

### DESACELERAÇÃO À VISTA

*O balanço de riscos da economia global aponta para desaceleração do crescimento, no curto e longo prazo, reduzindo potenciais surpresas positivas para o crescimento mundial.*

Após um período de estabilidade financeira e do bom ambiente para os negócios em 2017, o sentimento do mercado sofreu uma mudança súbita a partir do segundo trimestre de 2018. Embora a percepção de risco tenha aumentado a instabilidade financeira ao redor do globo, a expansão da atividade econômica mundial em 2018 deve ficar próxima a observada no ano passado.

Apesar da franca expansão da economia norte-americana, impulsionada pelo estímulo fiscal herdado da reforma tributária, algumas das economias desenvolvidas – Alemanha, Reino Unido e Japão, por exemplo – deram sinais de desaceleração da atividade econômica no último trimestre de 2018. Enquanto isso, as economias emergentes convivem com pressões externas em decorrência do enxugamento de liquidez internacional, especialmente aquelas com maior fragilidade dos fundamentos econômicos, como é o caso de Argentina, Brasil e Turquia.

Alguns vetores foram responsáveis pela deterioração da conjuntura externa, dos quais se destacam a política monetária restritiva do *Federal Reserve* (FED), a valorização do dólar, o recrudescimento das tensões comerciais e a crise dos emergentes. O menor diferencial de juros entre a taxa básica doméstica e os *FED funds* dos Estados Unidos, resultou na reversão do fluxo de capitais, enquanto as tensões comerciais e o fortalecimento do dólar frente às demais moedas aumentaram os custos para tomadores de empréstimos em moeda forte, pressionando o balanço de pagamentos de diversas economias.

Embora as condições do mercado ainda permaneçam acomodáticas e, de alguma forma, favoráveis ao crescimento econômico, estas mesmas condições podem se alterar abruptamente, a depender de um aperto generalizado das políticas monetárias dos bancos centrais das economias desenvolvidas, o que pode interromper os fluxos de capitais no mercado internacional e jogar um balde de água fria na expansão do PIB Mundial.

### Mundo

De acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), a expectativa de crescimento do PIB mundial para 2018 é de 3,7%. Embora o avanço estimado para este ano ainda seja robusto, assimetrias na sua dinâmica têm surgido ao longo do ano.

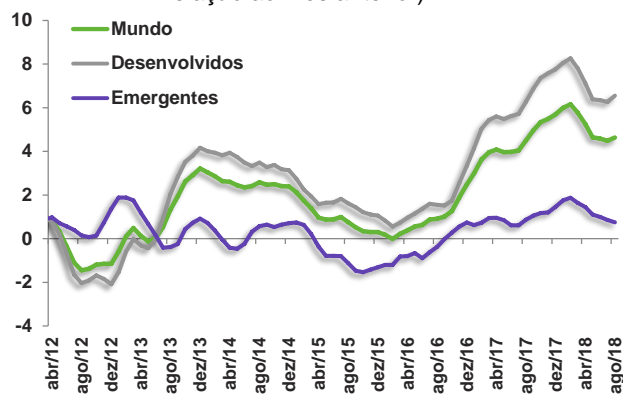
Conforme aponta o Índice de Gerente de Compras para o setor de manufaturados (PMI) ilustrado no Gráfico 1.1, é possível perceber um aumento do número de compras dos manufaturados nos três primeiros meses do ano, haja vista o forte impulso do crescimento global em 2017. Contudo, após o início das tensões comerciais no fim de março e dos indicativos de desaceleração da economia chinesa, o índice iniciou uma trajetória de queda até o fim do primeiro semestre do ano, com sinais de estabilização da atividade após uma leve recuperação dos países desenvolvidos nos meses de julho e agosto. O resultado parece estar em linha com os principais indicadores de atividade econômica de algumas economias desenvolvidas, como é o caso da Alemanha e Japão. Ambas têm no setor externo um grau elevado de inserção nas cadeias globais de valor, sobretudo na indústria automobilística. Pela primeira vez nos últimos três anos, a Alemanha assinalou retração de 0,8% da atividade econômica em relação ao terceiro trimestre em

termos anualizados, ao passo que o Japão apresentou um decréscimo de 1,2% sob a mesma base de comparação.

Nesse sentido, os sinais de desaceleração da economia mundial têm contribuído cada vez mais para o aumento do pessimismo e da incerteza, o que tem provocado uma redução modesta do volume do comércio ao longo de 2018, mas que deve ter impactos mais intensos nos próximos anos.

**Gráfico 1.1. PMI de manufaturas**

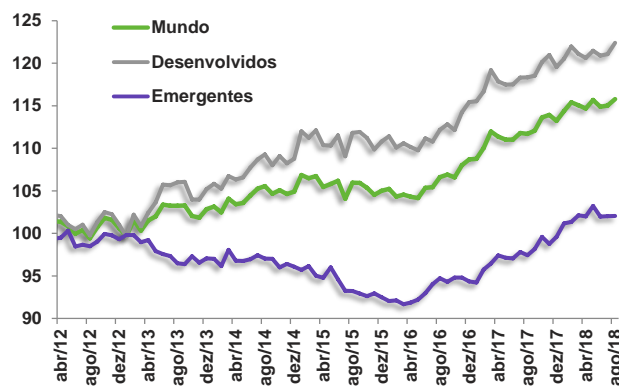
(Desvio em relação ao patamar de 50 pontos: valores positivos indicam aumento no número de pedidos em relação ao mês anterior)



Fonte: Markit Economics. Elaboração: FIERGS/UEE.

**Gráfico 1.2. Confiança dos consumidores**

(Índice de base fixa: 2010 = 100)



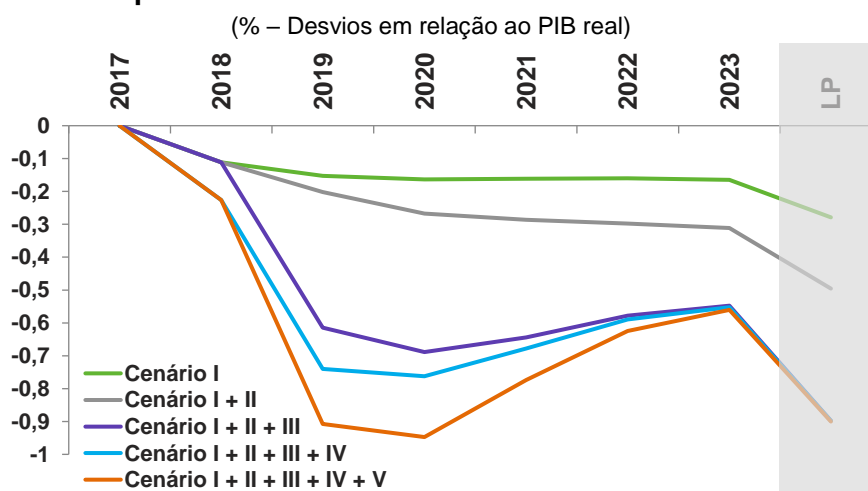
Fonte: Haver Analytics. Elaboração: FIERGS/UEE.

