

DESACELERAÇÃO SINCRONIZADA E RISCO ASSIMÉTRICO

Respostas das economias quanto à desaceleração estão sujeitas ao esgotamento de políticas econômicas.

Ao longo dos últimos doze meses, o que se observou no cenário externo foi a materialização da escalada tarifária sobre o comércio internacional e aumento generalizado da percepção de risco pelos agentes. Em decorrência desses elementos, os Indicadores de Atividade Global já deflagraram o enfraquecimento da economia mundial, dando uma noção bem clara do ritmo de desaceleração durante todo o ano de 2019.

Mesmo com os custos maiores, o repasse de preços proveniente de bens importados sobre as economias Avançadas não parece ter afetado a inflação deste grupo específico de países devido à fragilização mais acentuada da atividade. Especificamente nos Estados Unidos, a desaceleração tende a alterar as decisões do *Federal Reserve*, uma vez que a condução da política monetária do País segue o mandato dual: estabilidade de preços e pleno emprego. A luz das implicações sobre o mercado de trabalho, o *Federal Reserve* iniciou o afrouxamento monetário a partir do início do segundo semestre. O alargamento transitório do diferencial de juros entre os Estados Unidos e Emergentes foi a oportunidade que os Bancos Centrais dessas economias enxergaram para promover cortes nas taxas referenciais de juros, proporcionando um alívio nas condições globais de financiamento.

As projeções condicionadas a este cenário apontam um ano mais promissor para a economia global em 2020, com a expectativa de crescimento na ordem de 3,4%, puxada por Brasil, México e Rússia. Contudo, a perspectiva para os próximos anos é de que mundo seguirá em trajetória de desaceleração sincronizada entre as diferentes regiões. Espera-se que o crescimento médio das economias Avançadas e Emergentes nos próximos cinco anos sejam inferiores ao realizado nos últimos dez anos. Embora seja pouco provável, o risco de uma nova crise econômica global surge no atual panorama em meio ao esgotamento de instrumentos estimulativos de política econômica.

Mundo

A economia mundial parece estar desacelerando mais rápido do que o esperado. Segundo o relatório *World Economic Outlook*, do FMI, as projeções de crescimento para 2019 foram revistas para baixo nas últimas cinco publicações, o que denota uma percepção clara da perda de *momentum* da economia global. A expansão esperada de 3,0% para este ano, menor taxa desde a crise financeira mundial de 2009, está associada, em maior grau, à escalada das barreiras tarifárias sobre o comércio e da percepção de incerteza pelos agentes econômicos.

Os Indicadores de Atividade Global mostram que a diminuição do volume de comércio e dos novos pedidos de produtos manufaturados desde o primeiro semestre de 2019 já começam a infligir danos à atividade industrial, que demonstra uma desaceleração mais intensa ao longo dos últimos doze meses. Ao mesmo tempo, os Indicadores de Incerteza Global, que captam a incerteza da condução da política econômica e o risco geopolítico, atingiram os níveis mais extremos desde a invasão ao Iraque, em 2003, apontando um momento crítico em termos de risco ao redor do mundo. Fatores como a disputa comercial entre Estados Unidos e China,

instabilidades regionais observadas na União Europeia – saída do Reino Unido do bloco econômico e a crise fiscal na Itália – e, mais recentemente, na América do Sul – crise econômica na Argentina, protestos na Bolívia, Colômbia, Chile e Equador e a crise humanitária na Venezuela –, além das tensões no Golfo Pérsico, com os ataques às refinarias de petróleo na Arábia Saudita e o recrudescimento das relações com o Irã, reforçaram a formação da percepção de risco do atual panorama internacional.

