

MUNDO APRESENTA O MENOR CRESCIMENTO EM 7 ANOS

Diante do baixo crescimento dos emergentes e da surpresa negativa advinda dos Estados Unidos, o mundo cresceu no ritmo mais lento dos últimos sete anos.

Segundo as estimativas mais recentes do Fundo Monetário Internacional (FMI), o PIB global deverá expandir 3,1% em 2016. Essa é a taxa mais baixa desde 2009 (-0,1%), ano em que foram sentidos os efeitos da crise financeira internacional. Entre os países com alto grau de desenvolvimento, dois foram os destaques principais: (1) desaceleração mais intensa do que o esperado da economia americana e (2) necessidade premente de políticas monetárias acomodatórias para dar suporte ao crescimento econômico e elevar a inflação. O cenário composto por taxas de juros negativas e vultosas injeções de liquidez é cada vez mais comum para esse conjunto de nações.

Já os países emergentes continuaram apresentando severas dificuldades para crescer em função de seus desequilíbrios macroeconômicos. As dúvidas com relação à magnitude da desaceleração chinesa permaneceram, o que gerou pânico nas bolsas de valores internacionais, sobretudo no início do ano. Rússia e, principalmente, Brasil seguiram como principais destaques negativos, enquanto a Argentina entrou mais uma vez em recessão, diante da tentativa do governo Macri em recolocar a economia nos trilhos. A exceção positiva ficou por conta da Índia.

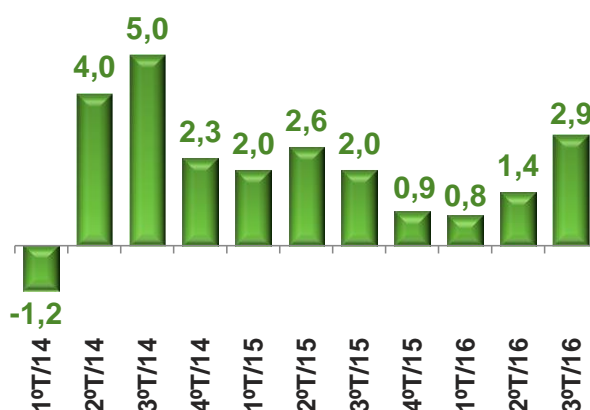
As perspectivas para o ano que vem indicam para uma leve aceleração do PIB global em relação a 2016. Entretanto, isso se deve muito mais ao efeito estatístico, oriundo da saída da recessão de importantes países emergentes, do que à melhora nos fundamentos. Com relação aos desenvolvidos, há incertezas referentes à magnitude de uma eventual desaceleração causada pelo início dos trâmites referentes à saída do Reino Unido da União Europeia (*Brexit*).

Estados Unidos

O FMI prevera, em outubro de 2015, que o PIB americano cresceria ao norte de 2,8% em 2016. Em abril desse ano, a expectativa da organização reduziu-se para 2,4%, enquanto as estimativas mais recentes, datadas de outubro, dão conta de que a expansão será de apenas 1,6%. Caso isso se confirme, será a menor taxa desde 2009 (-2,8%), ano marcado pela turbulência gerada pela crise financeira internacional. As sistemáticas revisões para baixo foram causadas pela fraqueza do nível de atividade ao longo do primeiro semestre, conforme o gráfico abaixo.

Gráfico 1.1. Crescimento do PIB dos Estados Unidos

(Var. % contra trimestre imediatamente anterior – com ajuste sazonal – taxa anualizada)

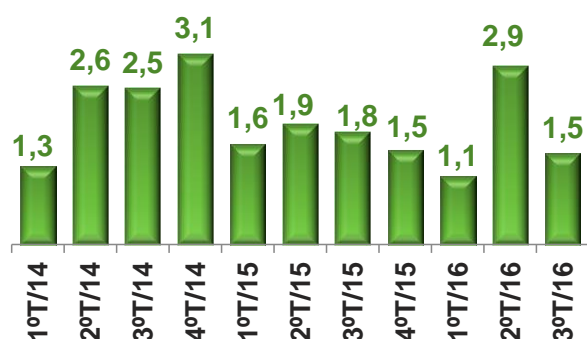


Fonte: BEA. Elaboração: FIERGS/UEE.

Na análise do PIB pela ótica da demanda, o consumo das famílias teve desempenho satisfatório, em linha com a normalização das condições do mercado de trabalho. A taxa de desemprego, por exemplo, alcançou 4,9% em outubro, dentro do que o Banco Central americano considera como a “taxa natural”, ou seja, aquela que não gera pressões – inflacionárias ou desinflacionárias – sobre o nível de preços. Além disso, considerando a média móvel em 12 meses, o número de geração de empregos permanece acima de 200 mil há dois anos e meio, nível suficiente para impedir aumento do desemprego. Por sua vez, as cotações ainda baixas do petróleo e do gás natural têm ajudado a manter os preços dos combustíveis relativamente baratos, com efeitos benéficos sobre a renda disponível das famílias. Os salários nominais, outro importante indicador do mercado de trabalho, seguiram crescendo em 2016 e aumentaram 2,47% na variação acumulada em 12 meses até outubro, a taxa mais alta desde setembro de 2010 (2,48%). É importante lembrar, no entanto, que esses valores ainda estão bem abaixo em comparação aos das décadas anteriores.

Gráfico 1.2. Contribuição do consumo das famílias para o PIB dos EUA

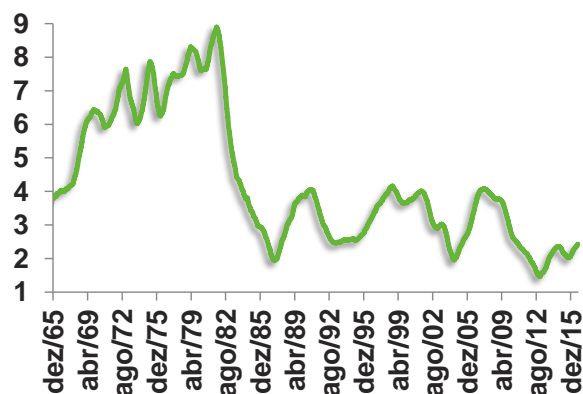
(Em p.p. contra trimestre imediatamente anterior – com ajuste sazonal – taxa anualizada)



Fonte: BEA. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 1.3. Salários nominais na iniciativa privada dos EUA

(Var. % acum. em 12 meses)



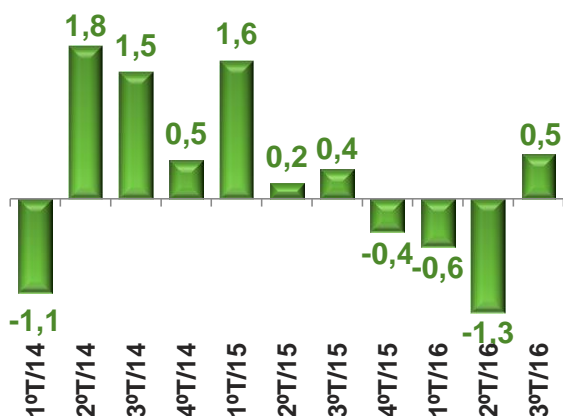
Fonte: BLS. Elaboração: FIERGS/UEE.