## Guerra Comercial

Em 2018, observou-se a ascensão do discurso protecionista sobre o comércio em âmbito mundial. Mais recentemente, os Estados Unidos impuseram uma série de tarifas sobre seus parceiros comerciais, bem como o anúncio de outras medidas comerciais, mas que ainda não entraram em vigor. Em contrapartida, os signatários do NAFTA, a China e alguns países da União Europeia anunciaram tarifas equivalentes como retaliação aos Estados Unidos, o que deu início a uma verdadeira guerra comercial que trouxe consigo sérios riscos ao mercado global.

Para estimar as consequências econômicas das disputas comerciais sobre a economia mundial, o FMI analisou o impacto direto das barreiras comerciais, como também a influência das tensões sobre confiança e, portanto, no horizonte de planejamento das empresas e reação dos mercados financeiros em decorrência do aumento do custo de capital das empresas. Para tanto, o FMI considerou quatro cenários: (I) Os Estados Unidos impõem uma tarifa de 10% sobre todas as importações de alumínio, 25% sobre as importações de aço, além de duas tarifas que recaem sobre Bens de Consumo e Intermediários importados da China, sendo 25% sobre US\$ 50 bilhões e 10% sobre US\$ 200 bilhões em mercadorias. Em retaliação, os parceiros comerciais também elevam suas tarifas, assim como a China, que responde com uma tarifa de 7% sobre US\$ 60 bilhões em produtos estadunidenses, elevando-se a 17% em 2019; (II) Os Estados Unidos novamente estabelecem uma tarifa de 25% sobre US\$ 267 bilhões em produtos chineses, enquanto a China retribui com outra tarifa de 25% sobre US\$ 137 bilhões em mercadoria dos EUA; (III) Os Estados Unidos sancionam tarifas de 25% sobre a importação de carros e peças automotivas, no valor de US\$ 350 bilhões, enquanto seus parceiros comerciais respondem com a mesma alíquota sobre as importações de automóveis americanos; (IV) Potencial impacto das tensões comerciais sobre a confiança e, portanto, os planos de investimento das empresas; (V) Potencial impacto de um aperto nas condições financeiras das firmas.

**Gráfico 1.3. Impacto das tensões comerciais sobre a economia mundial**



Fonte: FMI. Elaboração: FIERGS/UEE.

Observe, no Gráfico 1.3, que o impacto da introdução de todas as barreiras comerciais elencadas sobre a expansão da economia mundial para 2018 é significativo, assinalando um desvio de -0,1 p.p. do PIB. O cenário se torna ainda mais crítico para os anos posteriores, quando os efeitos da guerra comercial provocariam uma redução estimada em 0,8 p.p. da atividade econômica mundial para os anos de 2019 e 2020, respectivamente. Ademais, as expectativas sugerem uma redução permanente do PIB mundial em 0,4 p.p., denotando um caráter contraprodutivo das tarifas no longo prazo.

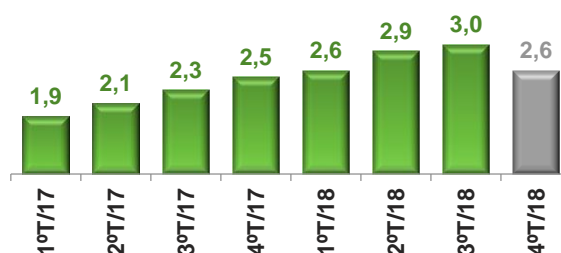
Nesse sentido, as barreiras comerciais podem prejudicar as cadeias globais de valor e retardar a disseminação de novas tecnologias, reduzindo assim a produtividade e o bem-estar em âmbito mundial. Além disso, mais restrições às importações também tornariam os bens de consumo menos acessíveis, limitando assim as possibilidades de consumo de muitas famílias vulneráveis economicamente.

## Estados Unidos

De acordo com as estimativas do *Bureau of Economic Analysis* (BEA), a economia norte-americana irá crescer 2,9% em 2018. O bom resultado da atividade, observada nos três primeiros trimestres do ano, é fruto de um pacote de estímulos fiscais, baseado na combinação da expansão de gastos em infraestrutura, redução de regulamentações e corte de impostos para o setor privado.

**Gráfico 1.4. Crescimento do PIB real dos Estados Unidos**

(Var. % contra trimestre imediatamente anterior)

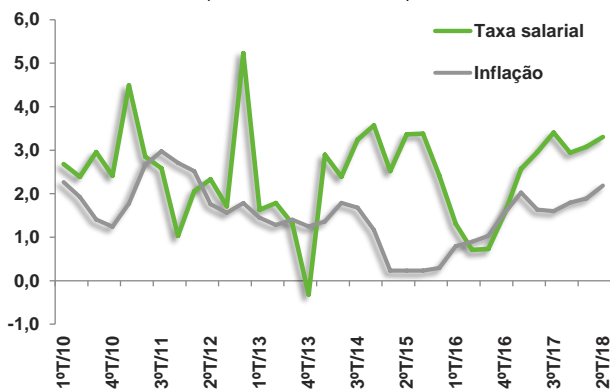


Fonte: BEA. Elaboração: FIERGS/UEE.

A política pró-cíclica não só impulsionou a atividade econômica, mas também resultou na criação de 2,13 milhões de novos postos de trabalho entre janeiro a outubro, culminando na menor taxa de desemprego desde o final da década de 60 (3,7%, ao fim de outubro). Embora a atividade econômica dos Estados Unidos dê sinais de que esteja acima do pleno emprego, a inflação de preços ao consumidor para outubro atingiu o patamar de 2,2% ao ano, permanecendo dentro da meta estabelecida pelo Comitê de Política Monetária Americana (FOMC).

**Gráfico 1.5. Crescimento dos salários e inflação dos Estados Unidos**

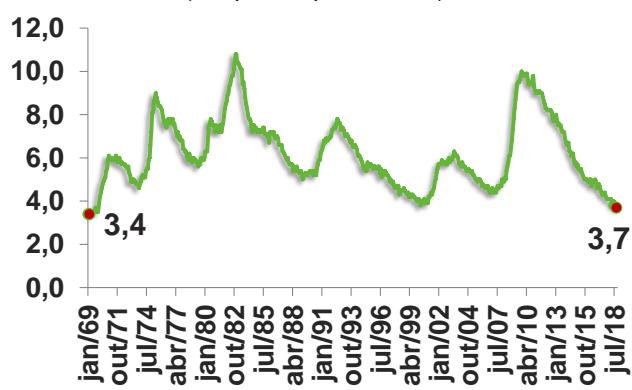
(Var. % anualizada)



Fonte: OCDE. Elaboração: FIERGS/UEE.

**Gráfico 1.6. Taxa de desemprego dos Estados Unidos**

(Em pontos percentuais)



Fonte: BEA. Elaboração: FIERGS/UEE.

