

TEMPOS DE BONANÇA

A estabilidade do balanço de riscos dos países desenvolvidos e a recuperação cíclica dos emergentes devem permitir a aceleração do crescimento do PIB mundial em 2017.

Não foram poucos os momentos de tensão vivenciados pelo mundo desde a eclosão da crise financeira internacional de 2007/2008. A sucessão de desafios enfrentados no âmbito político, regulatório e soberano logrou aos países desenvolvidos intensa volatilidade em diversos indicadores ao longo dos últimos anos, além de prolongar os desequilíbrios macroeconômicos e acentuar retóricas extremistas. A coordenação insuficiente em torno dos objetivos necessários – aprovação de reformas para evitar novas rupturas no sistema financeiro, o aumento da produtividade e o equacionamento dos problemas fiscais – serviu para retroalimentar essa espiral negativa. Todavia, a relativa estabilidade do balanço de riscos ao longo de 2017 deve fazer com que a Zona do Euro cresça acima do potencial em 2017, e os Estados Unidos próximos ao patamar de equilíbrio entre oferta e demanda. Ao todo, o PIB do bloco deverá se expandir 2,2% nesse ano, contra 1,7% em 2016.

Os efeitos contracionistas de segunda ordem da crise financeira internacional sobre os emergentes foram substancialmente menos intensos no período que sucedeu a turbulência. Mais do que isso: a forte injeção de liquidez para reanimar os países ricos provocou um movimento de “busca pelo retorno” por parte dos investidores que segue beneficiando as nações menos desenvolvidas até hoje. A expectativa é de que essa dinâmica siga nos próximos anos, ainda que em menor escala, diante do início do processo de enxugamento do balanço do FED nos Estados Unidos. No entanto, erros sistemáticos de política econômica, conflitos geopolíticos e a queda nos preços das *commodities* levaram os emergentes a desacelerar paulatinamente as taxas de crescimento até 2016. Sem poder contar com o impulso oriundo de um avanço mais forte na cotação dos produtos básicos em 2017, a aceleração do crescimento do bloco (de 4,3% para 4,6%) deve advir principalmente da recuperação cíclica da atividade de países como Brasil, Rússia e Argentina. A dinâmica da atividade econômica da China foi positiva, enquanto outras nações, como a Índia e o México, cresceram em ritmo menos intenso.

Como resultado dessa conjuntura próspera, o PIB mundial acelerou de 3,2% para 3,6%. A expectativa é de que o cenário bastante favorável para a economia internacional em 2017 se mantenha em 2018. Alguns dos riscos para a atividade já foram mitigados, abrindo espaço para que a recuperação estrutural dos desenvolvidos e cíclica dos emergentes continue.

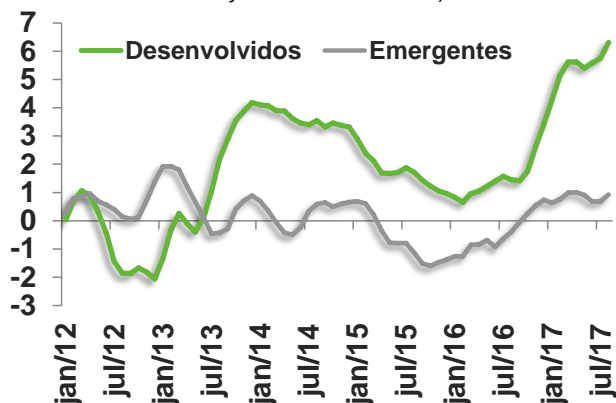
Mundo

O PIB mundial deverá crescer ao norte de 3,6% em 2017, conforme o Fundo Monetário Internacional (FMI). Parte desse avanço se deveu à pequena base de comparação herdada do ano passado, quando a atividade global se expandiu à menor taxa desde 2009, ano em que foram sentidos os efeitos mais adversos da crise financeira internacional. O bom resultado foi puxado, sobretudo, pelo desempenho econômico dos países desenvolvidos, conforme os gráficos abaixo. Os dados referentes ao Índice de Gerente de Compras (PMI) de produtos manufaturados, que guardam aderência satisfatória com a produção industrial, bem como à confiança dos consumidores, refletem o movimento consistente de aumento da demanda. Esse quadro benigno também deve favorecer a expansão do volume de comércio exterior mundial, cuja expectativa é

de alta de +3,6% em 2017 contra 1,2% em 2016, de acordo com a Organização Mundial do Comércio (OMC).

Gráfico 1.1. PMI de manufaturas

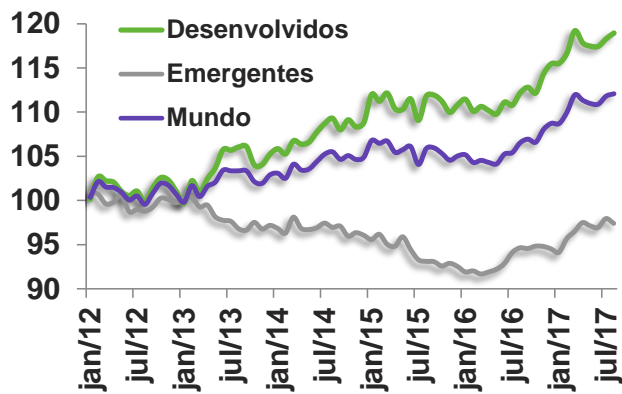
(Desvio em relação ao patamar de 50 pontos: valores positivos indicam aumento no número de pedidos em relação ao mês anterior)



Fonte: Markit Economics. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 1.2. Confiança dos consumidores

(Índice de base fixa: 2010 = 100)



Fonte: Haver Analytics. Elaboração: FIERGS/UEE.

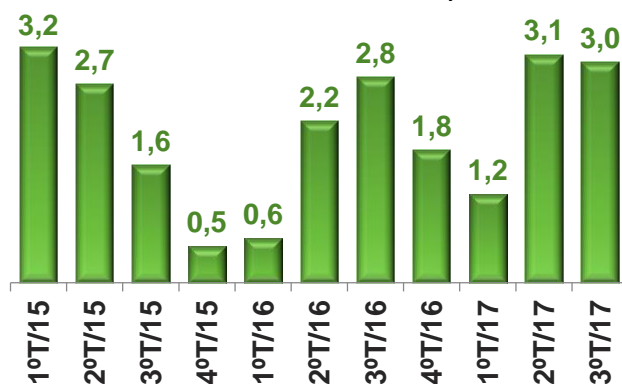
Estados Unidos

O crescimento econômico dos Estados Unidos deverá acelerar de 1,5% em 2016 para 2,2% em 2017, de acordo com as projeções do FMI. O efeito estatístico oriundo da pequena base de comparação favoreceu esse movimento: no ano passado, o PIB se expandiu à menor taxa desde 2009 (-2,8%).

As estatísticas mais recentes do principal indicador da atividade econômica americana estão dispostas no gráfico abaixo, que mostra a variação anualizada em relação ao trimestre imediatamente anterior, na série com ajustamento sazonal. A primeira leitura do dado do terceiro trimestre (+3,0%) só não foi melhor por conta dos fenômenos naturais de grandes proporções que atingiram o país, incluindo o furacão *Harvey*, que afetou o Texas em agosto, e o furacão *Irma*, que atingiu a Florida no início de setembro.