O crescimento relativamente lento da remuneração do fator trabalho dentro de uma perspectiva histórica chama a atenção, ainda mais inserido no atual contexto de baixa taxa de desemprego. Uma das pistas capazes de ajudar a explicar este “paradoxo” diz respeito à pequena taxa de participação da população na força de trabalho, que não conseguiu recuperar os patamares do pré-crise de 2007/2008. O nível atual (62,8%) é semelhante ao verificado em 1977, ou seja, a proporção de pessoas não economicamente ativas (PNEA), que estão em idade ativa, mas optam por permanecer fora do mercado de trabalho, é muito alta. Esse é um indicativo de um problema estrutural, relacionado à diminuta capacidade de atrair a oferta de mão de obra para participar do processo de produção de bens e serviços, mas que ainda carece de melhores investigações.

Já a tendência da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) é declinante desde meados de 2015. Isso pode ser atribuído à queda significativa dos investimentos em poços de petróleo e mineração. Os dados mostram que a dinâmica desses setores é bastante atrelada à cotação do petróleo, ou seja, esses segmentos são “preço-respondentes”. Entretanto, houve uma reversão do resultado no terceiro trimestre, e a FBCF contribuiu 0,5 p.p. para o crescimento do PIB (valor mais alto desde o primeiro trimestre de 2015). Isso está em linha com a recuperação do preço do petróleo no mercado global ao longo de 2016.

Gráfico 1.4. Contribuição da formação bruta do capital fixo ao PIB dos EUA

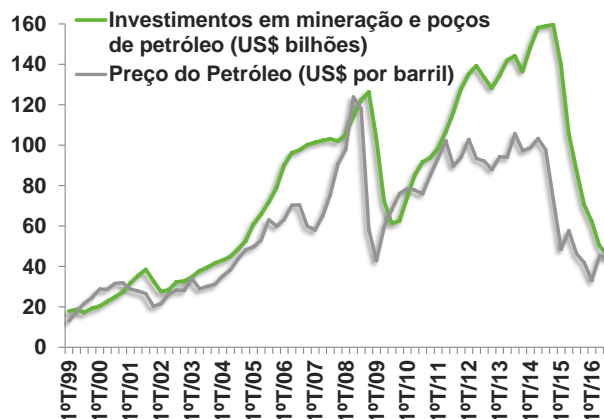
(Em p.p. contra trimestre imediatamente anterior – com ajuste sazonal – taxa anualizada)



Fonte: BEA. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 1.5. Investimentos em poços de petróleo/mineração e preço do petróleo – EUA

(Em US\$ bilhões anualizados e US\$ por barril)

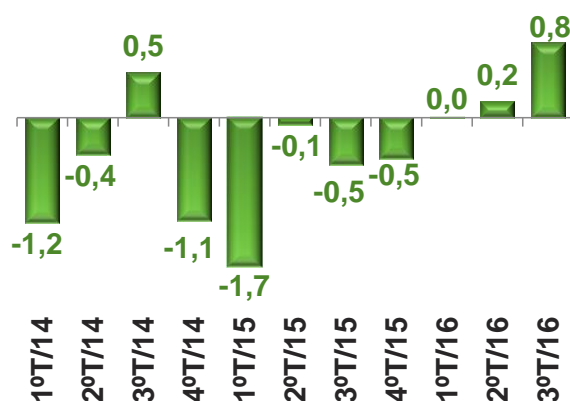


Fonte: BEA. EIA. Elaboração: FIERGS/UEE.

A influência dos gastos do governo para o crescimento tem sido bastante pequena, em função das restrições fiscais existentes desde a eclosão da crise financeira de 2007/2008. Na separação por esferas, os governos locais (estaduais e municipais) são responsáveis por gerar contribuição positiva, enquanto no âmbito federal, os valores são negativos. Por sua vez, o setor externo tem “roubado” parte do crescimento dos EUA desde meados de 2014, o que coincide com o processo de fortalecimento global do Dólar em relação às demais moedas. Logo, há um incentivo para as importações, que entram com sinal negativo para fins de apuração do resultado das contas nacionais, e um desincentivo para as exportações.

Gráfico 1.6. Contribuição do setor externo ao PIB dos Estados Unidos

(Em p.p. contra trimestre imediatamente anterior – com ajuste sazonal – taxa anualizada)



Fonte: BEA. Elaboração: FIERGS/UEE.

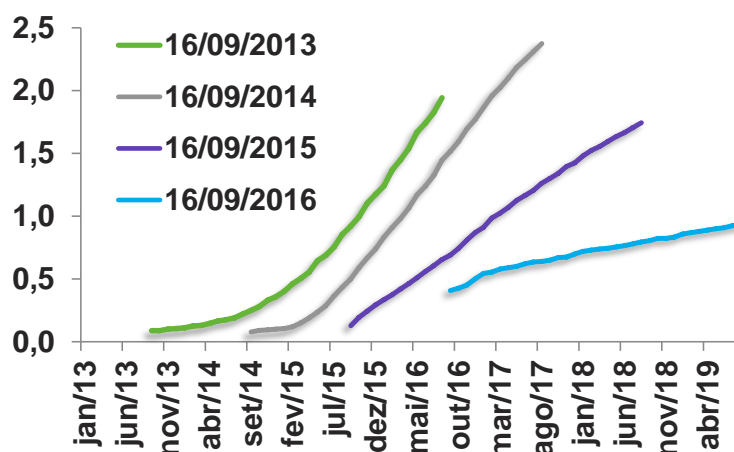
Já o crescimento de 2,9% do PIB entre julho e setembro de 2016, valor mais alto desde o terceiro trimestre de 2014, foi beneficiado por dois fatores cujas magnitudes não são recorrentes. Em primeiro lugar, houve um acúmulo significativo de estoques por parte do setor privado (contribuição de 0,6 p.p. para o PIB), o que puxou a formação bruta de capital fixo para cima. É importante lembrar que a economia americana, desde meados de 2015, vinha em um processo considerável de redução da produção acumulada e não vendida. Tal fato, ainda que reduza o PIB no período apurado, favorece o aumento da produção nos trimestres subsequentes. Em segundo lugar, o setor externo (contribuição de 0,8 p.p.) expandiu em função do ótimo resultado das exportações de soja.