Em vista disso, a combinação de uma perspectiva de crescimento econômico robusto, com expectativa de inflação moderada e aumento do nível de confiança do empresariado americano propiciou um ambiente favorável para expansão da atividade no setor privado, evidenciado pela valorização dos principais indicadores do mercado de *equity* dos Estados Unidos. No Gráfico 1.5, é possível perceber a evolução da trajetória da razão entre o preço e lucro por ação do mercado acionário dos Estados Unidos. O crescimento da razão sugere uma expectativa positiva sobre os lucros futuros por parte dos participantes do mercado. O bom desempenho do mercado de *equity* dos Estados Unidos pode ser justificado pelos lucros robustos obtidos pelo setor privado, impulsionados pela recente reforma tributária.

**Gráfico 1.7. Confiança dos empresários da indústria dos Estados Unidos**

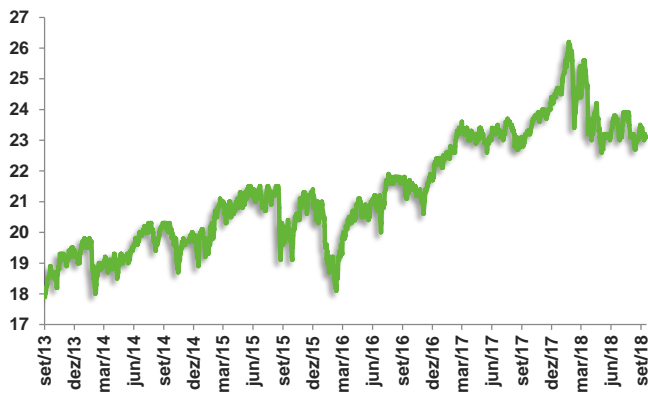
(Desvio percentual em relação à neutralidade)



Fonte: OCDE. Elaboração: FIERGS/UEE.

**Gráfico 1.8. Índice de Preço/Lucro por ação**

(Em pontos percentuais)

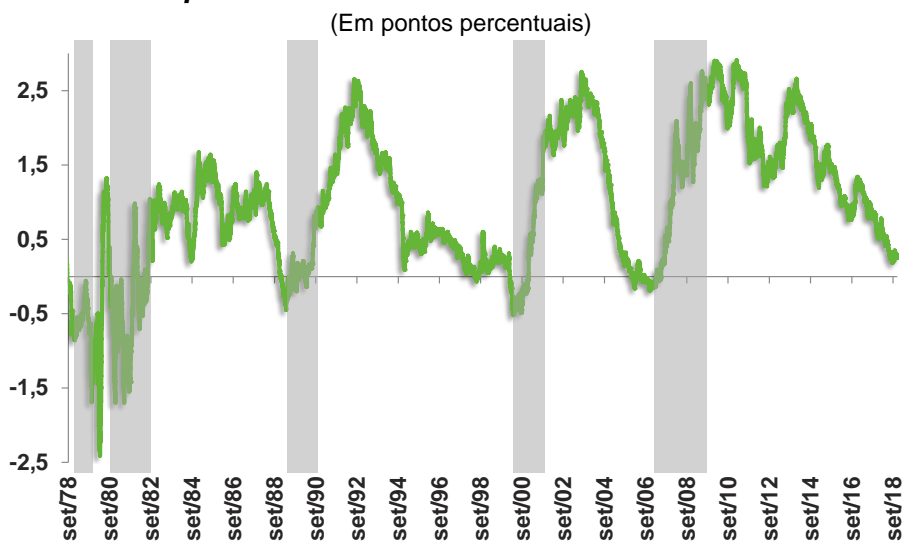


Fonte: Bloomberg Finance L.P. Elaboração: FIERGS/UEE.

No entanto, o *Federal Reserve* (FED) têm demonstrado preocupações sobre um possível risco de recessão, quando colocado em perspectiva o comportamento da curva de juros, de curto e longo prazo, dos títulos da dívida americana. Em ciclos de expansão econômica, expectativa de inflação mais alta e elevação da taxa de juros, a taxa de retorno dos títulos de longo prazo crescem mais do que as taxas de retorno de títulos de curto prazo. Por outro lado, quando há fraco crescimento econômico, baixo nível de inflação e taxa de juros, a curva de juros tende a se achatar. Uma maneira de verificar este comportamento é avaliar o *spread* entre os títulos da dívida americana, com maturidades de 10 e 2 anos.

Historicamente, este *spread* se mostra um bom indicativo de recessões, prevendo de maneira satisfatória as crises da economia americana na década de 80 e 90, o estouro da bolha *dot.com* nos anos 2000 e, por último, a crise do *subprime* em 2008, conforme mostram as áreas hachuradas em cinza, no Gráfico 1.9. Nesse sentido, é possível observar que a diferença entre a taxa de retorno dos títulos da dívida americana vem caindo desde o segundo semestre de 2014, o que indica um achatamento da curva de juros. Este movimento deflagra uma percepção da reversão futura da política monetária e dos ciclos econômicos desfavoráveis.

**Gráfico 1.9. Spread entre os títulos com maturidade de 10 e 2 anos**

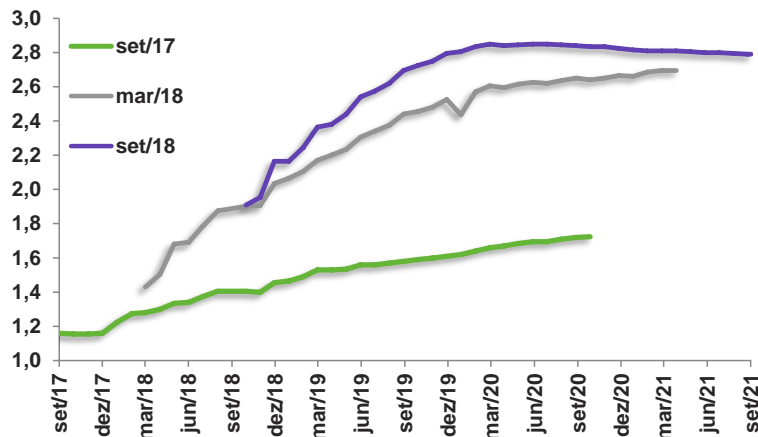


Fonte: *Federal Reserve Economic Data*. Elaboração: FIERGS/UEE.

Com a expectativa de reversão do ciclo econômico e do crescimento do PIB acima do seu potencial, o FED tem se preocupado com o superaquecimento da economia e de uma possível aceleração inflacionária para os próximos meses. Para conter o ímpeto da inflação, a autoridade monetária já sinalizou para ao menos mais uma elevação da taxa de juros até o fim de 2018 e, possivelmente, mais três para 2019. O considerável estímulo fiscal pode antecipar a decisão de elevação da taxa de juros pelo FED para alcançar o *dual mandate* – pleno emprego, preços estáveis e taxas moderadas de juros de longo prazo.