Gráfico 1.3. Crescimento do PIB dos Estados Unidos

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



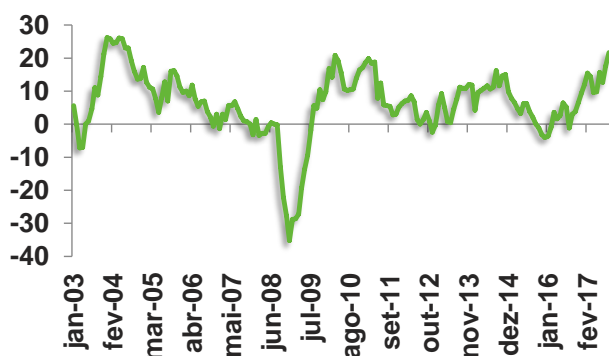
Fonte: BEA. Elaboração: FIERGS/UEE.

A formação bruta de capital fixo (investimentos) foi a variável de maior destaque no ano, principalmente o subitem “aquisição de equipamentos”, que contribuiu em 1,19 p.p. para o PIB

acumulado de janeiro a setembro, valor mais alto nessa base de comparação desde 2014 (1,7 p.p.). O nível mais alto da confiança dos empresários industriais desde 2003, de acordo com o indicador da OCDE, ajuda a explicar esse resultado: na medida em que se espera uma situação econômica melhor para o futuro, os gastos com a ampliação da capacidade produtiva das firmas tendem a ser maiores para dar conta da elevação da demanda. Todo esse otimismo com o futuro da economia americana é catapultado pela expectativa de diminuição do número de regulamentações, aumento dos gastos com infraestrutura e a queda dos impostos corporativos por parte do governo Trump, além dos acordos pontuais com grandes empresas para a expansão do parque produtivo no território nacional, sobretudo na área automotiva e energética. Na esteira desse movimento, os principais índices do mercado de ações, como o Dow Jones e NASDAQ, têm quebrado sucessivos recordes de valorização. No que tange às reformas, a desregulamentação bancária já foi aprovada na Câmara e seguiu para a apreciação no Senado, ao passo que a reforma tributária está tramitando no Congresso.

Gráfico 1.4. Confiança dos empresários da indústria dos Estados Unidos

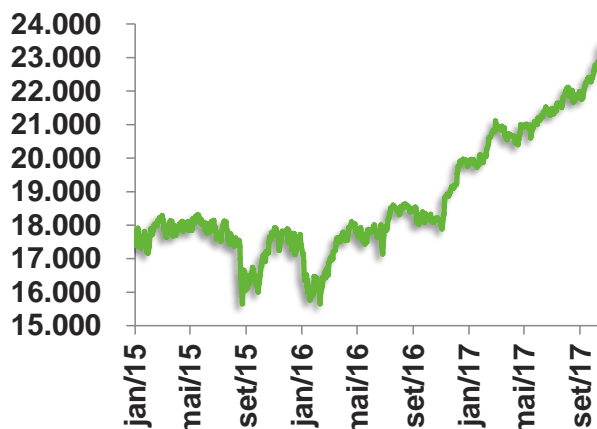
(Desvio percentual em relação à neutralidade)



Fonte: OCDE. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 1.5. Índice Dow Jones

(Em pontos)



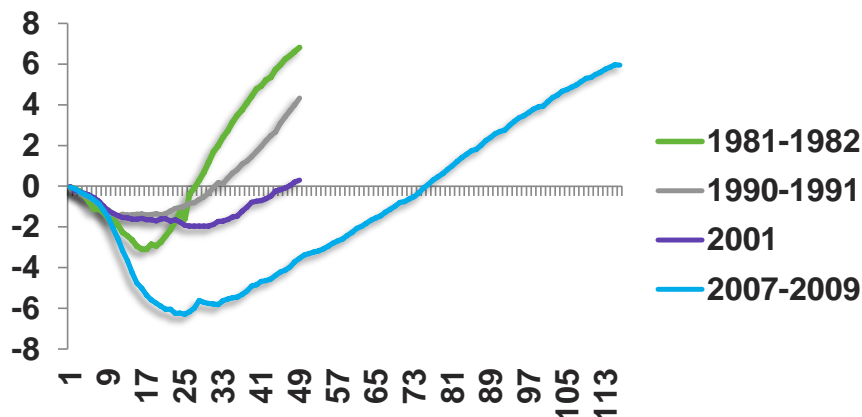
Fonte: Dow Jones Indices. Elaboração: FIERGS/UEE.

O mercado de trabalho americano permaneceu gerando empregos formais, embora no ritmo menos intenso desde 2010: foram 1,68 milhão no acumulado do ano entre janeiro e outubro. Mesmo essa desaceleração foi suficiente para reduzir a taxa de desemprego de 4,8% em outubro do ano passado para apenas 4,1% da população economicamente ativa no mesmo mês de 2017. Trata-se da fração mais baixa desde o ano 2000 e abaixo da taxa natural, ou seja, aquela que equilibra oferta e demanda e não causa pressões inflacionárias, de 4,7%, estimada pelo *Congressional Budget Office*.

O gráfico abaixo mostra o impacto das últimas recessões americanas sobre o mercado de trabalho. São 4 períodos marcados por retração da atividade econômica: (1) 1981-1982, fruto da política monetária fortemente contracionista para conter a inflação superior a dois dígitos causada pelo segundo choque do petróleo; (2) 1990-91; (3) 2001, a partir do estouro da bolha das empresas de tecnologia e dos atentados terroristas de 11 de setembro e (4) a crise financeira de 2007/09. O pico do número de trabalhadores no período pré-crise de 2007/2009 só foi atingido 6 anos mais tarde, enquanto que para as recessões anteriores essa retomada se deu em um tempo menor: entre 2 e 4 anos. A herança provocada pela base muito deprimida entre 2007 e 2009 ajuda a explicar o motivo de os Estados Unidos estarem gerando números substanciais de postos de trabalho nos últimos anos.

Gráfico 1.6. Geração de empregos formais após o início das recessões nos EUA

(Var. % em relação ao pico do número de empregos; eixo X mostra o número de meses após o início da recessão)



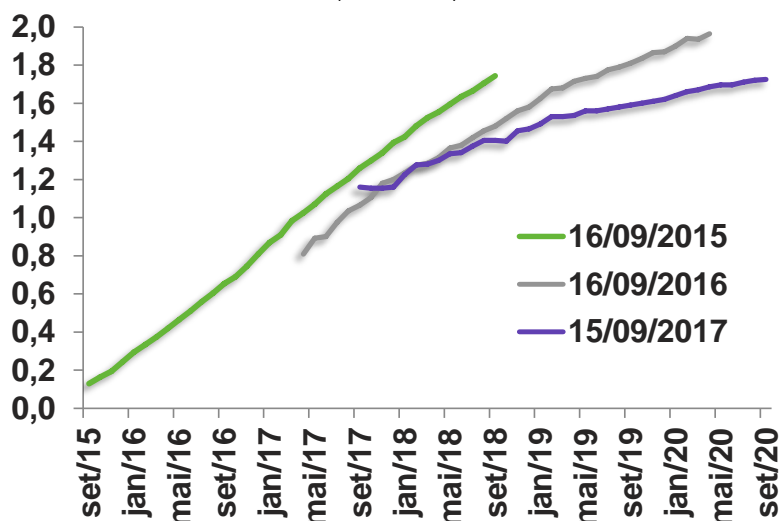
Fonte: BLS. Elaboração: FIERGS/UEE.