Ao longo das sete reuniões consecutivas realizadas em 2016, o *Federal Reserve* manteve a taxa de juros de curto prazo (*Fed Funds*) entre 0,25% e 0,5% ao ano. Conforme a ata mais recente do FOMC, o comitê espera sinais mais claros de que a economia está, de fato, desempenhando bem para dar prosseguimento ao ciclo de aperto monetário, iniciado em dezembro de 2015 após sete anos sem alteração na taxa. Além disso, o comunicado deixou claro que as principais medidas de inflação (índice cheio e os núcleos que desconsideram itens mais voláteis, como a alimentos e energia, bem como as expectativas) permanecem abaixo da meta de 2% a.a.. Ou seja, os estímulos, na avaliação do colegiado, seguem adequados para buscar os dois objetivos de política: pleno emprego e estabilização do crescimento do nível de preços. É importante lembrar que dois dos dez membros do colegiado votaram a favor de aumento dos juros na última reunião, realizada no início de novembro. Por sinal, os debates envolvendo a política monetária nos EUA têm sido pautados pela necessidade de estabilizar a economia *vis à vis* as distorções geradas pelo excesso de flexibilização, sobretudo nos preços dos ativos.

O ritmo de aumento da taxa de juros da economia americana tem sido bem mais lento em relação ao antecipado pelo mercado, conforme o gráfico abaixo. Em setembro de 2013, por exemplo, os agentes previam que as *fed funds* convergiriam, nos três anos subsequentes, para 2,0% a.a., algo bem distante do que se confirmou na prática. Atualmente, a expectativa com relação à trajetória de aperto da política monetária é bastante suave, de tal modo que os juros esperados para meados de 2019 ainda não alcançam 1,0% a.a..

Gráfico 1.7. Taxa de juros dos Estados Unidos esperada pelo mercado

(Em % a.a.)



Fonte: FMI. Elaboração: FIERGS/UEE.

A manutenção dos juros em patamares historicamente baixos é um indício das dificuldades estruturais relativas à geração de crescimento sustentado nos Estados Unidos. Diante desses entraves, a economia necessita de um suporte acomodatório oriundo da política monetária. Isso tem consequências na precificação dos ativos americanos e dos demais locais do mundo: como os juros mantêm-se baixos, os investidores tendem a buscar retornos mais altos em outros locais do mundo, o que leva a sobrevalorização das taxas de câmbio. Destaca-se também que, quanto mais lento é o processo de subida dos juros dos EUA, menor é a margem de manobra para adoção de novas medidas em caso de uma nova crise.

As eleições presidenciais, realizadas em novembro, foram marcadas pela expressiva vitória do Partido Republicano, que elegeu Donald Trump como presidente. Além disso, o GOP assegurou o controle da Câmara e do Senado até 2018, quando parte do parlamento será novamente renovado. A maior parte das pesquisas apontava a candidata do Partido Democrata, Hillary Clinton, como favorita, mas isso não se confirmou.

Trump elegeu-se endossando um discurso de protecionismo e nacionalismo, ao defender a revisão dos acordos comerciais, a taxação de empresas que optem por deixar os Estados Unidos e dos produtos importados da China, bem como a deportação de milhões de imigrantes ilegais. Além disso, defende um plano trilionário de expansão dos gastos em infraestrutura. Todos esses fatores, somados à imprevisibilidade de Trump, adicionaram grande volatilidade aos mercados financeiros dos Estados Unidos e de todo o mundo ao longo das últimas semanas de 2016.

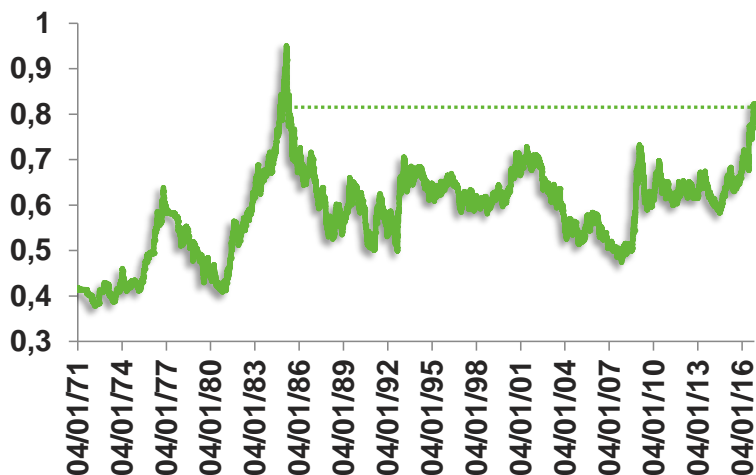
União Europeia

O grande destaque do ano ficou por conta do resultado do referendo (52% contra 48%) que sacramentou a saída do Reino Unido da União Europeia, em votação realizada no dia 23 de junho. Politicamente, o *Brexit*, como ficou conhecido, acarretou no pedido de demissão de David Cameron, ex-primeiro-ministro que defendia a permanência no bloco, e sua substituição por Theresa May. Também gerou um imbróglio do ponto de vista jurídico: a Alta Corte da Inglaterra determinou que, para dar sequência ao processo, o governo britânico necessita de aprovação parlamentar. Entretanto, o governo já recorreu da decisão, que deve ser julgada nos primeiros dias de dezembro.

Do ponto de vista econômico, a Libra Esterlina atingiu o menor valor dos últimos 32 anos após a divulgação do resultado oficial, conforme o gráfico abaixo. É importante lembrar que o nível mais desvalorizado da moeda tende a servir como um contrapeso, diante dos sinais de desaquecimento da atividade econômica, uma vez que auxilia na retomada através do setor externo.

Gráfico 1.8. Taxa de câmbio do Reino Unido

(Em £/US\$)



Fonte: FED's Board of Governors. Elaboração: FIERGS/UEE.

O Banco Central da Inglaterra (*BoE*) reduziu a taxa básica de juros de 0,5% a.a. para 0,25% a.a., o nível mais baixo de toda a história da autoridade monetária. Foi a primeiro corte desde 2009. Além disso, como forma de contrabalançar a desaceleração prevista no nível de atividade, anunciou a expansão do programa de *Quantitative Easing* em £ 60 bilhões, totalizando agora £ 435 bilhões, e elevou as compras de títulos corporativos, com o intuito de melhorar os balanços dessas empresas.

O *Brexit* também atuou para derrubar as taxas de juros em todo mundo. Os retornos dos títulos da dívida dos Estados Unidos, da Alemanha e do próprio Reino Unido caíram de forma expressiva, como resultado de um movimento de aumento da aversão ao risco: em momentos de turbulência, esses ativos são vistos como um porto seguro. Na medida em que são mais demandados, seus preços acabam aumentando, o que leva à queda dos juros.

É importante lembrar que não houve nenhum impacto econômico mais significativo sobre o bloco em 2016 porque, até o fechamento deste balanço, o Reino Unido não havia notificado o Conselho Europeu de sua decisão. Quando isso ocorrer, a cláusula 50 do Tratado de Lisboa será acionada, e os trâmites para a saída do membro poderão levar até 2 anos, prorrogáveis mediante anuência de todos os 28 países membros.