No que se refere ao NAFTA, a renegociação do acordo de livre comércio teve como objetivo modernizar e reequilibrar o comércio entre os signatários (Estados Unidos, Canadá e México), especialmente em relação ao setor automotivo. Com isso, os Estados Unidos pretendem mudar as regras de origem para aumentar o conteúdo norte-americano dentro da cadeia de produção. De acordo com as estimativas do FMI, os três países se beneficiariam de uma renegociação bem-sucedida do NAFTA, na qual haveria espaço para o aumento do fluxo de comércio, bem como o crescimento real do PIB entre os membros.

**Gráfico 1.10. Taxa de juros dos Estados Unidos esperada pelo mercado**  
(Em % a.a.)



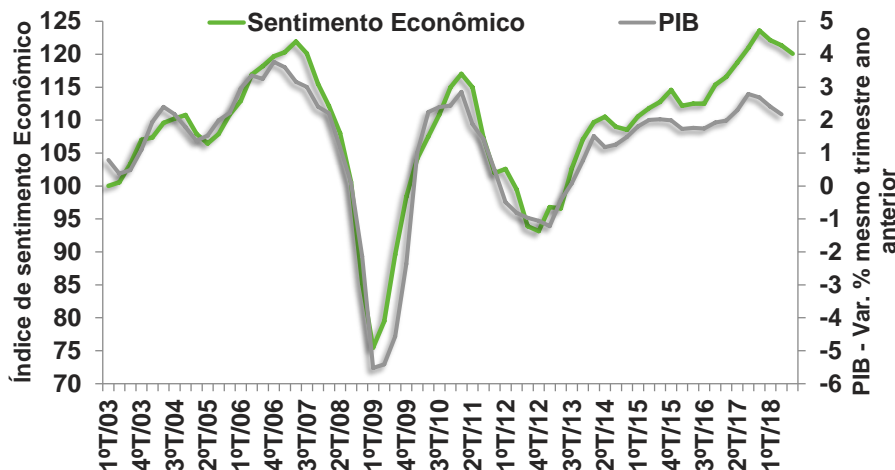
Fonte: Federal Reserve Economic Data. Elaboração: FIERGS/UEE.

## União Europeia e Zona do Euro

A atividade econômica da União Europeia (UE) deve fechar 2018 com um crescimento de 2,2%, ao passo que as expectativas sobre a expansão do PIB da Zona do Euro, união monetária que agrupa 19 dos 28 países da UE, giram em torno de 2,0% para este ano. Embora a Zona do Euro tenha alcançado bons resultados no primeiro semestre, sustentado por políticas macroeconômicas que favoreceram o crescimento do consumo privado, o enfraquecimento da demanda externa por Bens Intermédios e de Capital – que representam dois terços das exportações de bens da Zona do Euro para o resto do mundo – contribuiu para a redução das perspectivas de crescimento da região. O Gráfico 2.1 mostra a correlação 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%). Após o crescimento das exportações no último semestre de 2017, é possível perceber um declínio do índice de Sentimento e da atividade econômica, precisamente quando se inicia o aperto de liquidez global e o início das tensões comerciais.

**Gráfico 1.11. 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.

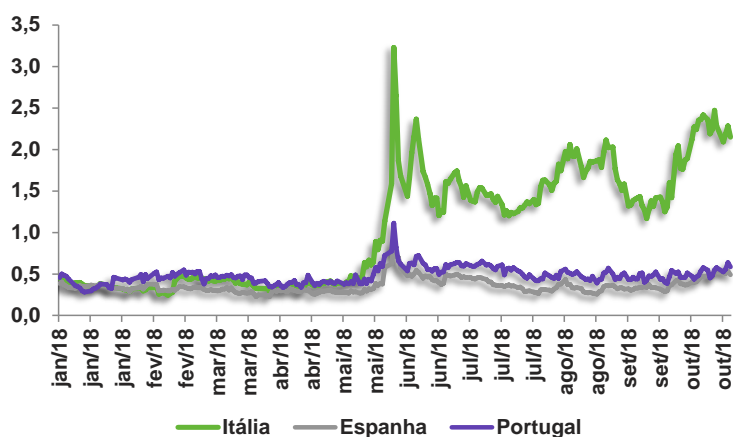


Além disso, parte da desaceleração no terceiro trimestre reflete a menor produção de automóveis, principalmente na Alemanha, à medida que as montadoras se adaptam para cumprir a meta de redução de gases poluentes. Como resultado, no terceiro trimestre deste ano, a economia alemã apresentou um recuo de 0,8% na comparação com o igual trimestre de 2017.

Na Itália, a taxa de retorno dos títulos soberanos atingiu a máxima em quatro anos em decorrência da incerteza sobre o novo governo de coalizão e da condução da política fiscal. Até agora, transbordamentos para outros mercados têm sido razoavelmente contidos, mas existe um risco real de contágio para outras economias, especialmente sobre aquelas que possuem fundamentos macroeconômicos mais fracos e baixo estoque de reservas internacionais.

**Gráfico 1.12. Spread entre as taxas de retorno dos títulos europeus**

(Em pontos percentuais)



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Elaboração: FIERGS/UEE.

Para contrabalançar os efeitos do arrefecimento da economia na Zona do Euro, o Banco Central Europeu (BCE), em junho, anunciou a extensão *do Quantitative Easing* até o final do ano, ao mesmo tempo em que sinalizou para a redução das compras de ativos mensais, de € 30 bilhões para € 15 bilhões em outubro. O afrouxamento monetário faz sentido, uma vez que a inflação dentro da união monetária ainda permanece sob controle. Além disso, o BCE também se comprometeu a manter as taxas nos níveis atuais, pelo menos até julho de 2019.

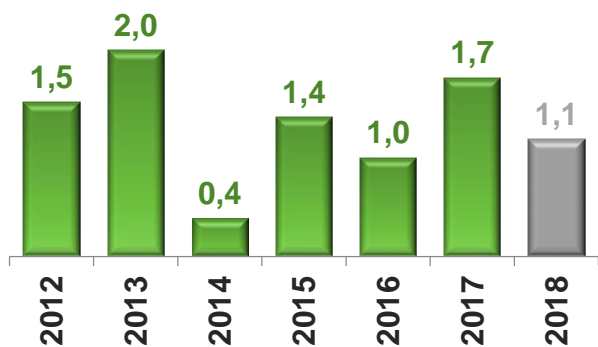
Por último, a possibilidade de um Brexit “sem compromisso” aumenta o risco da introdução de barreiras comerciais entre o Reino Unido e a União Europeia. Atualmente, o Reino Unido é um dos maiores parceiros comerciais da UE, representando cerca de 13% de seu comércio de bens e serviços. Embora todos os resultados prováveis da saída do bloco imponham custos sobre a economia de ambos, um acordo que minimize a introdução de barreiras comerciais reduziria o impacto sobre o crescimento da renda das duas partes.