Gráfico 1.1. Indicadores de Atividade Global

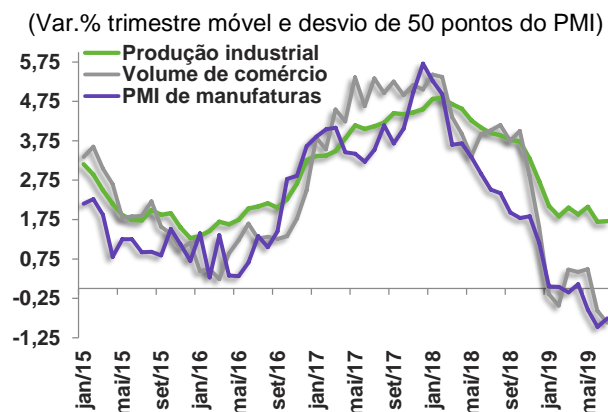
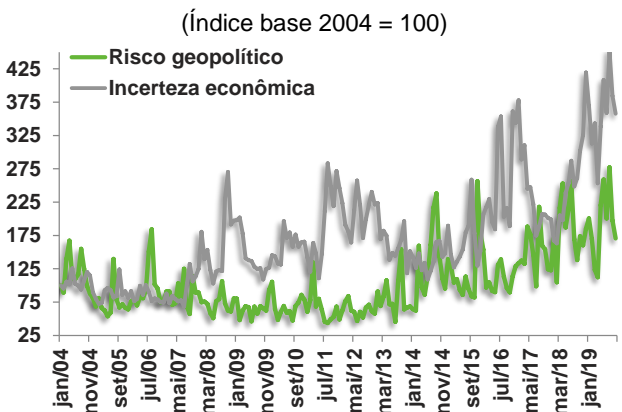


Gráfico 1.2. Indicadores de Incerteza Global

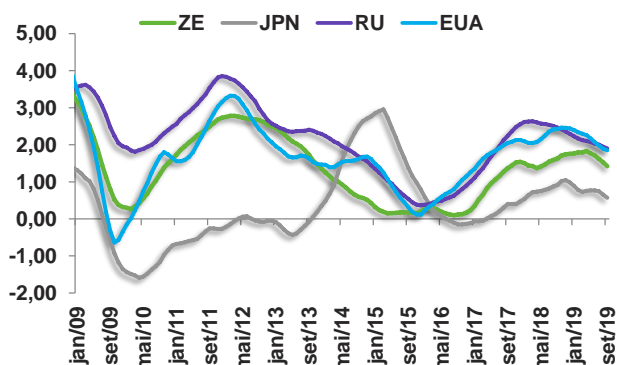


A continuidade da guerra comercial, por sua vez, pode tirar até 0,8 p.p. do PIB mundial em 2020, segundo estimativas do FMI. Um acordo em três estágios está em discussão entre as duas potências econômicas. Temas sensíveis que tangenciam propriedade intelectual, manipulação da moeda e acesso de instituições de serviços financeiros ao mercado chinês são questões de primeira ordem negociadas no primeiro estágio do acordo. Em troca disso, haveria uma suspensão temporária das tarifas que tomariam efeito em 15 de dezembro de 2019, com o compromisso dos chineses de adquirir cerca de US\$ 50 bilhões em produtos agrícolas americanos. Contudo, ainda é muito cedo para ser otimista quanto à “queda de braço” travada entre os dois Governos, pois a questão transcende o plano comercial e vai de encontro com o pragmatismo envolvendo a supremacia econômica dos Estados Unidos.

Conforme observado desde o ano passado, o aumento das barreiras comerciais impôs, em um primeiro momento, um custo mais elevado para os participantes do comércio internacional. Mesmo com o repasse de preços às economias, o fato é que a inflação permaneceu neutra em face do choque negativo das tensões comerciais sobre a atividade das principais Economias Avançadas, sobretudo naqueles países cuja economia depende em maior proporção das exportações, a saber, Japão e os países da União Europeia.