Além do *Brexit*, outro fato relevante envolveu a Alemanha: em setembro, a justiça dos Estados Unidos determinou uma multa de US\$ 14 bilhões ao *Deutsche Bank* pela criação de produtos financeiros provenientes de créditos hipotecários insolventes, que contribuíram para a crise financeira de 2007/2008. Com isso, as ações do maior banco do país negociadas na Bolsa de Nova York atingiram o menor valor da história. Nas semanas subsequentes houve alguma recuperação, diante de notícias que afirmam que o valor a ser pago pela instituição financeira em acordo pode ser mais baixo: algo em torno de US\$ 5 bilhões.

Já o PIB da Zona do Euro, grupo de 18 nações que adotam o Euro como moeda, deverá encerrar o ano de 2016 crescendo 1,7%, de acordo com as últimas previsões da Comissão Europeia. De uma maneira geral, o nível de atividade segue beneficiado pelos preços do petróleo

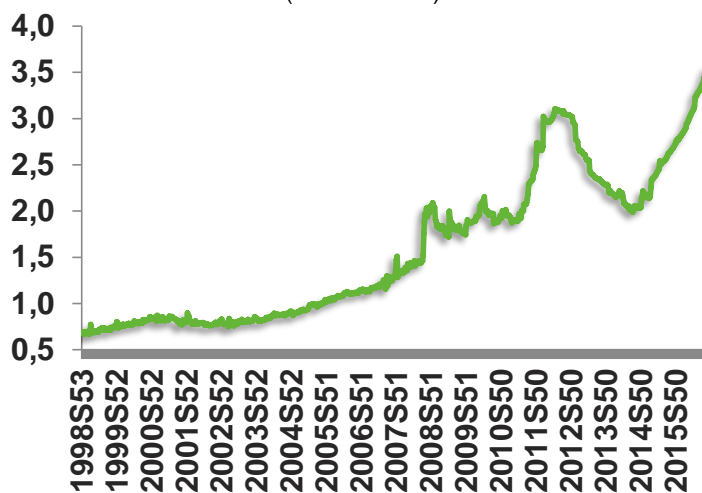
relativamente baixos (o grupo é importador líquido dessa *commodity*, o que gera ganhos do ponto de vista econômico) e pelo expansionismo da política monetária. Por sinal, em março, o Banco Central Europeu (BCE) reduziu as taxas de juros das operações de refinanciamento (de 0,05% para 0% a.a.), as taxas de empréstimo (de 0,30% para 0,25% a.a.) e a taxa de depósito (de -0,3% para -0,4% a.a.). Além dessas, outras medidas não convencionais foram determinadas pela autoridade monetária:

(1) Expansão (de € 60 bilhões para € 80 bilhões mensais) e a extensão (de setembro de 2016 até, pelo menos, março de 2017) do programa de *Quantitative Easing*.

(2) Novas séries do programa de refinanciamento de longo prazo direcionado (TLTRO II, na sigla em inglês), com prazo de quatro anos, visando prover *funding* para as instituições financeiras a um custo extremamente baixo, para que essas estimulem as operações de concessão de crédito.

Em relação ao primeiro ponto, o nível de estímulo, medido pelo tamanho do Balanço do Banco Central Europeu, já ultrapassou o pico alcançado em 2012, ao atingir € 3,5 trilhões no final de outubro. Isso denota uma postura mais agressiva por parte da autoridade monetária na perseguição de sua meta: inflação em 2,0% a.a..

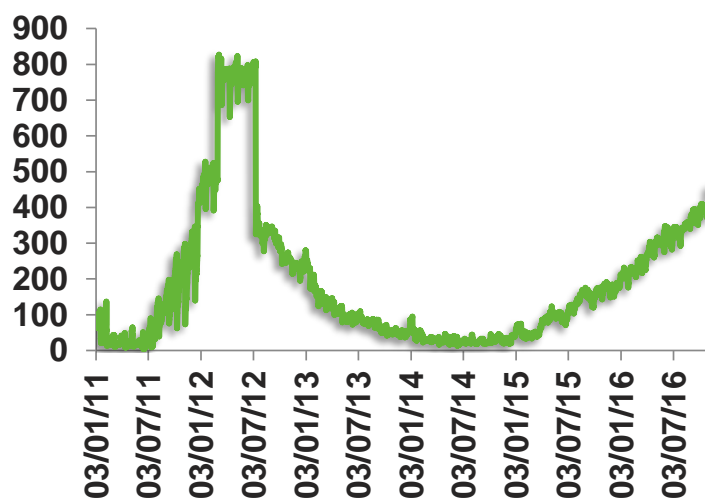
Gráfico 1.9. Balanço do Banco Central da Zona do Euro
(Em € trilhões)



Fonte: Banco Central Europeu. Elaboração: FIERGS/UEE.

Com relação ao segundo ponto, o objetivo é corrigir as disfuncionalidades do mercado bancário e de crédito. Vale notar que o aporte de recursos das instituições financeiras junto ao BCE atingiu o maior nível desde 2012, conforme o gráfico abaixo. É possível interpretar essa estatística como uma medida da incerteza percebida em relação ao ambiente econômico: quanto maior o montante depositado, mais os bancos preferem reter os recursos (mesmo recebendo uma taxa de juros negativa por isso) a emprestar ao público, em função de um eventual risco de calote.

Gráfico 1.10. Recursos depositados pelas instituições financeiras junto ao BCE
(Em € bilhões)

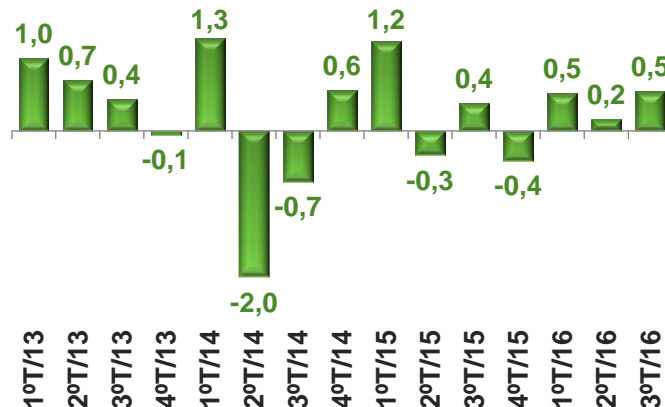


Fonte: Banco Central Europeu. Elaboração: FIERGS/UEE.

Japão

A economia japonesa teve um ano razoável em 2016, com três trimestres consecutivos de crescimento na série com ajustamento sazonal, conforme o gráfico abaixo. De acordo com o órgão de estatísticas oficial, a última vez que isso ocorreu foi em 2013. Com isso, o PIB do país deverá avançar 0,5% na comparação com 2015, devolvendo a queda registrada no ano passado (-0,5% ante 2014).