## Japão

Apesar dos sinais de desaceleração apontados na apuração da atividade econômica do terceiro trimestre de 2018, a expectativa de crescimento para o PIB japonês é de uma expansão da ordem de 1,1%. Desde a introdução da política econômica do primeiro ministro Shinzo Abe, o *Abenomics* continua a colaborar para a manutenção do crescimento do Japão. As três flechas, compostas pelo afrouxamento monetário agressivo, consolidação fiscal e reformas estruturais de fomento ao crescimento do investimento privado, têm sido bem sucedidas para estabilidade do

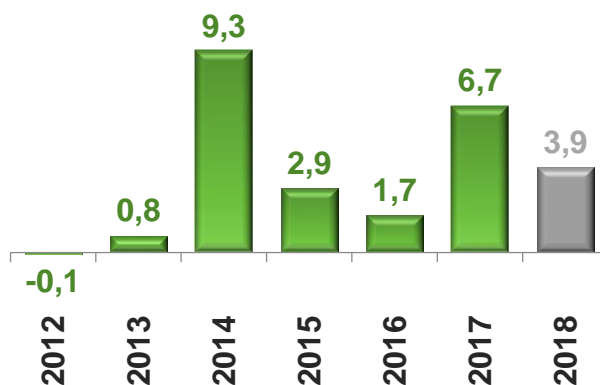
País, afastando os riscos de deflação e recessão econômica. Apesar destes esforços, o enfraquecimento da demanda externa e a desaceleração econômica da China prejudicaram a economia japonesa, já que boa parte da sua força se concentra no setor exportador de manufaturas. Mesmo assim, a perspectiva para as exportações do Japão é de um crescimento de 3,9% para este ano.

**Gráfico 1.13. PIB do Japão**  
(Var. % anual)



Fonte: FMI. Elaboração: FIERGS/UEE.

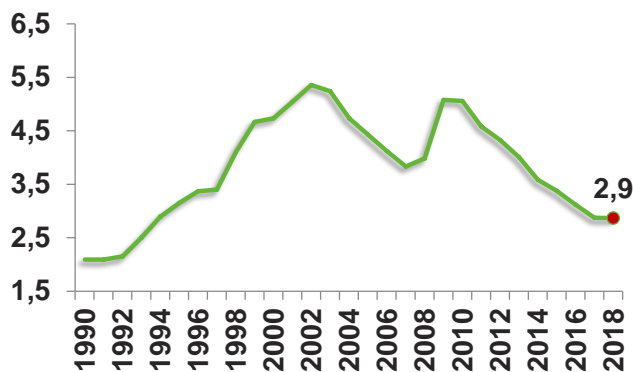
**Gráfico 1.14. Volume de exportações de Bens e Serviços do Japão**  
(Var. % anual)



Fonte: FMI. Elaboração: FIERGS/UEE.

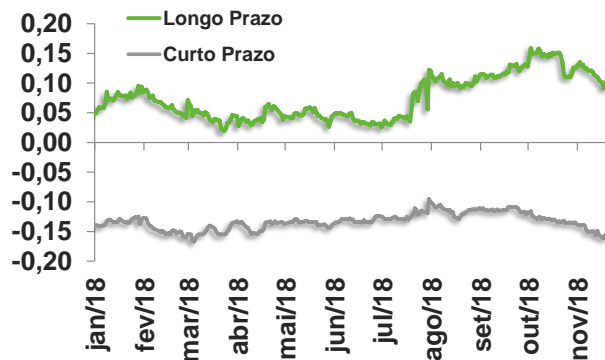
Conforme as estimativas do FMI, a atividade do país asiático está acima do seu produto potencial. Alterações na legislação trabalhista que visaram a maior participação da mulher e de trabalhadores com idade avançada contribuíram para o aumento da oferta de mão-de-obra no mercado de trabalho japonês, culminando na menor taxa de desemprego (2,9%) desde 1993.

**Gráfico 1.15. Taxa de desemprego**  
(Em pontos percentuais)



Fonte: FMI. Elaboração: FIERGS/UEE.

**Gráfico 1.16. Curva de juros do Japão**  
(Em pontos percentuais)



Fonte: Bank of Japan. Elaboração: FIERGS/UEE.

Em relação ao nível de preços, a expectativa de inflação do Japão ronda os 1,2%, permanecendo abaixo da meta, mesmo com a economia operando acima do PIB potencial. Com isso, o Banco Central do Japão (BoJ) adotou uma abordagem mais paciente na condução da política monetária. Para tanto, o BoJ sinalizou que irá manter a taxa básica de juros em patamares negativos por um período mais extenso, fixando a meta em 0% a.a. Ainda, a autoridade monetária modificou a sua curva de juros de longo prazo para permitir uma banda de desvio maior em relação a curva de juros de curto prazo. Ao que tudo indica, a postura da política monetária seguirá frouxa, estimulando assim a expansão do consumo, do crédito e do investimento privado.

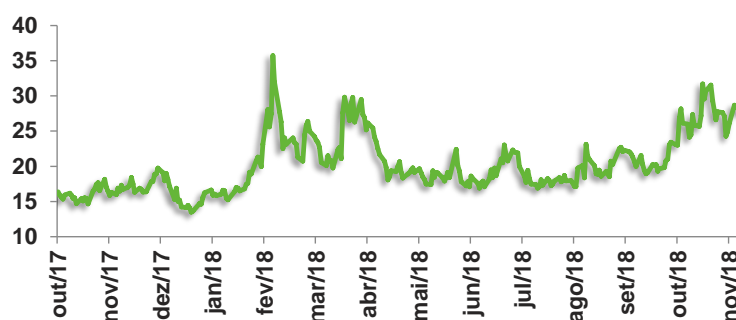


No entanto, o ambiente de taxa de juros em níveis extremamente baixos, somado a transformação demográfica da população japonesa, podem comprimir a rentabilidade das instituições financeiras locais. Portanto, riscos associados a este tipo de política monetária podem persistir e devem impor desafios particulares para os bancos japoneses nos próximos anos.

## Emergentes

O grupo de países que compõem as economias emergentes e em desenvolvimento deve continuar a se expandir no mesmo ritmo que em 2017 e possivelmente voltarão a registrar um crescimento de 4,7% neste ano, segundo as projeções do FMI. Importantes acontecimentos reduziram as perspectivas de surpresas positivas para os emergentes em razão do gradual aumento da incerteza no cenário externo. O enxugamento da liquidez internacional e a própria desaceleração da economia chinesa, somados às tensões comerciais levaram a uma intensa volatilidade nos mercados emergentes, resultando na reversão do fluxo capital, assim como fortes desvalorizações cambiais frente ao dólar, principalmente sobre aquelas economias de maior fragilidade nos fundamentos macroeconômicos e com maior risco político.

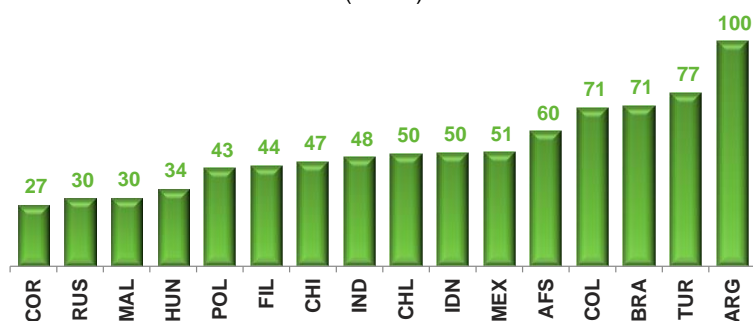
**Gráfico 1.17. Volatilidade das economias emergentes**  
(Índice)



Fonte: Chicago Board Options Exchange. Elaboração: FIERGS/UEE.