O *Federal Reserve* seguiu com o movimento de normalização da política monetária. Em duas oportunidades ao longo de 2017 houve aumento dos juros, de tal sorte que o nível atual das *fed funds* está entre 1,00 e 1,25% a.a.. Além disso, é provável que no encontro do FOMC no mês de dezembro ocorra mais uma alta de 0,25 p.p.. O fato novo, contudo, envolveu o início da redução do balanço patrimonial do FED, hoje em aproximadamente US\$ 4,2 trilhões. Desde outubro, a autoridade monetária americana está deixando de reinvestir US\$ 10 bilhões mensais em *Treasuries* (títulos da dívida americana) e ativos lastreados em hipotecas, cuja compra ajudou a manter os juros de ambos os mercados em patamares baixos para estimular a atividade econômica. O enxugamento da liquidez deverá se expandir paulatinamente a cada três meses em US\$ 10 bilhões, chegando ao limite de US\$ 50 bilhões por mês.

É importante observar também que o processo de alta dos juros deve ser mais suave do que o previsto anteriormente. Tal fato denota uma dificuldade estrutural para gerar crescimento, algo que costuma estar associado à baixa produtividade da mão de obra e ao envelhecimento da população, que tende a aumentar a oferta de poupança. A política monetária reage a esse ambiente dando um suporte mais acomodatório para o crescimento, o que naturalmente reduz a margem de manobra para estimular a atividade em uma futura crise econômica.

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

(Em % a.a.)



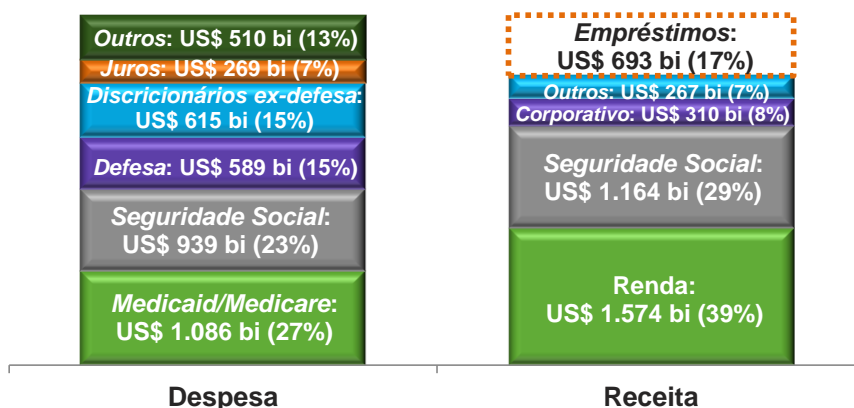
Fonte: Bloomberg. Elaboração: FIERGS/UEE.

Pelo lado da política fiscal, o governo americano vinha adotando medidas extraordinárias desde março para evitar que o teto da dívida fosse extrapolado, cujo esgotamento se daria em meados de setembro. Quando o limite é atingido, o governo não pode carregar novas dívidas emitidas pelo Tesouro. No dia 08 de setembro, os congressistas concordaram em aumentar o teto da dívida por três meses sem a imposição de limites, com o intuito de auxiliar na recuperação das regiões atingidas pelas catástrofes climáticas. Portanto, o Congresso precisa aprovar um novo orçamento até o dia 08 de dezembro, sob o risco de paralisar uma série de atividades. No entanto, a probabilidade de que algo venha a ocorrer como em 2012 é baixa, dado que a maioria da Câmara e do Senado é do Partido Republicano, o mesmo do Presidente.

A reforma tributária e o aumento de gastos com infraestrutura propostos por Donald Trump também geram debates sobre a sustentabilidade fiscal dos Estados Unidos. Da maneira como está hoje, o orçamento já é bastante desequilibrado, conforme o gráfico abaixo, o que acaba pressionando a trajetória da dívida pública.

Gráfico 1.8. Orçamento dos Estados Unidos para 2017

(Em US\$ bilhões e %)



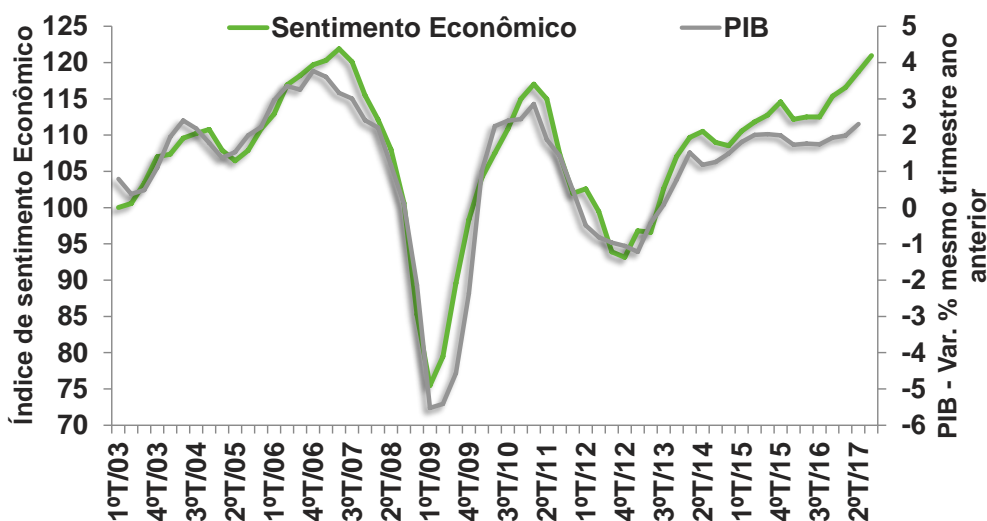
Fonte: CBO. Elaboração: FIERGS/UEE.

União Europeia e Zona do Euro

O PIB da União Europeia, grupo composto por 28 países, deverá crescer 2,3% em 2017, igualando a taxa mais alta no período pós-crise financeira internacional. Já a Zona do Euro, que engloba as 19 nações que adotam o Euro como moeda, deverá acelerar de 1,8% para 2,1%, valor acima do PIB potencial – aquele que equilibra a oferta e a demanda agregada – de 1,7%, conforme estimativas do FMI. No caso da Zona do Euro, a confluência de vários fatores deve ajudar no resultado de 2017. Em primeiro lugar, a demanda doméstica se fortaleceu por conta da diminuição dos riscos políticos e das incertezas envolvendo a economia da região. O gráfico abaixo mostra a correlação existente entre o nível de atividade e o Indicador de Sentimento Econômico da Zona do Euro, que agrega o nível de confiança de setores como a indústria (40%), serviços (30%), consumidores (20%), vendas do comércio (5%) e construção civil (5%). A tendência de alta desse no terceiro trimestre deve garantir mais um bom resultado para o PIB no período.

Gráfico 1.9. Índice de Sentimento Econômico da Zona do Euro e PIB

(Média trimestral: 100 = 1ºT/2003 e var. % do trimestre em relação ao mesmo período do ano anterior)



Fonte: Eurostat e Comissão Europeia. Elaboração: FIERGS/UEE.