Gráfico 1.11. Crescimento do PIB do Japão
(Var. % contra trimestre imediatamente anterior – com ajuste sazonal)

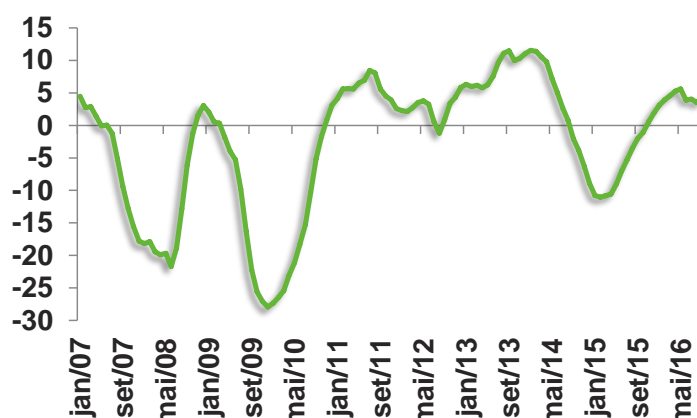


Fonte: Cabinet Office of Japan. Elaboração: FIERGS/UEE.

A abertura dos dados do PIB pela ótica da demanda mostra que os investimentos foram o principal destaque, sobretudo os relacionados à construção de residências. O dado referente ao número de novas casas alcançou a taxa mais alta na variação acumulada em 12 meses desde meados de 2014, de acordo com o gráfico abaixo. Isso pode ser explicado pelos níveis historicamente baixos das taxas de juros das hipotecas e também pelo aumento do imposto sobre herança desde janeiro de 2015.

Gráfico 1.12. Número de novas casas construídas no Japão

(Var. % acum. em 12 meses)



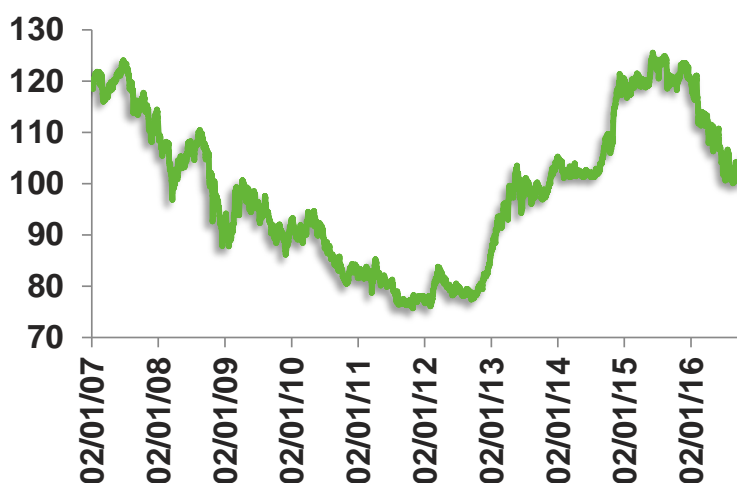
Fonte: Ministério da Terra, Infraestrutura, Transporte e Turismo do Japão. Elaboração: FIERGS/UEE.

O consumo das famílias teve resultados positivos ao longo de todos os três trimestres de 2016. No entanto, o avanço entre abril e setembro foi apenas marginal. Vale ressaltar que a inflação muito baixa do Japão, que gravita próxima a zero apesar de todos os programas expansionistas de ordem fiscal e monetária, atua para postergar a aquisição de bens e de serviços por parte da população. Nesses casos, os agentes esperam que preços menores sejam praticados no futuro, o que significaria um aumento da renda disponível.

Ao longo de 2016, o Iene, visto como um porto seguro para os investidores em momentos de turbulência (como o Brexit), apresentou valorização de 12,6% desde o início do ano. Em função disso, o setor externo contribuiu para reduzir o crescimento da economia japonesa.

Gráfico 1.13. Taxa de câmbio do Japão

(Em Ienes por Dólares)



Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System. Elaboração: FIERGS/UEE.

Na tentativa de perseguir a meta de inflação de 2% ao ano, o Banco Central do Japão anunciou reformulações na política monetária do país, estabelecendo uma meta para as taxas de juros dos títulos da dívida do governo de dez anos. Consequentemente, a autoridade monetária atuará no mercado para assegurar que os rendimentos desses papéis permaneçam em torno dos níveis atuais, próximos a 0%. Ao operar na parte longa da curva de juros, o BoJ visa estimular a economia através do consumo, dos investimentos e das operações de crédito. Por sua vez, a

meta explícita de elevação da base monetária em um ritmo anual de ¥ 80 trilhões (cerca de US\$ 788 bilhões) foi abandonada, o que pode ser interpretado como o reconhecimento da inefetividade dessa estratégia ao longo dos últimos anos.

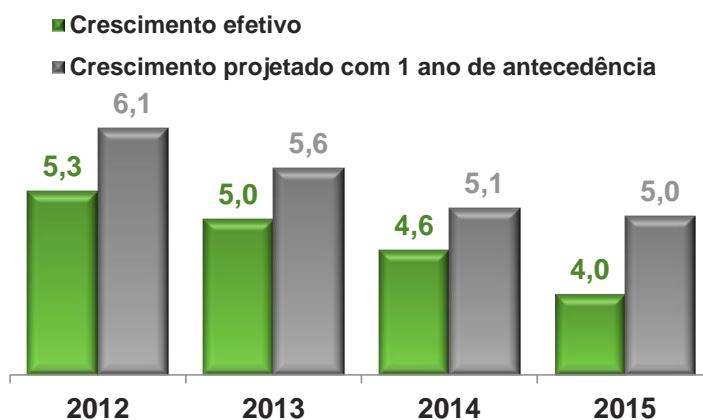
Emergentes seguiram decepcionando

A desaceleração da economia global ao longo dos últimos anos se deu, sobretudo, em função do desempenho pior do que o esperado dos países emergentes. O gráfico abaixo mostra a diferença entre o crescimento do PIB projetado com um ano de antecedência pelo FMI e o efetivo para esse conjunto de nações. A discrepância média entre os anos de 2012 e 2015 é de 0,7 p.p.. No caso dos países desenvolvidos, a defasagem é de 0,4 p.p..

Brasil, Rússia, Nigéria, Ucrânia e Venezuela sofreram com resultados piores do que o antecipado há um ano. Além da manutenção dos preços das *commodities* em patamares relativamente baixos, esses países sofreram com ingerências de ordem política que degradaram substancialmente o ambiente macroeconômico.

Gráfico 1.14. PIB projetado com um ano de antecedência e PIB efetivo dos países emergentes

(Var. % em relação ao ano anterior)



Fonte: FMI. Elaboração: FIERGS/UEE.

Por outro lado, o país que tem demonstrado a maior força é a Índia, mantendo a agenda de reformas em 2016 ao aprovar na Câmara Inferior a reforma tributária, responsável pela criação de um imposto sobre bens e serviços em substituição a outros 12 tributos. Vale lembrar que outras medidas já haviam sido tomadas, como (1) a desregulação do preço do diesel; (2) a permissão para investimentos estrangeiros superiores a 50% do total em rodovias; (3) a autorização para que investimentos estrangeiros participem em projetos da construção civil; (4) a abertura total do setor de carvão aos investimentos privados e estrangeiros e (5) a mudança na legislação para tornar os pedidos de falência das empresas mais fácil e rápido.