Para avaliar a vulnerabilidade das economias emergentes, consideramos um índice baseado em seis indicadores: (1) razão entre o saldo em conta corrente e PIB; (2) razão entre dívida pública bruta e PIB; (3) razão entre as reservas internacionais e o PIB; (4) razão entre a dívida externa e exportações anualizadas; (5) média da taxa de inflação anual dos últimos três anos; (6) variação do crédito bancário concedido ao setor privado em proporção ao PIB dos últimos cinco anos.

**Gráfico 1.18. Índice de vulnerabilidade econômica**  
(Índice)

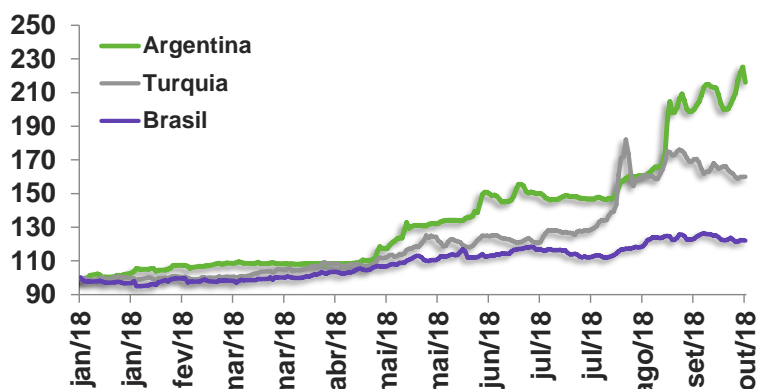


Fonte: FMI, BIS e Banco Mundial. Elaboração: FIERGS/UEE.

Em síntese, estes indicadores avaliam a condição de liquidez e solvência de uma nação, como também a sua resiliência em relação a choques de juros e do câmbio. O índice de vulnerabilidade econômica varia de 0 a 100 pontos, sendo que economias mais vulneráveis possuem valores próximos à centena. Dentre o conjunto de países emergentes analisados, Argentina, Brasil e Turquia se mostraram os três países com maior fragilidade em seus fundamentos. Não por acaso, ambos apresentaram as desvalorizações cambiais mais acentuadas durante o ano, em relação a cesta de moedas dos países emergentes.

**Gráfico 1.19. Maiores desvalorizações cambiais em relação ao dólar**

(Índice base fixa: jan/2018 = 100)



Fonte: Federal Reserve Economic Data. Elaboração: FIERGS/UEE.

Por outro lado, o panorama para as economias emergentes da Ásia segue positivo, registrando um forte crescimento de 6,5% em relação a 2017. Impulsionada pela recuperação da demanda doméstica, a Índia se destaca e deve registrar uma expansão de 7,3% para 2018.

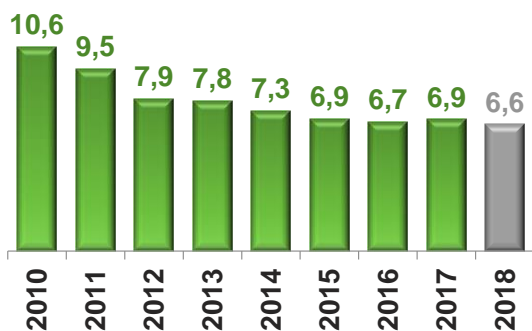
Em relação ao principal emergente do continente europeu, a Rússia está se recuperando da recessão de 2015/16, em resposta da política econômica e do aumento dos preços internacionais das *commodities* energéticas. O crescimento projetado para 2018 é de 1,7%, sustentado pela recuperação do consumo privado da expansão do crédito.

Já a economia mexicana continuou a mostrar resiliência diante de um ambiente complexo. O consumo privado continua a ser o principal fator de impulso da atividade, apoiado pelas exportações de manufaturados. Enquanto isso, o investimento privado se mantém reprimido pela incerteza sobre o futuro do acordo comercial com os Estados Unidos. Portanto, a atividade econômica vem crescendo a um ritmo moderado e deve atingir, ao fim de 2018, uma expansão de 2,1%.

## China

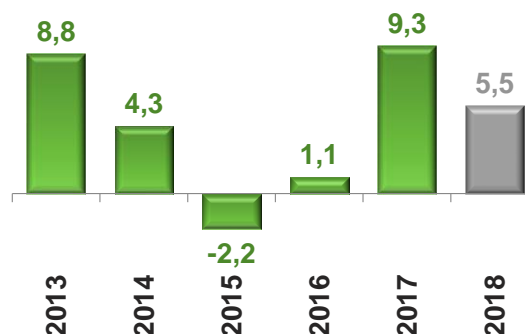
De acordo com as estimativas do FMI, a economia chinesa deve fechar 2018 com uma expansão de 6,6%. Apesar do crescimento econômico previsto, a estimativa de crescimento para o PIB é a menor desde a década de 90, o que mostra uma desaceleração em curso para a atividade econômica do País. Os sinais de arrefecimento têm origem na estratégia para contornar a crise de 2009, quando o governo central chinês expandiu consideravelmente o crédito para os governos locais que, por sua vez, promoveram investimentos em empresas estatais e infraestrutura. Nesse sentido, distorções foram geradas por meio da política creditícia, refletindo sobre o endividamento acentuado e o excesso de oferta em diversos segmentos.

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



Fonte: FMI. Elaboração: FIERGS/UEE.

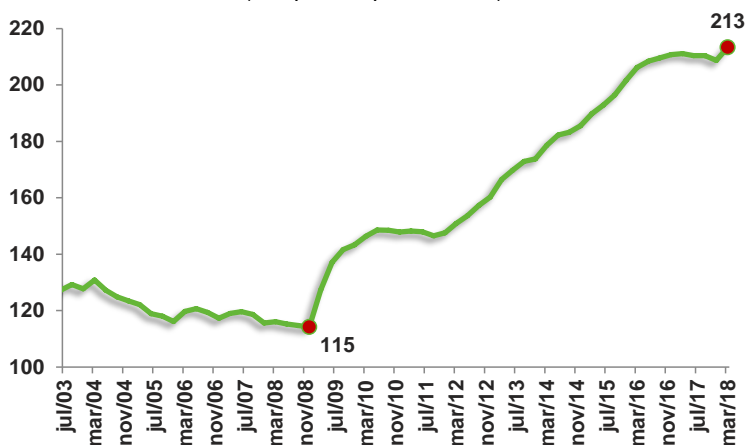
**Gráfico 1.21. Volume de exportações de bens e serviços da China**  
(Var. % em relação ao ano anterior)



Fonte: FMI. Elaboração: FIERGS/UEE.