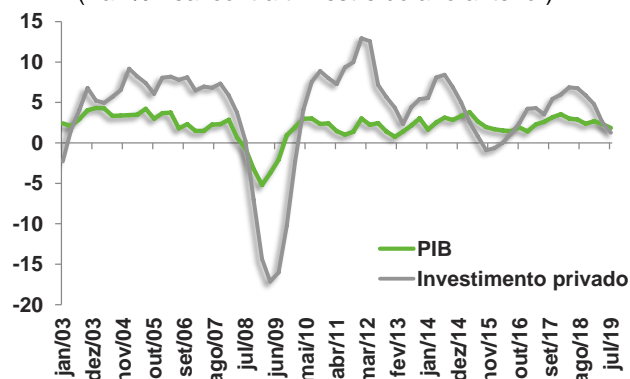
Os Estados Unidos, por sua vez, também não apresentam sinais de aceleração do nível de preços. Da mesma forma que os demais Avançados, a atividade já experimenta uma desaceleração desde último trimestre do ano passado, retratada, como mostra o Gráfico 1.4, pela suavização das taxas de crescimento trimestral do PIB e do Investimento privado. O modelo econômico adotado nos últimos anos, baseado na reforma tributária de 2017, parece dar sinais de esgotamento, dando um indicativo de que o maior ciclo de expansão econômica da história dos Estados Unidos pode estar chegando ao fim.

Gráfico 1.3. Índice de Preços ao Consumidor
(Var.% acumulada em 12 meses)



Fonte: U.S. Bureau of Labor Statistics, Eurostat e OCDE.
Elaboração: UEE/FIERGS.

Gráfico 1.4. Indicadores de Atividade – EUA
(Var % real contra trimestre do ano anterior)



Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis. Elaboração: FIERGS/UEE.

Em decorrência de um cenário que põe em risco a estabilidade do pleno emprego, e na ausência de pressões inflacionárias, o *Federal Reserve Committee* (FOMC) iniciou o processo de afrouxamento monetário para aliviar as condições sobre o mercado de trabalho americano. Nas últimas três reuniões do comitê, foram decididos três cortes consecutivos de 25 pontos base nas bandas dos *Fed funds*, passando de 2,25%-2,50% para atuais 1,50%-1,75%.

Tabela 1.1. Taxa de juros referencial da política monetária de países selecionados

(Cortes em pontos percentuais assinalados em vermelho | Taxa anualizada em negrito)

	mai/19	jun/19	jul/19	ago/19	set/19	out/19	% a.a
Avançados							
Estados Unidos	0,00	0,00	0,00	-0,25	-0,25	-0,25	1,50 - 1,75
Zona do euro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0
Japão	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,10
Reino Unido	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,75
Canadá	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,75
Austrália	0,00	-0,25	-0,25	0,00	0,00	-0,25	0,75
Emergentes							
Brasil	0,00	0,00	0,00	-0,50	-0,50	-0,50	5,00
Chile	0,00	-0,50	0,00	0,00	-0,50	-0,25	1,75
Índia	0,00	-0,25	0,00	-0,35	0,00	-0,25	5,15
Indonésia	0,00	0,00	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	5,00
México	0,00	0,00	0,00	-0,25	-0,25	0,00	7,75
Peru	0,00	0,00	0,00	-0,25	0,00	0,00	2,25
Rússia	0,00	-0,25	-0,25	0,00	-0,25	-0,50	6,50

Fonte: FED, ECB, BOJ, BOE, BOC, RBA, BCB, BOC, RBI, BI, BANCOMEX, BCRP e CBR. Elaboração: UEE/FIERGS.

Como resposta, os Bancos Centrais das principais Economias Emergentes com expectativas mais ancoradas enxergaram, no alargamento transitório do diferencial de juros, um espaço na política monetária para realizar cortes da taxa referencial, sustentando a atividade econômica local em face da desaceleração econômica global, e proporcionando mais liquidez ao sistema financeiro internacional. É de fácil verificação que, de acordo com a Tabela 1.1, esse movimento dos Emergentes acontece a partir do mês de agosto, quando o FOMC anuncia o primeiro corte na taxa de juros. Entre os Bancos Centrais mais agressivos, o Brasil se destacou pelo corte de 150 pontos base à mesma época, levando a Selic à menor taxa anualizada desde a introdução do sistema de metas de inflação, em 1999.