Outras importantes mudanças já estão tramitando no Legislativo do país. As principais envolvem a redução dos subsídios (principalmente querosene) e das políticas de preço mínimo na agropecuária e a abertura de outros setores aos investimentos estrangeiros: como defesa nacional, seguros, entre outros. A Índia mantém elevadas taxas de crescimento ao longo dos últimos anos, em torno de 7,5%.

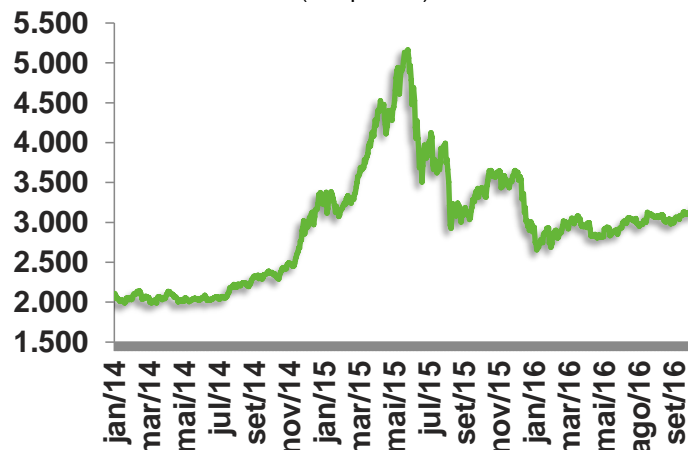
China

A economia chinesa é fonte permanente de dúvidas e incertezas em virtude de dois grandes motivos. Em primeiro lugar porque desempenha papel vital como motor do PIB mundial, gerando transbordamentos significativos para diversas nações sobre investimentos, comércio exterior, entre outros. Além disso, há muitas dúvidas quanto à veracidade dos indicadores de atividade divulgados pelos órgãos oficiais de estatística do governo, o que coloca em cheque o tamanho da desaceleração experimentada pelo país ao longo dos últimos anos.

O início do ano foi marcado por desvalorizações diárias substanciais da Bolsa de Valores de Xangai, levando pânico aos mercados financeiros internacionais. É importante lembrar que entre maio de 2014 e junho de 2015, o principal indicador acionário da China apresentou valorização superior a 150%. Desde então, perdeu 37,2% em relação ao pico, conforme o gráfico abaixo.

Gráfico 1.15. Bolsa de Valores de Xangai

(Em pontos)



Fonte: Bolsa de Valores de Xangai. Elaboração: FIERGS/UEE.

As causas dessa turbulência podem ser explicadas, em parte, pela série de reformas promovidas pelo governo para tornar o consumo e os serviços nos principais vetores do crescimento e diminuir a dependência da indústria, dos investimentos e do comércio exterior, visando dar sustentabilidade à expansão da economia. Todavia, esse processo tem sido marcado por instabilidades: um número razoável de indicadores de conjuntura divulgados ao longo de 2015 veio pior do que o esperado, o que desencadeou vendas maciças de papéis.

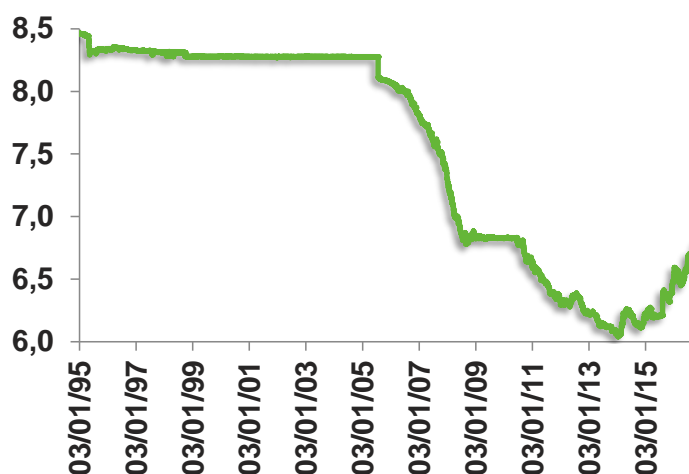
Vale notar que esse motivo não pode ser visto de maneira isolada, uma vez que, desde 2011, o país vem renovando, ano após ano, os níveis mais baixos de aumento do PIB desde 1990. Outro elemento de grande importância para explicar esse fenômeno diz respeito ao artificialismo das medidas adotadas pelo governo para desenvolver o mercado de capitais, através da diminuição das exigências necessárias para a obtenção de empréstimos voltados para tais investimentos. O crédito voltado para esse fim aumentou de aproximadamente US\$ 65 bilhões em julho de 2014 para algo em torno de US\$ 335 bilhões em junho de 2015. Como resultado, houve forte elevação na abertura de contas voltadas para a aplicação em ações. Todavia, entre os novos investidores, cerca de 68% não havia completado o equivalente ao ensino médio. Ou seja, esses poupadores estão mais propensos ao chamado "comportamento de manada", que induz à saída do mercado em momentos turbulentos.

Para conter movimentos tão bruscos, a Comissão de Valores Mobiliários da China proibiu o lançamento de Ofertas Públicas Iniciais de Ações (IPO's) por um período de quatro meses a partir de novembro de 2015, visando estabilizar a liquidez no mercado. Por fim, regras mais rígidas estão sendo introduzidas pela CVM chinesa desde junho de 2015, tornando mais difícil a obtenção de capital para esse fim. Da mesma forma, investidores que detinham 5% ou mais de participação no capital das empresas foram impedidos de vender as ações por 6 meses.

Ao longo de 2016, o governo tornou ainda mais flexíveis os níveis permitidos para a flutuação da taxa de câmbio, em linha com as diretrizes estabelecidas pelo Partido Comunista Chinês para dar à economia uma orientação mais voltada ao mercado. Diante das incertezas existentes, a cotação atingiu seu patamar mais desvalorizado dos últimos 5 anos. Vale destacar que a depreciação do Yuan pode contribuir para fortalecer o crescimento através do setor externo, através do incentivo às exportações e desincentivo às importações.

Gráfico 1.16. Taxa de câmbio da China

(Em Yuans por Dólares)

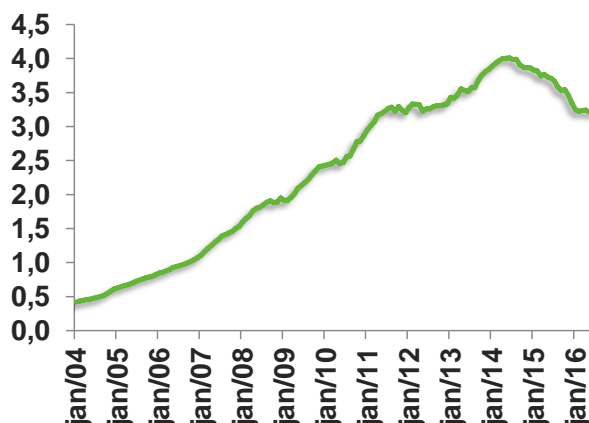


Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System. Elaboração: FIERGS/UEE.

