74,3	75,0	jan/24	78,9	80,9

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)
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	201
fev/24	0,83	-0,52	4,96	11,25	210
mar/24	0,21	-0,27	4,98	10,75	205
abr/24	0,26	0,14	4,97	10,75	203
mai/24	0,26	0,07	4,97	10,25	203
jun/24	0,14	0,16	4,98	10,00	203
jul/24	0,13	0,27	4,99	9,75	198
ago/24	0,19	0,24	4,99	9,75	198
set/24	0,20	0,25	4,99	9,50	198
out/24	0,34	0,48	5,00	9,50	196
nov/24	0,29	0,50	5,00	9,25	196
dez/24	0,50	0,35	5,00	9,00	196
jan/25	0,43	0,30	4,99	8,75	195
fev/25	0,68	0,08	4,99	8,75	195
mar/25	0,40	0,20	4,99	8,50	195

* 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	2,0	1,5
	Japão	% 4 trimestres	0,9	1,9	1,9	4T23	0,4	1,0
	EuroZona	% 4 trimestres	4,3	0,8	0,9	4T23	0,5	1,2
	China	% 4 trimestres	2,9	5,2	5,2	4T23	4,2	4,0
	Argentina	% 4 trimestres	5,0	-0,9	-0,5	3T23	-2,6	1,0
Inflação	EUA (CPI)	%12 meses	6,4	3,3	3,2	fev/24	2,3	2,2
	EUA (núcleo do CPI)	%12 meses	5,7	3,9	3,8	fev/24	2,7	2,2
Juros	Fed (teto da meta)	% a.a. (fim de período)	4,50	5,50	5,50	18/mar/24	4,75	3,25
	T-Note (10 anos)	% a.a. (fim de período)	3,62	4,02	4,34	18/mar/24	4,42	3,31
	BCE	% a.a. (fim de período)	2,27	4,50	4,50	18/mar/24	2,50	2,25
Commodities	Petróleo (WTI)	US\$ - média 12 meses	94,3	77,6	77,2	fev/24	76,9	75,1
	CRB Spot	Índice - média 12 meses	593	546	540	fev/24	523	530