Apesar do afrouxamento visto em parte dos principais Bancos Centrais, o mesmo não pôde ser observado para as demais Economias Avançadas – exclusive nas decisões do *Reserve*

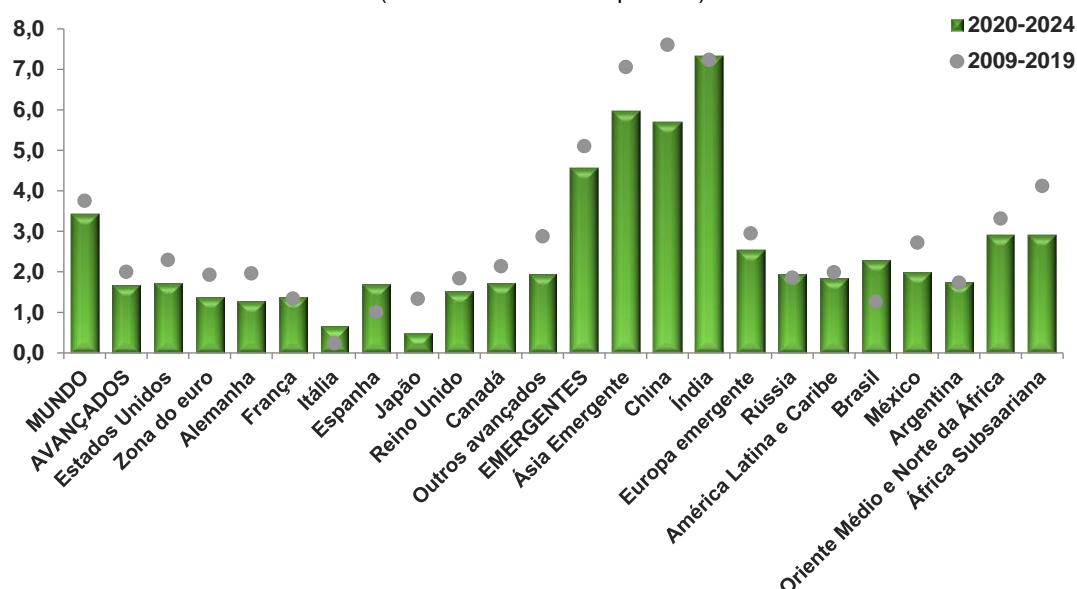
Bank da Austrália – uma vez que estes dispõem de pouco ou nenhum espaço para adoção de uma política monetária mais frouxa.

O novo ciclo monetário retoma um processo no qual os Avançados voltam a conviver com taxas reais de juros próximas à zero. Isso é particularmente interessante, pois mesmo com a redução da taxa de juros básica nos Estados Unidos, o apetite dos investidores pelos títulos da dívida americana permanece, tendo em vista que os retornos desses ativos ainda são mais atrativos em relação ao demais oferecidos pelos países Avançados. Todo esse contexto tem gerado influxos de capital para os Estados Unidos, processo que colabora para manter o Dólar relativamente valorizado em relação às demais moedas, mesmo com a perspectiva de um crescimento mais moderado da economia americana nos próximos anos.

Quanto às perspectivas para o próximo quinquênio, espera-se que o mundo seguirá uma trajetória de desaceleração sincronizada entre as diferentes regiões. Os grupos de países que compõem as economias Avançadas (+2%) e Emergentes (+5,1%) apresentaram uma taxa média de expansão realizada nos últimos dez anos superior às expectativas de crescimento projetadas para os próximos cinco anos: +1,7% e +4,6%, respectivamente. Essa desaceleração parece ser mais desigual entre os Emergentes, especialmente na Ásia Emergente. Uma das razões para que haja essa diferença são os ajustes estruturais introduzidos na economia chinesa para reduzir distorções causadas por políticas econômicas expansionistas, em direção a um crescimento econômico robusto e sustentável no médio prazo. Desse modo, a expectativa sobre as taxas de crescimento da China continuarão expressivas, porém aquém daquelas registradas na última década. Entre os países selecionados, observa-se que a Itália e a Espanha, entre os Avançados, e o Brasil, entre os Emergentes, se destacam pela expectativa de crescimento superior à última década, movimento que ocorre justamente em um momento onde o mundo começa a se desacelerar mais acentuadamente.