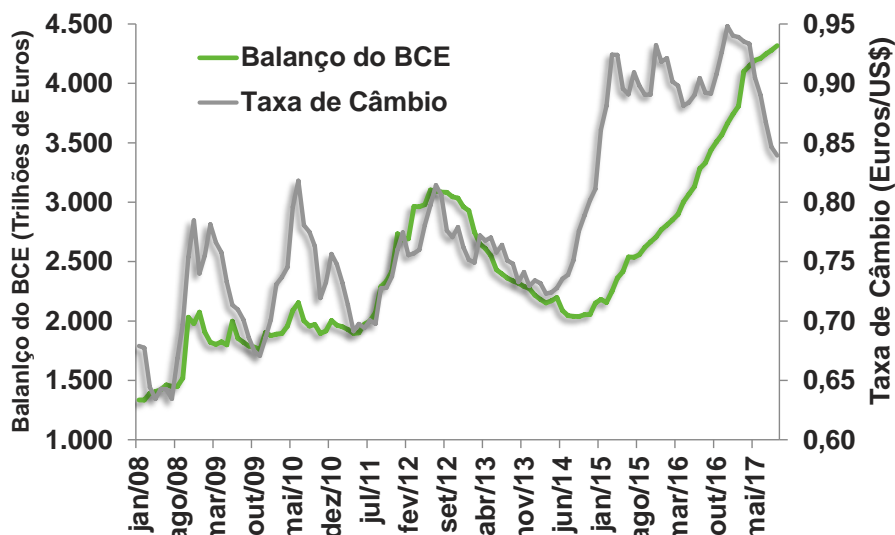
Outro fator relevante para explicar a aceleração na taxa de crescimento econômico foi o aquecimento da demanda externa. Os dados da OMC mostram que as exportações da Zona do Euro cresceram 6,5% em valor no acumulado entre janeiro e agosto de 2017, na comparação com o mesmo período do ano anterior. É a taxa mais alta nessa base de comparação desde 2011 (+23,1%).

A atividade econômica também foi impulsionada pela política monetária bastante acomodatória. Além de manter os juros em patamares historicamente baixos, o Banco Central Europeu (BCE) decidiu, ainda em dezembro de 2016, estender o *Quantitative Easing* (QE) por nove meses, apesar do ritmo menor. As injeções mensais de liquidez caíram € 20 bilhões, passando de € 80 bilhões para € 60 bilhões. Já em outubro, o BCE anunciou que o QE continuará até setembro de 2018, porém com a desaceleração no total de compras de ativos de € 60 bilhões para € 30 bilhões por mês. Como resultado, o balanço do BCE deverá atingir € 4,8 trilhões, nível substancialmente mais alto do que o pico anterior, alcançado em julho de 2012 (€ 3,1 trilhões).

O gráfico abaixo mostra o efeito do expansionismo monetário sobre a taxa de câmbio. Houve grande desvalorização ao longo dos últimos anos em função da elevação da oferta de moeda, o que também contribui para tornar as exportações do bloco mais competitivas no

exterior. Também vale destacar o descolamento entre as séries que começou nos últimos meses de 2014 e perdurou até meados de 2016. Os agentes econômicos procuram antecipar os movimentos da política econômica envolvendo o aumento do tamanho do balanço do BCE, reprecificando os ativos com base no melhor conjunto de informação disponível. A posterior aderência serviu para confirmar que a aposta estava correta. A recente valorização está ligada à expectativa de que, no futuro, o QE venha a terminar: conforme a liquidez diminui, maior é a pressão pela apreciação do Euro por conta da menor oferta de moeda disponível nos mercados.

Gráfico 1.10. Tamanho do balanço do BCE e taxa de câmbio
(Em € trilhões e €/US\$)



Fonte: Banco Central Europeu e Board of Governors of the FED. Elaboração: FIERGS/UEE.

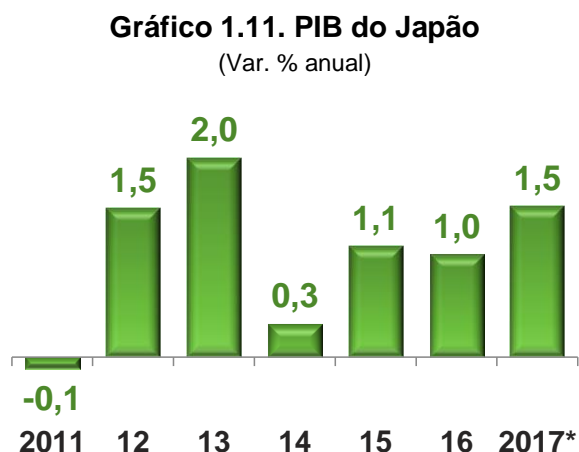
Esse tipo de postura é viabilizada pelo quadro inflacionário benigno: os índices de preços ao consumidor estão atualmente em 1,5% ao ano, e as perspectivas não apontam para o atingimento da meta de inflação, de 2,0% a.a., no curto prazo.

Após as tentativas fracassadas de levantar recursos junto ao mercado, a União Europeia aprovou no mês de julho o plano de resgate do banco *Monte Paschi* por parte do governo italiano, no valor de € 5,4 bilhões, o quarto maior do país. Ademais, se comprometeu a injetar € 17 bilhões para limpar os balanços de dois bancos médios: *Popolare di Vicenza* e *Veneto*. Com isso, as autoridades do país esperam diminuir os riscos de uma eventual crise bancária, o que arruinaría o processo de retomada econômica não só da nação, como do bloco como um todo. Esse é um dos principais pontos de atenção envolvendo a Zona do Euro, dado que ainda há incertezas sobre a capacidade de solvência de algumas instituições financeiras.

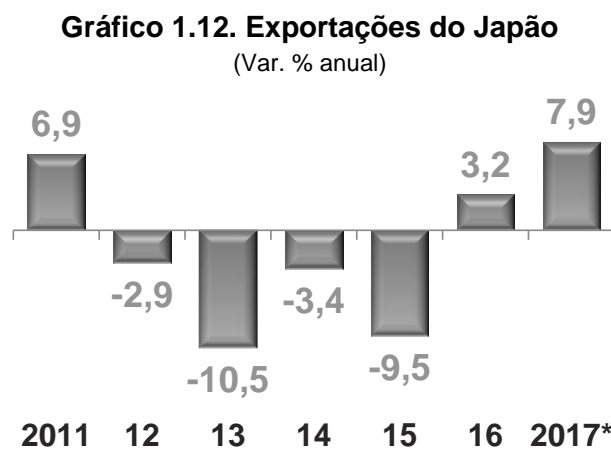
No que tange ao Reino Unido, o Supremo Tribunal definiu que a saída do país da União Europeia, evento conhecido como *Brexit*, deveria ser cancelada pelo Parlamento. A aprovação ocorreu em março, o que permitiu que a primeira-ministra, Theresa May, acionasse o Artigo 50 do Tratado de Lisboa, que determina que o processo deva ser concluído em dois anos, ou seja, até março de 2019. A atividade econômica deve registrar leve desaceleração em 2017 (1,7%) em comparação com 2016 (1,8%), por conta do efeito negativo da depreciação da Libra Esterlina sobre a renda real das famílias, o que levou a redução do consumo.

Japão

O PIB do Japão deve se expandir 1,5% em 2017, o que representa a maior aceleração do nível de atividade desde 2013 (2,0%). Vários fatores contribuíram para esse resultado. Em linha com o aquecimento da demanda externa mundial, as exportações do país cresceram 9,1% no acumulado do entre janeiro e setembro de 2017 em comparação com o mesmo período de 2016. Caso se mantenham nesse patamar ao longo do último trimestre do ano, constituirão o melhor resultado para o ano desde o início da atual década.



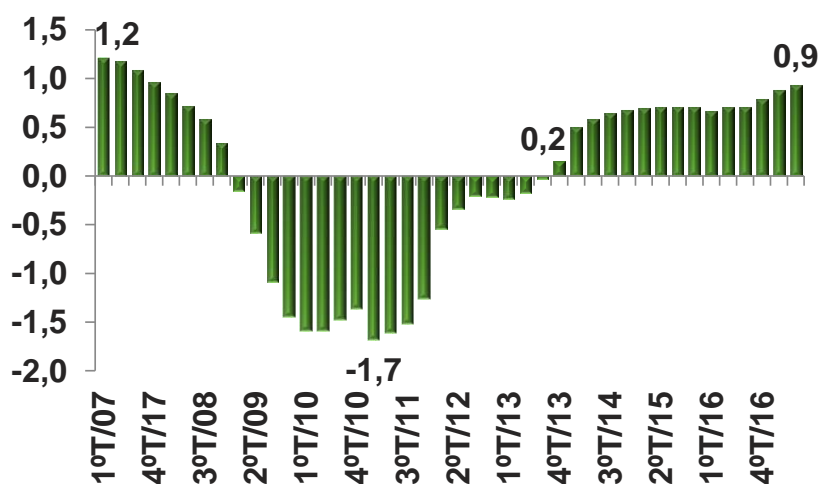
Fonte: FMI. *Estimativa. Elaboração: FIERGS/UEE.