É importante lembrar que as pressões sobre a taxa de câmbio poderiam ter sido muito maiores se não fosse o movimento de queima de reservas internacionais, que alcançaram o menor nível em mais de 4 anos.

Gráfico 1.17. Reservas internacionais da China

(Em US\$ trilhões)



Fonte: FMI. Elaboração: FIERGS/UEE.

O governo manteve postura expansionista em 2016, com o intuito de assegurar a meta de crescimento estabelecida para o ano (entre 6,5% e 7,0% na comparação com 2015). Além da ampliação dos gastos em infraestrutura, o governo anunciou em julho medidas que envolvem a possibilidade de que projetos de investimento conduzidos por empresas levantem capital junto aos mercados de bônus corporativos.

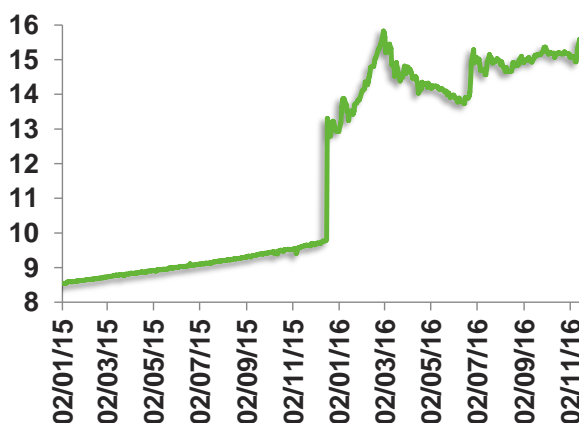
Argentina

Desde o início do ano, o governo Maurício Macri adotou uma série de medidas para corrigir a ingerência e os danos causados ao longo de tantos anos pela administração Kirchner. Algumas das principais ações foram:

(1) Retirada dos impostos de exportação de produtos de origem agropecuária: o governo determinou que as alíquotas incidentes sobre trigo e milho (de 23% e 20%) fossem reduzidas para zero. No caso da soja, a redução foi de 35% para 30%, e a intenção é de que a alíquota caia paulatinamente até ser extinta.

(2) Livre flutuação da taxa de câmbio, com base nos movimentos de oferta e demanda: o governo Kirchner criou uma âncora cambial, mantendo a cotação artificialmente sobrevalorizada para tornar os produtos importados mais baratos e, assim, conter o avanço da inflação. Entretanto, essa política trouxe grandes distorções do ponto de vista macroeconômico, gerando perda de reservas e prejuízos para o segmento exportador.

Gráfico 1.18. Taxa de câmbio da Argentina
(Em Pesos Argentinos por Dólares)



Fonte: Investing.com. Elaboração: FIERGS/UEE.

(3) Redução dos subsídios destinados ao transporte público, energia elétrica e gás: uma parte significativa do déficit das contas públicas tinha como origem a elevada defasagem entre os preços cobrados por tais serviços e os custos da sua produção, que permaneceram congelados ao longo dos últimos 12 anos. Macri determinou tarifas que, em alguns casos, causaram aumentos superiores a 1.000%. A alta do gás de cozinha chegou a ser suspensa pela Suprema Corte do país em agosto, mas a medida cautelar perdeu validade em setembro após novo julgamento.

(4) Recuperação da credibilidade dos órgãos oficiais de estatística, como o INDEC, que divulga os resultados do PIB, inflação, comércio exterior, entre outros.

(5) Forte aumento da taxa de juros para conter a inflação: assim que o novo governo assumiu, a taxa LEBAC, referente às Letras do Banco Central com prazo de 35 dias, cresceu de 22,0% a.a. para 38,0% a.a.. Depois de se manter nesse elevado patamar até maio, a taxa

BADLAR vem caindo sistematicamente, até atingir 25,75% a.a. (valor mais recente). Entretanto, os juros atuais são mais altos em relação aos praticados no período anterior ao governo Macri.

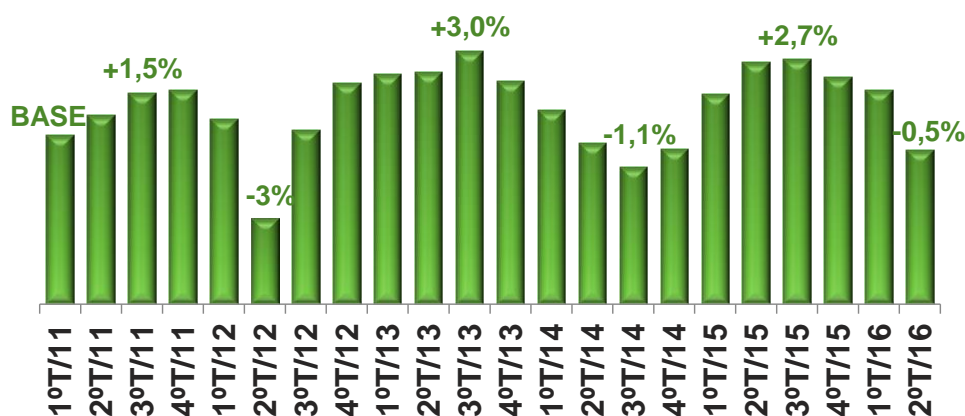
De qualquer forma, a atual política monetária é expansionista, dado que a taxa de juros real está em patamares negativos. A inflação também não mostrou sinais de arrefecimento, em parte devido à desvalorização cambial, que torna os produtos importados mais caros, em parte pelos próprios tarifas. Como o índice oficial deixou de ser calculado entre novembro de 2015 e abril de 2016, é possível analisar o cenário referente à variação do nível de preços utilizando o “IPC Congresso”, que reúne estimativas de analistas privados. De acordo com essa métrica, a inflação medida no acumulado em 12 meses de outubro passou de 24,9% para 44,2%.

Apesar de todos os esforços do governo, o desequilíbrio oriundo do baixo nível de reservas internacionais permanece, introduzindo grandes incertezas quanto a crises no Balanço de Pagamentos, que podem originar fugas maciças de capitais. O atual nível está em US\$ 32 bilhões, após ter iniciado 2016 em US\$ 24 bilhões, valor considerado extremamente baixo. Vale lembrar que o governo Macri chegou a um acordo com os chamados “Fundos Abutre” para quitar as dívidas existentes em função da moratória declarada em 2001. Com isso, a Argentina voltou a acessar os mercados de crédito internacionais.