Gráfico 1.5. Economia mundial, regiões e países selecionados

(Var. % real média do período)



Fonte: FMI. Elaboração: FIERGS/UEE.

São também assimétricos os riscos associados ao combate de uma, improvável, porém possível crise econômica a nível global em caso de deterioração mais rápida das expectativas e das condições financeiras. No que tange ao arsenal de políticas econômicas disponíveis, os

Emergentes parecem estar munidos de espaço para realizar um afrouxamento monetário mais agressivo com intuito de estimular a atividade. Quanto à política fiscal, a análise se mostra bem mais heterogênea, com alguns países possuindo uma capacidade razoável de endividamento como, por exemplo, a Rússia e países do leste asiático, enquanto é muito questionável o aumento de gastos do Governo da Argentina e do Brasil, em razão da falta de crença dos credores internacionais em honrar o pagamento da dívida de economias Emergentes.

Por outro lado, as políticas econômicas dos Avançados já estão seriamente debilitadas. Grande parte desse conjunto de países já tem uma relação Dívida/PIB muito elevada, resultado que deve inviabilizar dispêndios mais robustos do setor público. Do lado monetário, exceto o Canadá e os Estados Unidos, que ainda podem prover algum estímulo significativo através dos canais de política monetária, quase todas as Economias Avançadas já não possuem mais esse expediente. Para piorar, o prolongamento das taxas referenciais de juros próximas à zero, experimentadas no período pós-crise de 2009, parecem ter provocado uma mudança estrutural nas expectativas inflacionárias, levando a um estágio de perda do grau estimulativo da política monetária sobre o PIB. Ademais, o envelhecimento da população desse grupo de países passa a ter um papel cada vez mais influente sobre o poder da política monetária, já que essas mudanças estruturais deverão ter impacto sobre a produtividade, bem como no perfil das decisões intertemporais de consumo e poupança dos agentes.

Tudo isso ponderado, o **cenário base** para a economia mundial em 2020 contempla estabilidade do nível de preços globais, com desaceleração do comércio mundial derivado dos efeitos secundários da escalada tarifária, além da acomodação do Dólar no patamar atual. Sob essas premissas, espera-se um crescimento do PIB global na ordem de 3,4%, sustentado pelo avanço das Economias Emergentes, onde a recuperação do Brasil, México e Rússia posam como peça fundamental para impulsionar a economia e para registrar uma taxa mais acelerada em relação ao ano passado.

Tabela 1.2. Projeções para o PIB da economia mundial, regiões e países selecionados

(Var. % real média do período)

	2019*	2020**	2020-2024
MUNDO	3,0	3,4	3,4
AVANÇADOS	1,7	1,7	1,7
Estados Unidos	2,4	2,1	1,7
Zona do euro	1,2	1,4	1,4
Alemanha	0,5	1,2	1,3
França	1,2	1,3	1,4
Itália	0,0	0,5	0,7
Espanha	2,2	1,8	1,7
Japão	0,9	0,5	0,5
Reino Unido	1,2	1,4	1,5
Canadá	1,5	1,8	1,7
Outros avançados	1,6	2,0	2,0
EMERGENTES	3,9	4,6	4,6
Ásia Emergente	5,9	6,0	6,0
China	6,1	5,8	5,7
Índia	6,1	7,0	7,3
Europa emergente	1,8	2,5	2,5
Rússia	1,1	1,9	2,0
América Latina e Caribe	0,2	1,8	1,8
Brasil	0,9	2,0	2,3
México	0,4	1,3	2,0
Argentina	-3,1	-1,3	1,7
Oriente Médio e Norte da África	0,9	2,9	2,9
África Subsaariana	3,2	3,6	2,9

Fonte: FMI. Elaboração: FIERGS/UEE.