Fonte: OMC. *Acumulado entre janeiro e setembro. Elaboração: FIERGS/UEE.

Outro fator positivo são os investimentos atrelados às Olimpíadas de Tóquio, a serem realizadas no ano de 2020. Desde que foi escolhida como a cidade-sede do evento, em 2013, a formação bruta de capital fixo privado não residencial no Japão começou a registrar crescimento positivo, algo que se intensificou ao longo dos últimos anos. Atualmente, as taxas são as mais altas desde 2007.

Gráfico 1.13. Investimentos privados não residenciais no Japão
(Var. % em relação ao trimestre anterior)



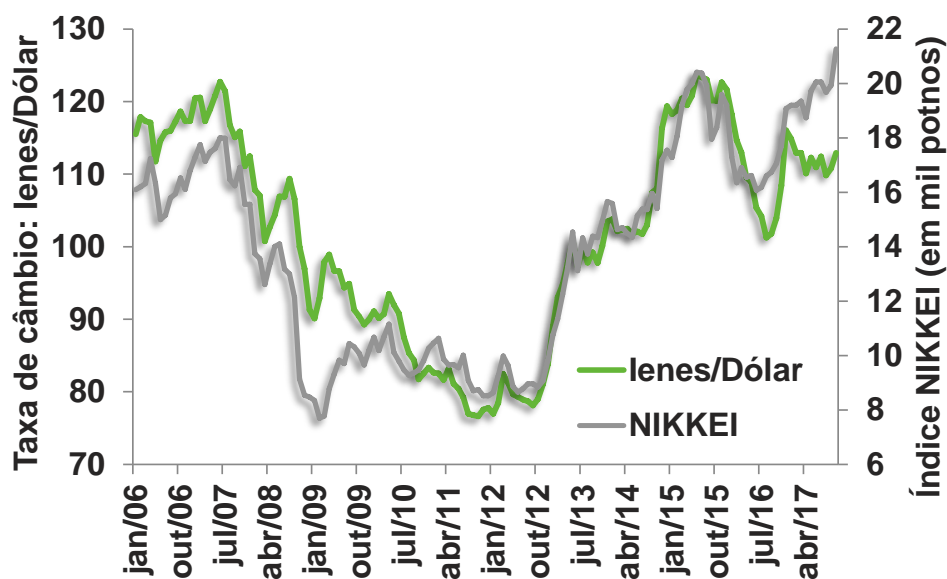
Fonte: Cabinet Office of Japan. Elaboração: FIERGS/UEE.

Ademais, o uso de políticas monetárias e fiscais expansionistas também colaborou para estimular o nível de atividade em 2017. Com relação à primeira, o Banco Central do Japão manteve (1) as taxas de juros em -0,1% ao ano e (2) a meta de 0% a.a. para os juros dos títulos da dívida do governo japonês, com o intuito de auxiliar no barateamento do crédito para o consumo, os investimentos e para a tomada de recursos por parte do governo. Para atuar na

parte longa da curva de juros, o governo promove a compra no mercado secundário de ativos que possuam prazos de maturidade mais longos. Como o aumento da demanda por papéis eleva seu preço, os juros acabam diminuindo. No total, o Banco Central injetou, em média, ¥ 8,5 trilhões por mês em 2017. Ainda que inferiores aos valores de 2015 (¥ 9,36 trilhões) e de 2016 (¥ 9,9 trilhões), permanecem em patamares elevados para a série histórica. Como resultado, o Banco Central detém, mês após mês, uma quantidade cada vez maior de títulos da dívida do governo: ao todo, o estoque já chega a 44,7%.

Assim como no caso da Zona do Euro e dos Estados Unidos, o programa de *Quantitative Easing* no Japão gerou uma desvalorização da taxa de câmbio, ou seja, perda relativa de valor das moedas domésticas em comparação com as estrangeiras. Esse ambiente favorece o crescimento da economia pelo lado do setor externo, uma vez que torna as exportações mais competitivas pelo aumento da rentabilidade e diminui o incentivo às importações. Vale notar também que o Iene depreciado contribui para valorizar o principal índice da Bolsa de Valores NIKKEI. Isso se deve ao fato de que muitas das companhias com capital aberto são fortemente dependentes das vendas externas. É possível interpretar também que a moeda japonesa é vista como um porto seguro para os investidores, ou seja, quando o mercado de ações não vai bem, uma alternativa viável envolve a compra de Ienes, levando à sua valorização, e vice-versa.

Gráfico 1.14. Taxa de câmbio do Japão e desempenho da bolsa NIKKEI
(Em Ienes por Dólares)



Fonte: Board of Governors of the FED e NIKKEI Industry Research Institute. Elaboração: FIERGS/UEE.

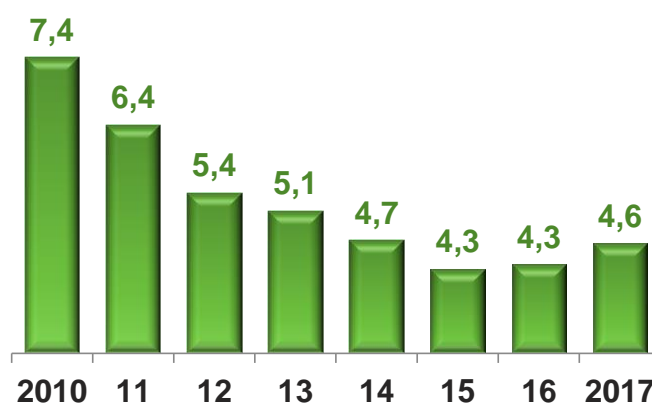
Pelo lado fiscal, ainda em agosto do ano passado, o governo aprovou um pacote da ordem de ¥ 6,2 trilhões (equivalente a 0,9% do PIB) para estimular a economia. Parte dos efeitos positivos dessas medidas foram sentidos no presente ano, a partir da elevação dos dispêndios com pensionistas de baixa renda, cuidados com as crianças de primeira idade, infraestrutura e para companhias de pequeno e médio porte que sofreram com os efeitos do *Brexit*. Esse tipo de política, no entanto, vai de encontro às preocupações existentes com o elevado déficit fiscal do país (4,0% do PIB) e do seu já elevado nível do endividamento bruto (239,3% do PIB).

Emergentes: sinais díspares

Após desacelerar paulatinamente desde 2011, os países emergentes voltarão a crescer a taxas mais rápidas do que o ano anterior em 2017. O número esperado para esse ano, se confirmado, ainda será um dos mais baixos da década, mas já representa um alívio para o crescimento econômico global, uma vez que o grupo das nações menos desenvolvidas já representa mais da metade do PIB mundial pelo conceito Paridade do Poder de Compra (58,2%), de acordo com o último dado do FMI.

Gráfico 1.15. PIB dos países emergentes

(Var. % em relação ao ano anterior)



Fonte: FMI. Elaboração: FIERGS/UEE.