Outro fator que contribuiu para a redução das expectativas sobre a China neste ano, embora em menor grau, foi a materialização da guerra comercial, disseminando um impacto negativo não apenas para o setor exportador, mas também sobre as decisões de investimento das firmas. O recrudescimento das relações comerciais com Estados Unidos veio a se intensificar a partir do segundo trimestre deste ano, com rodadas consecutivas do aumento de tarifas de ambos os lados. O FMI estima que o impacto da guerra comercial sobre a economia chinesa, considerando o pior cenário<sup>1</sup>, seria de uma redução estimada em 0,4 p.p. do PIB. Apesar da perda do ímpeto do setor exportador a partir do segundo semestre deste ano, as boas condições da economia mundial no primeiro trimestre de 2018 compensaram, em parte, o volume exportado em 2018, na qual a expectativa de crescimento é da ordem de 5,5.

**Gráfico 1.22. Relação Crédito/PIB da China**  
(Em pontos percentuais)



Fonte: BIS. Elaboração: FIERGS/UEE.

No que se refere à alavancagem da economia chinesa, a partir de 2017 o governo da China foi capaz de estabilizar a relação do crédito/PIB por meio de uma forte regulação financeira sobre o setor imobiliário e de instituições financeiras não-bancárias, o que ajudou a desalavancar a economia. Naturalmente, o controle do risco financeiro via contenção do crédito resultou em um ritmo mais lento da atividade econômica já no primeiro semestre de 2018. Como resposta a desaceleração, a política monetária foi aliviada através de dois cortes no compulsório bancário,

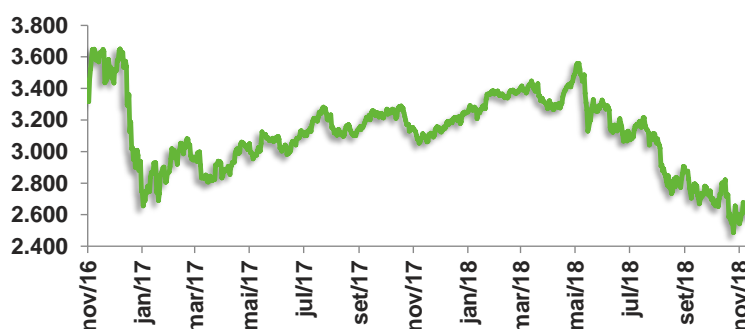
<sup>1</sup> Para mais informações sobre os diferentes cenários, recomenda-se a leitura do tópico “Guerra Comercial”, no início deste capítulo.

dando sinais de um novo aumento da relação crédito/PIB, deflagrado no fim do terceiro trimestre de 2018.

No entanto, o lento progresso da agenda de reformas estruturais, sobretudo as reformas que envolvem a reestruturação das empresas estatais visando a redução da capacidade instalada, bem como as pressões do aperto creditício ao setor privado e das tensões comerciais, tem provocado um sentimento de pessimismo sobre as perspectivas da economia chinesa. Em decorrência desta frustração geral, o índice da bolsa de Shangai despencou a partir de maio, representando uma queda de 18,4% no ano.

**Gráfico 1.23. Índice da Bolsa de Shangai**

(Em pontos)



Fonte: CEIC. Elaboração: FIERGS/UEE.

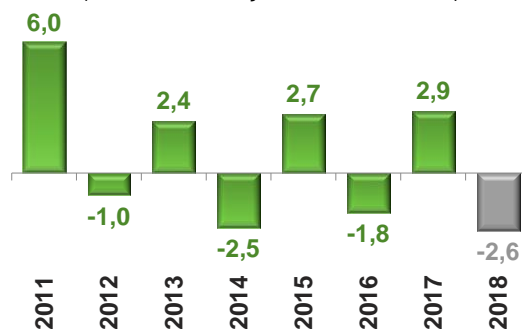
Por último, a consolidação de Xi Jinping no poder por mais dez anos sob o comando do governo chinês abriu espaço para o estabelecimento de sua doutrina. A decisão deve manter a estabilidade na gestão de política econômica e da continuidade da agenda de ajustes estruturais, priorizando a gestão de riscos financeiros e desalavancagem da economia.

## Argentina

Após uma expressiva recuperação da atividade econômica ao longo do ano de 2017, a Argentina novamente deve apresentar queda do PIB, na qual é esperado um decréscimo de 2,6% em relação ao ano passado. O fracasso na política gradualista de estabilização fragilizou a economia do País, deixando-o em situação vulnerável frente ao enjugamento de liquidez no mercado global.

**Gráfico 1.24. PIB da Argentina**

(Var. % em relação ao ano anterior)

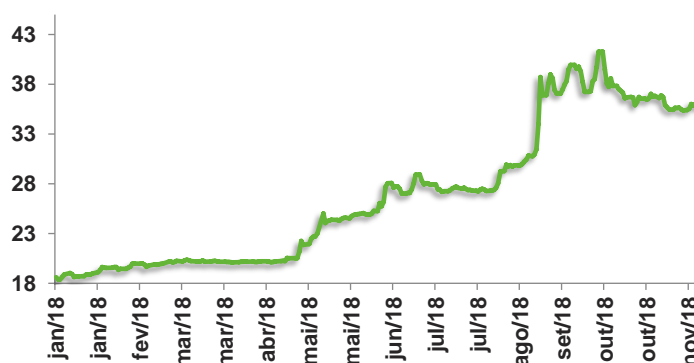


Fonte: INDEC e Banco Mundial. Elaboração: FIERGS/UEE.

Além disso, o aumento do déficit externo, intensificado pela quebra de safra agrícola deste ano, contribuiu para o aumento da percepção de risco generalizada que resultou na saída de capitais externos. Os crescentes desequilíbrios no balanço de pagamentos gerados a partir daí resultaram em uma acentuada desvalorização cambial, alcançando uma máxima histórica do peso em relação ao dólar (ARS/US\$ 41,29). Para o contingenciamento da saída de recursos do país, o banco central interveio no mercado cambial com a venda do estoque de reservas internacionais, que se mostrou insuficiente tanto para conter a fuga de capitais quanto para estabilização da moeda argentina. Portanto, para equilibrar o balanço de pagamentos e afastar o risco de *default* no curto prazo, o governo se viu obrigado a recorrer a dois empréstimos junto ao FMI.

### Gráfico 1.25. Desvalorização cambial do peso argentino

(Taxa de câmbio ARS/USD)

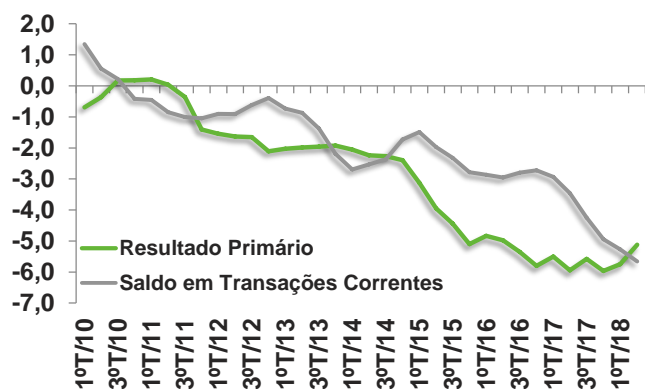


Fonte: INDEC e Banco Mundial. Elaboração: FIERGS/UEE.