De acordo com o esperado, os ajustes necessários para reequilibrar a economia mergulharam a economia em recessão. Após registrar crescimento no primeiro trimestre (0,4%) em relação ao mesmo período do ano anterior, em função do bom desempenho das exportações (+12,8%), o PIB caiu forte entre abril e junho, de acordo com os últimos dados disponíveis. O principal destaque negativo foi a formação bruta de capital fixo (-4,9%), em linha com os efeitos da elevação da taxa básica de juros, que desincentiva os investimentos produtivos. As projeções do FMI apontam para queda de 1,7% do PIB argentino em 2016, devolvendo boa parte dos ganhos de 2015 (2,5%). As dificuldades para gerar crescimento sustentado estão inseridas dentro de um contexto bem mais amplo: o PIB encontra-se estagnado desde 2011, de acordo com a série trimestral do INDEC que considera o ajustamento sazonal.

Gráfico 1.19. Crescimento acumulado da Argentina desde 2011

(Base = 1ºT/11 – série com ajuste sazonal)



Fonte: INDEC. Elaboração: FIERGS/UEE.

Perspectivas para 2017

As perspectivas para o ano que vem indicam uma leve aceleração da economia mundial em relação a 2016. Entretanto, isso se deve muito mais ao efeito estatístico, oriundo da saída da recessão de importantes países emergentes, do que à melhora nos fundamentos desses países.

Os desafios para a geração de crescimento também marcarão as nações desenvolvidas. A expectativa é de que várias delas façam uso de instrumentos cada vez mais relevantes no âmbito de políticas monetárias convencionais e não convencionais para estabilizar a inflação e o nível de atividade.

Com relação à economia dos **Estados Unidos**, a volatilidade deverá permanecer no curto prazo. É importante notar que alguns dos principais indicadores do mercado acionário, como o *S&P* e *Dow Jones*, assim como o valor do Dólar em relação às principais moedas, estão renovando máximas históricas desde o resultado das eleições presidenciais, em novembro. Uma das explicações possíveis para esse movimento está na crença dos mercados de que o plano de Donald Trump para estimular a economia, através de investimentos em infraestrutura e desonerações fiscais, surtirá efeito. Além disso, como existe a expectativa de elevação do déficit em virtude dessas medidas, a inflação será mais pressionada, levando a taxa de juros americana a subir mais rapidamente. Se, por outro lado, essas políticas fracassarem, o FED deverá manter o ritmo de subida bastante lento, para dar suporte ao crescimento econômico. De toda a forma, ainda que o Partido Republicano detenha o controle da Câmara e do Senado até 2018, as incertezas deverão permanecer.

Com relação à **Zona do Euro**, existe a expectativa por parte dos mercados de que o Banco Central Europeu irá prolongar o *Quantitative Easing*, programado para acabar em março de 2017, além de despejar liquidez na economia em um ritmo ainda maior do que o atual. Ainda que não provoque uma aceleração significativa do crescimento, essas medidas deverão contribuir para que a inflação do bloco convirja para a meta estabelecida por parte do Banco Central Europeu, de 2% a.a..

Até março, o Reino Unido deverá notificar sua saída da **União Europeia**, conforme promessa da primeira ministra, Theresa May. Acreditamos que o processo não será concluído ao longo de 2017 e, portanto, não haverá nenhuma alteração das normas praticadas do ponto de vista da livre mobilidade de fatores de produção, bens e serviços e das normas legais e das instituições. Entretanto, vale destacar que o canal das expectativas pode ser afetado, caso as negociações mostrem-se mais turbulentas em relação ao imaginado. O efeito demonstração da saída do Reino Unido pode servir para outros países que já estejam discutindo essa possibilidade (como Áustria e Polônia), assim como outros inerentemente frágeis (como Grécia, Chipre, Portugal e outros) para que também adotem o mesmo caminho.

O **Japão** deverá seguir crescendo em ritmo muito lento. O governo anunciou, ainda em 2016, que a elevação da alíquota do imposto sobre as vendas, prevista para ocorrer em abril de 2017, se dará somente em outubro de 2019. Tal fato, ainda que sirva para diminuir as probabilidades de uma nova recessão no curto prazo, compromete ainda mais o já debilitado quadro das finanças públicas, cujo orçamento é bastante deficitário.

Pelo lado dos emergentes, a **China** manter-se-á como o principal foco das atenções. O crescimento deverá seguir tímido em 2017 (6,2% contra 6,6% de 2016), conforme as estimativas do FMI. Caso a economia demonstre sinais de fraqueza, o governo deverá recorrer a medidas pontuais, assim como nos anos recentes, tanto do ponto de vista monetário quanto fiscal. Entretanto, grandes dúvidas sobre o futuro permanecem, como a continuidade da expansão do crédito como proporção do PIB, as elevadas dívidas corporativas e os problemas de governança nas empresas estatais. Todos esses fatores contribuem para lançar grandes dúvidas sobre o futuro do país.

A **Argentina** deve voltar a crescer, favorecida pelo efeito estatístico gerado pela base de comparação bastante deprimida. O cenário para 2017 deverá ser melhor, fruto do resultado das medidas adotadas pelo governo Mauricio Macri ao longo de 2016. Entretanto, o ajuste do país

está longe de terminar, e vários indicadores econômicos seguirão bastante deteriorados, como o déficit das finanças públicas, a inflação e as reservas internacionais.

No **cenário superior**, haverá uma aceleração mais forte do PIB mundial, puxada pelas economias emergentes. Países que experimentaram quedas severas de sua absorção interna, especialmente ao longo dos últimos 2 anos, como Brasil, Rússia, Nigéria e África do Sul, podem crescer através do movimento de repique gerado pelo amplo represamento da demanda. Nesse cenário, a Índia também surpreende positivamente, a reboque das reformas já adotadas e pela disposição de continuidade desse processo.

No **cenário inferior**, o recrudescimento das incertezas da economia mundial leva os países desenvolvidos e emergentes a crescer menos. Aqui, o mundo é impactado pelos efeitos negativos originados por pelo menos um dos três principais fatores de risco a seguir, ou até mesmo por alguma de suas possíveis combinações: (1) aumento da descrença sobre o governo Donald Trump nos Estados Unidos; (2) negociações mais duras do que o previsto com relação ao *Brexit* e vitória de partidos e políticos identificados com posturas mais nacionalistas, como na França; e (3) desaceleração mais intensa do que o esperado na China.

Tabela 1.1. Projeções para o PIB

(Var. % em relação no ano anterior)

	2016*	2017
Economias Avançadas	1,6	1,8
EUA	1,6	2,2
Zona do Euro	1,7	1,5
Alemanha	1,7	1,4
França	1,3	1,3
Itália	0,8	0,9
Espanha	3,1	2,2
Japão	0,5	0,6
Reino Unido	1,8	1,1
Canadá	1,2	1,9
Emergentes e em Desenvolvimento	4,2	4,6
África do Sul	0,1	0,8
Europa emergente	3,3	3,1
Rússia	-0,8	1,1
China	6,6	6,2
Índia	7,6	7,6
Oriente Médio	3,2	3,2
Brasil*	-3,5	0,5
México	2,1	2,3
Mundo	3,1	3,4

Fonte: FMI/WEO. *Estimativa Brasil: FIERGS/UEE. Elaboração: FIERGS/UEE.