A economia da Índia desacelerou em relação ao ano passado (de 7,1% para 6,7%) em função de duas razões principais: (1) custos de transação relacionados à introdução do imposto sobre bens e serviços em nível nacional no mês de junho; (2) retirada das notas 500 e 1.000 rúpias, que representavam aproximadamente 80% das cédulas em circulação, com o intuito de combater a corrupção e a evasão fiscal, visando recuperar parte dos recursos mantidos ilegalmente no exterior.

Já a Rússia deverá sair oficialmente de uma longa recessão, crescendo 1,8% contra os -0,2% do ano passado e os -2,8% de 2015. Além da recuperação da demanda externa, fator importante para um país muito dependente das *commodities*, a demanda doméstica também registrou crescimento em função do distensionamento de alguns riscos geopolíticos.

Por sua vez, a economia do México deve registrar leve desaceleração em 2017 (+2,1%) em comparação com 2016 (+2,3%). Contribuíram para esse movimento a incerteza envolvendo o acordo de livre comércio do NAFTA, a partir das declarações do presidente americano, Donald Trump, de rever os termos já pactuados, além do significativo aperto monetário promovido pelo Banco Central do país ao longo dos últimos dois anos: a taxa básica de juros saiu de 3,25% no fim de 2015 para 7,0% em junho desse ano. A inflação, no entanto, seguiu aumentando: 3,4% em 2016 para 6,4% no acumulado dos últimos 12 meses terminados em outubro.

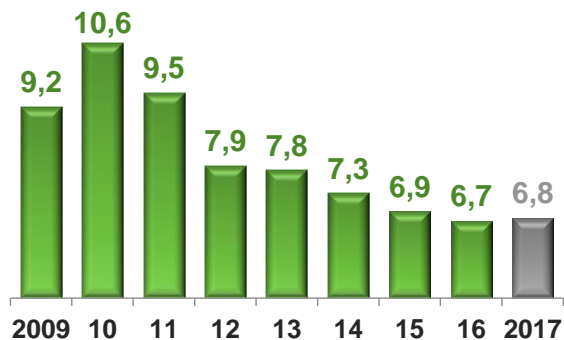
China

A atividade econômica chinesa não deverá sofrer desaceleração em relação ao ano anterior pela primeira vez desde 2010. De acordo com as estimativas do FMI, a taxa de crescimento do PIB será levemente superior em relação à verificada no ano passado. A reversão dessa trajetória foi deflagrada, entre outros motivos, pelo bom resultado do comércio exterior. O

quantum (volume) das exportações de bens e serviços do país asiático deverá aumentar 4,7% em 2017, o maior valor desde 2013, em linha com o aquecimento da economia mundial.

Gráfico 1.16. PIB da China

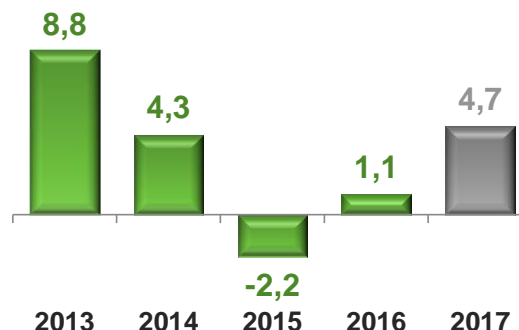
(Var. % em relação ao ano anterior)



Fonte: FMI. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 1.17. Volume de exportações de bens e serviços da China

(Var. % em relação ao ano anterior)

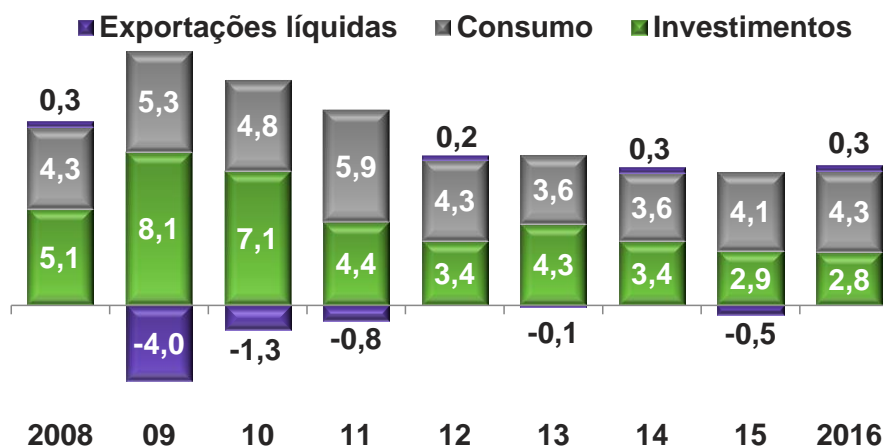


Fonte: FMI . Elaboração: FIERGS/UEE.

A China segue promovendo um processo significativo de transformação de sua matriz econômica. O modelo em vigor até o final da década passada estava calcado nos investimentos e no comércio exterior. Entretanto, esse direcionamento gerou como efeito colateral um excesso de capacidade ociosa pelo lado da indústria. Além disso, a taxa média de expansão do comércio exterior mundial entre 2012 e 2016 (3,1% a.a.) é inferior à metade da verificada entre 2000 e 2008 (6,8% a.a.). Como resultado, nos últimos anos, o governo está lançando mão de medidas para incentivar a demanda, tornando o consumo das famílias e os serviços vetores protagonistas do crescimento. A abertura do PIB pela ótica da demanda mostra que esse processo ocorre de maneira lenta e gradual.

Gráfico 1.18. Contribuição dos componentes do PIB pela ótica da demanda para o crescimento

(Em pontos percentuais)



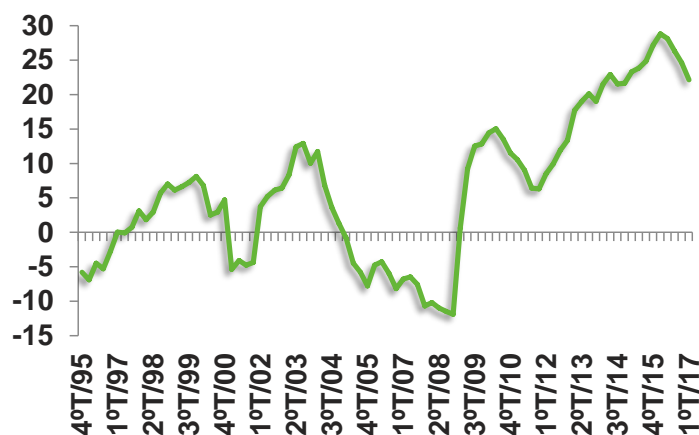
Fonte: CEIC. Elaboração: FIERGS/UEE.

O ano de 2017 foi marcado pelo Congresso do Partido Comunista Chinês (PCC), evento de grande importância para o entendimento do futuro do país e do mundo. A cada cinco anos, os principais líderes se reúnem para definir o comando político nos próximos cinco, além de traçar diretrizes de médio e longo prazo para diversas áreas de atuação.

Além de ser reconduzido para o comando, o presidente Xi Jinping também anexou o seu nome à Constituição, da mesma forma que Mao Tsé Tung e Deng Xiaoping, abrindo espaço para a manutenção do comando para além dos dois mandatos sucessivos regimentais. No discurso de abertura do Congresso, Jinping focou nos objetivos de longo prazo da nação. O primeiro deles é o de construir uma “sociedade moderadamente próspera”, através da erradicação da pobreza até 2021, ano em que se comemora o centenário do PCC. Já o segundo envolve tornar a China um “país totalmente desenvolvido” até 2049. Nesse caso, o regime buscará eliminar a desigualdade de renda até 2035. Posteriormente, até 2050, a China deverá se tornar “um grande líder global”. Apesar de reforçar o papel central que o estado deve exercer como indutor do crescimento, Jinping destacou a intenção de seguir promovendo a abertura da economia, responsável por trazer progresso à China, de acordo com o seu discurso.