Em contrapartida ao socorro recebido, o FMI exigiu um forte controle monetário, bem como a aceleração do ajuste fiscal e a adoção do regime de câmbio flutuante para o peso argentino. Medidas como a manutenção da taxa de juros acima dos 60% a.a. – a mais elevada do planeta atualmente – assim como a elevação do compulsório sobre posições cambiais são sinais de uma política monetária bastante restritiva de contenção do ímpeto inflacionário. Ademais, de acordo com o orçamento proposto para 2019, a reorientação da política fiscal do governo Macri deve ser intensificada, projetando um déficit fiscal primário nulo através de um severo corte de gastos públicos e de uma nova fonte de arrecadação obtida a partir do imposto sobre exportações.

### Gráfico 1.26. Desequilíbrios internos e externos da Argentina

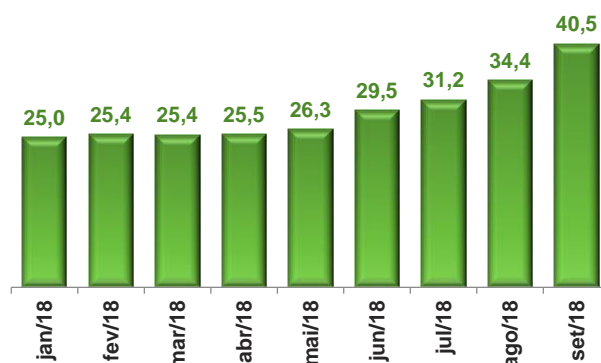
(Var. % em relação PIB)



Fonte: OCDE. Elaboração: FIERGS/UEE.

### Gráfico 1.27. Taxa de inflação da Argentina

(Var. % acumulada em 12 meses)



Fonte: OCDE. Elaboração: FIERGS/UEE.

## Perspectivas para 2018

O **cenário base** para o ano de 2019 indica uma manutenção da taxa de crescimento econômico do PIB mundial observada em 2018. O grupo de países desenvolvidos, cuja dinâmica de crescimento foi bastante assimétrica durante este ano, deve apresentar uma leve desaceleração, enquanto o crescimento das economias emergentes possivelmente se estabilizará nos patamares atuais.

O ritmo da atividade econômica dos **Estados Unidos** deve se abrandar em 2019. O pacote de estímulos fiscais ainda produzirá efeitos positivos sobre a atividade econômica norte-americana, mas com uma intensidade mais limitada. Para assegurar que a política fiscal não alimente uma aceleração inflacionária, o *Federal Reserve* deverá adotar uma postura mais restritiva, com a possibilidade da taxa de juros se elevarem em 2019.

Para a **Zona do Euro**, a taxa de crescimento do PIB do bloco deve apresentar uma leve desaceleração no próximo ano. A introdução de barreiras comerciais sobre o setor automotivo, assim como outras medidas terão um impacto sobre as exportações do bloco. Para sustentar a demanda interna e favorecer as condições de financiamento dentro da Zona do Euro, a política monetária permanecerá frouxa ao menos até julho de 2019.

A economia do **Japão** também deve desacelerar em 2019 em decorrência do aumento de impostos sobre o consumo e do enfraquecimento da demanda externa. A política monetária acomodatória deve estimular a expansão do investimento privado, embora a taxa de juros em um nível extremamente baixo pode comprometer a rentabilidade das instituições financeiras. Além disso, a transformação da estrutura etária da população japonesa cria uma necessidade de reestruturação da previdência social do País e pode vir a ser o grande desafio macroeconômico para os próximos anos.

Já a **Argentina** se comprometeu a acelerar o ritmo das reformas para estabilização da sua economia através de políticas econômicas excessivamente restritivas. A combinação de medidas ajuste fiscal e do enxugamento de liquidez possivelmente levará a uma profunda recessão da economia argentina no próximo ano. Contudo, a medida de ajuste se faz necessária para restaurar a confiança e a retomada do crescimento no longo prazo.

A expectativa para a economia da **China** é uma de uma ligeira desaceleração do crescimento econômico para 2019. O desaquecimento da atividade econômica está atrelado aos desequilíbrios internos gerados pelo endividamento dos governos locais e da excessiva alavancagem causada pela expansão do crédito. Com o provável enfraquecimento do setor externo em razão das barreiras comerciais impostas sob os produtos chineses e dos sinais de moderação da produtividade industrial, a política monetária e fiscal mais frouxa devem aliviar as pressões e sustentar a atividade econômica em 2019.

No **cenário superior**, espera-se uma aceleração moderada do crescimento mundial, estimulada pela atividade econômica dos países desenvolvidos. Sob este cenário, imaginamos a diminuição da aversão ao risco dos agentes econômicos, em razão de um possível abrandamento da guerra comercial e da moderação dos *FED funds*, propiciando um alívio nas condições de financiamento global. Não acreditamos que esse impulso virá dos países emergentes com fundamentos macroeconômicos vulneráveis, uma vez estes ainda necessitam de algum ajuste para superar entraves para captação dos fluxos de investimentos.

No **cenário inferior**, a perspectiva é de uma desaceleração da expansão da economia global, conduzida por uma política monetária mais restritiva entre as economias avançadas, causando um aperto mais forte de liquidez no mercado internacional além da intensificação da guerra comercial travada entre Estados Unidos e China.



**Tabela 1.1. Projeções para o PIB**  
(Var. % em relação no ano anterior)

|  | 2018*      | 2019**     |
|--|------------|------------|
| <b>Economias Avançadas</b>             | <b>2,4</b> | <b>2,1</b> |
| EUA                                    | 2,9        | 2,5        |
| Zona do Euro                           | 2,0        | 1,9        |
| Alemanha                               | 1,9        | 1,9        |
| França                                 | 1,6        | 1,6        |
| Itália                                 | 1,2        | 1,0        |
| Espanha                                | 2,7        | 2,2        |
| Japão                                  | 1,1        | 0,9        |
| Reino Unido                            | 1,4        | 1,5        |
| Canadá                                 | 2,1        | 2,0        |
| <b>Emergentes e em Desenvolvimento</b> | <b>4,7</b> | <b>4,7</b> |
| África do Sul                          | 0,8        | 1,4        |
| Europa emergente                       | 3,8        | 2,0        |
| Rússia                                 | 1,7        | 1,8        |
| China                                  | 6,6        | 6,2        |
| Índia                                  | 7,3        | 7,4        |
| Oriente Médio                          | 2,4        | 2,7        |
| Brasil                                 | 1,3        | 2,8        |
| México                                 | 2,2        | 2,5        |
| <b>Mundo</b>                           | <b>3,7</b> | <b>3,6</b> |

Fonte: FMI/WEO. \* Estimativa Brasil FIERGS/UEE. \*\* Previsão Brasil FIERGS/UEE.