É importante notar que o crescimento do país segue muito dependente da expansão de crédito, o que aumenta os riscos de uma crise econômica e financeira no futuro. O gráfico abaixo mostra o hiato do crédito, que representa a diferença entre o seu valor efetivo e a tendência da série, obtida através da aplicação do filtro *Hodrick-Prescott*. Os dados do BIS mostram que os empréstimos foram aumentando sucessivamente mais do que os patamares de equilíbrio após a crise financeira internacional.

Gráfico 1.19. Hiato do crédito concedido ao setor privado não financeiro
(Desvio em relação à tendência – % do PIB)



Fonte: BIS. Elaboração: FIERGS/UEE.

O problema do excesso de crédito não diz respeito exclusivamente ao setor privado. As instituições financeiras da China, por exemplo, têm incentivos para emprestar recursos para empresas estatais improdutivas, em função da crença de resgate, por parte do governo, caso enfrentem problemas financeiros.

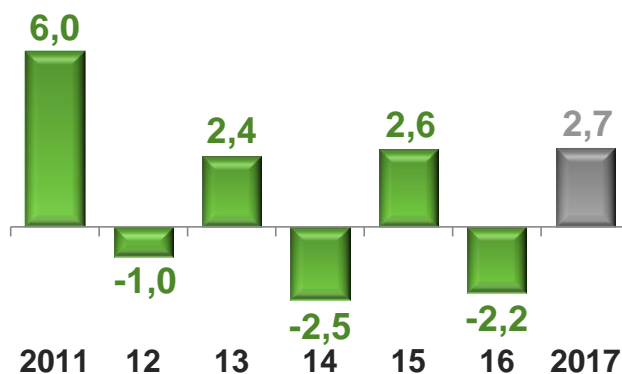
A correção de rota requer, naturalmente, a diminuição do saldo de crédito em circulação na economia, mas isso vai de encontro às metas de crescimento estabelecidas pelas autoridades. O governo já tomou as primeiras medidas no sentido de facilitar a desalavancagem, porém o esforço não deverá ser capaz, de acordo com o FMI, de mudar a trajetória de crescimento da dívida bruta chinesa como proporção do PIB. Essa variável, atualmente em 44%, deverá se expandir em cerca de 3 pontos percentuais ao ano até 2022.

Argentina

A Argentina consolidou sua retomada ao longo de 2017. Após a retração do PIB de 2,2% no ano passado, fruto das medidas contracionistas adotadas pelo governo Mauricio Macri para

reestabelecer o equilíbrio macroeconômico, o nível de atividade deverá registrar seu melhor resultado em seis anos: +2,7%, de acordo com o Banco Mundial. No acumulado entre 2012 e 2017, no entanto, o PIB deverá crescer apenas 1,8%.

Gráfico 1.20. PIB da Argentina
(Var. % em relação ao ano anterior)

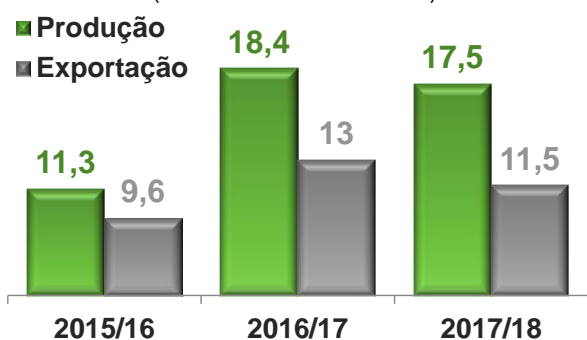


Fonte: INDEC e Banco Mundial. Elaboração: FIERGS/UEE.

Na abertura pela ótica da oferta, o grande destaque de 2017 ficou por conta do desempenho da agropecuária, que deverá se expandir 8% em comparação com o recuo de 5,7% registrado em 2016, de acordo com a estimativa do governo. Isso se deveu, primordialmente, à retirada dos impostos de exportação que incidiam sobre o trigo e o milho. No caso da soja, a alíquota, atualmente em 30%, deverá cair gradativamente em 0,5 p.p. ao mês a partir de janeiro de 2018. Os dados do Departamento da Agricultura dos Estados Unidos (USDA) mostram o efeito benéfico dessa política sobre a produção e sobre o aumento da competitividade do produto no exterior.

Gráfico 1.21. Produção e exportação de trigo da Argentina

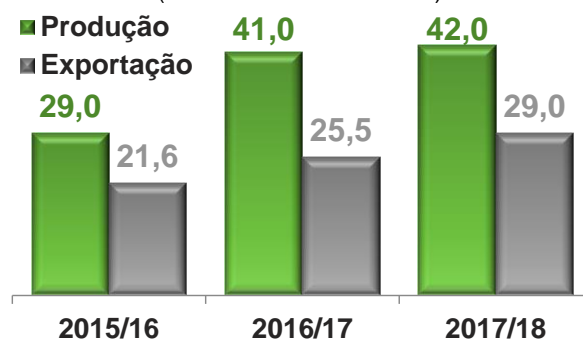
(Em milhões de toneladas)



Fonte: USDA. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 1.22. Produção e exportação de milho da Argentina

(Em milhões de toneladas)



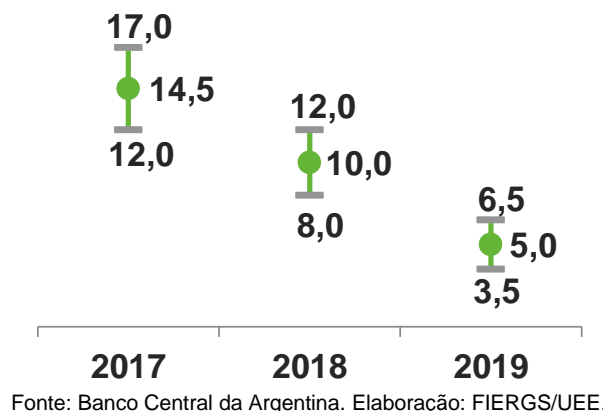
Fonte: USDA. Elaboração: FIERGS/UEE.

A desaceleração da inflação também foi benéfica para a atividade, gerando ganhos reais de salários que beneficiaram a demanda doméstica. Entretanto, a desaceleração do crescimento do nível de preços deve ficar aquém da meta estabelecida pelo governo: a liberação de algumas tarifas de transporte e energia no ano passado fez com o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) alcançasse 40% em 2016, enquanto que as expectativas apontam para alta de 23% em 2017. A variação é bem mais alta do que a meta estipulada, entre 12% e 17%, por parte do Banco Central. A elevada indexação dificulta também os objetivos estipulados para os próximos anos, já que o mercado espera que o IPC encerre o ano que vem em 15,8%. Ainda sobre o aquecimento da

economia argentina em 2017, a redução do tamanho dos subsídios também abriu espaço para que o governo aumentasse os investimentos, favorecendo o crescimento.

Gráfico 1.23. Meta de inflação na Argentina

(Var. % em relação ao ano anterior)



A entrada de divisas proveniente do aumento das vendas externas de *commodities*, a reconquista do acesso ao mercado de crédito internacional no ano passado e a melhora da imagem do país junto aos investidores contribuíram para o aumento das reservas internacionais. Em setembro do ano passado, o estoque era de US\$ 29,9 bilhões, enquanto que em outubro de 2017, havia alcançado US\$ 52,2 bilhões: alta de +74,6%.

No âmbito da política fiscal, o governo continuou reduzindo os subsídios, subconta que representa o maior fardo para as finanças públicas do país. De acordo com estimativas da *JP Morgan*, o custo das subvenções às tarifas de transporte e de energia representava 3,6% do PIB do país em 2016. Em 2017, deverá alcançar 2,5% do PIB. Mesmo assim, a meta de déficit primário no presente ano, de 4,2%, não deve ser alcançada, de acordo com as projeções do FMI (-4,6%).

O governo Macri obteve uma expressiva vitória nas eleições legislativas de outubro, responsáveis pela renovação de metade da Câmara e um terço do Senado. Mesmo sem a possibilidade de formar uma maioria em nenhuma das casas, o partido do mandatário argentino sagrou-se amplamente vencedor, obtendo o maior número de votos nas cinco províncias mais populosas do país, algo que não acontecia desde 1985. A oposição saiu enfraquecida, por conta da fragmentação existente entre os peronistas que apoiam e rejeitam Cristina Kirchner – ex-presidente que conquistou uma vaga no Senado e principal líder da oposição –, além da extrema esquerda.

Perspectivas para 2018

O **cenário base** para o ano que vem indica a sustentação das taxas de crescimento econômico do mundo vistas em 2017. Por um lado, o grupo dos países desenvolvidos, cujo PIB apresentou forte expansão no ano passado, a partir dos bons resultados dos Estados Unidos, Zona do Euro e Japão, deve apresentar leve moderação nas taxas por conta do efeito estatístico menos favorável. Por outro lado, os emergentes devem acelerar, dado que ainda há espaço para o prosseguimento da recuperação cíclica de países como a Rússia, Brasil e Argentina.

Os **Estados Unidos** devem seguir crescendo em ritmo semelhante ao verificado em 2017. A expectativa com relação à política monetária é de manutenção da atual trajetória de elevação suave das taxas de juros. Essa tese é corroborada pelo fato de o novo presidente do FED, Jerome

Powell, ter votado sempre em linha com as decisões majoritárias do colegiado desde que se tornou um dos membros com poder de voto há cinco anos. Ademais, vale destacar que as reformas discutidas no âmbito do Congresso não devem produzir efeitos significativos ao longo de 2018. As mudanças na legislação tributária, por exemplo, caso aprovadas nos próximos meses, só produzirão seus primeiros efeitos a partir do novo ano fiscal, que se inicia em outubro de 2018. Contudo, eventuais ruídos existentes nas negociações das reformas, sobretudo dentro do Partido Republicano, base de apoio ao Presidente Donald Trump, podem desacelerar o crescimento econômico pela contaminação do canal das expectativas. Outro fato importante a ser observado, ainda sobre a política fiscal, envolve o atingimento do limite legal para o endividamento do país no mês de dezembro. Mesmo com a proximidade do evento, existe a possibilidade de que o Tesouro utilize medidas extraordinárias para impedir a paralisação de serviços até a metade de 2018. Acreditamos, portanto, que o Congresso chegará a um acordo, mas será incapaz de solucionar o déficit público crônico do país, que tende a se agravar nos próximos anos.

Com relação à **Zona do Euro**, o crescimento do PIB do bloco deverá desacelerar levemente no ano que vem. Isso se deve, principalmente, por conta do efeito estatístico que elevou a base de comparação. O bom desempenho esperado para a atividade econômica do grupo se deve, em primeiro lugar, à perspectiva de manutenção das condições monetárias muito acomodáticas, mesmo que o BCE venha a reduzir o ritmo de compra de ativos ou até mesmo encerrar o *Quantitative Easing* em outubro. Não existe perspectiva de alteração nos juros, que devem seguir em patamares negativos ao longo do ano que vem, ou seja, a liquidez continuará farta. Por sua vez, a política fiscal, apesar da expectativa de neutralidade do ponto de vista da atividade segundo a Comissão Europeia, deverá dar sustentação aos números positivos.

A economia do **Japão** deve desacelerar em 2018, por conta do fim dos efeitos da política fiscal expansionista do governo e da conclusão de boa parte dos investimentos visando as Olimpíadas de 2020. A geração de crescimento sustentado, o constante risco de deflação e a necessidade de reequilíbrio das finanças públicas seguem sendo os principais desafios para o país. O aumento da alíquota do imposto sobre o consumo deve ocorrer somente em 2019, o que representa algo positivo para o nível de atividade no ano que vem, mas pode reduzir o potencial de crescimento no médio e longo prazo em função do aumento da desconfiança.

A expectativa é de que a **China** venha a repetir em 2018 o bom desempenho econômico registrado ao longo de 2017. O governo deve seguir com um *mix* de política econômica expansionista suficiente para garantir a meta governamental de dobrar o PIB real entre 2010 e 2020. Apesar de constituir algo positivo no que tange ao panorama para o nível de atividade no curto e médio prazo, o perfil de crescimento da China, ainda muito calcado na expansão de crédito fora do sistema bancário, deve aumentar os riscos de uma crise no futuro.

A tendência é de que o governo Macri siga com seu perfil reformador na **Argentina**, incluindo a modernização da legislação tributária, a redução dos custos de demissão e contratação dos trabalhadores e a manutenção do ajuste fiscal, visando reduzir o déficit público. A expectativa é de que o PIB em 2018 repita o patamar de crescimento verificado em 2017. O fortalecimento da demanda doméstica, a paulatina evolução no ambiente macroeconômico e a melhora da imagem do país no cenário internacional são alguns dos movimentos que devem contribuir para esse resultado.

No **cenário superior**, haverá uma aceleração mais forte do que a esperada para o PIB mundial, puxada pelas economias emergentes. O significativo processo de represamento da demanda em algumas das nações mais importantes desse grupo abre espaço para que a retomada cíclica possa surpreender positivamente. Não acreditamos que esse impulso venha dos países desenvolvidos, uma vez que o Japão e a Zona do Euro cresceram acima do potencial em 2017, e devem moderar as taxas no ano que vem.

No **cenário inferior**, o recrudescimento das incertezas da economia mundial leva os países desenvolvidos e emergentes a crescerem menos. Nesse cenário, a manifestação de algum dos seguintes riscos contamina o canal das expectativas, provocando a desaceleração da atividade econômica global: (1) a desestabilização financeira na China; (2) aperto das condições financeiras globais, que pode ser deflagrada a partir da surpresa oriunda de um processo mais forte de subida dos juros nos Estados Unidos, prejudicando os emergentes diante da redução do apetite ao risco e da consequente reprecificação dos ativos em escala global; e (3) os desafios envolvendo o sistema bancário da Zona do Euro, uma vez que um terço dos bancos mais importantes do mundo (a maioria localizada na região) não deve ser capaz de gerar retornos satisfatórios, nem mesmo em 2019.

Tabela 1.1. Projeções para o PIB

(Var. % em relação no ano anterior)

	2017*	2018
Economias Avançadas	2,2	2,0
EUA	2,2	2,3
Zona do Euro	2,1	1,9
Alemanha	2,1	1,8
França	1,6	1,8
Itália	1,5	1,1
Espanha	3,1	2,5
Japão	1,5	0,7
Reino Unido	1,7	1,5
Canadá	3,0	2,1
Emergentes e em Desenvolvimento	4,6	4,9
África do Sul	0,7	1,1
Europa emergente	4,5	3,5
Rússia	1,8	1,6
China	6,8	6,5
Índia	6,7	7,4
Oriente Médio	2,2	3,2
Brasil*	0,8	2,8
México	2,1	1,9
Mundo	3,6	3,7

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