

O MUNDO FOI DESLIGADO DA TOMADA

Crise econômica global estabelecida pela pandemia de Covid-19 impactou as economias profundamente, pressionando o esgotamento de políticas expansionistas. Sob alerta de novas ondas de contaminação e confinamento, a perspectiva internacional é de que os efeitos da crise perdurarão de forma desigual, pois enquanto as economias mais combatidas se aprofundarão em recessão por um bom tempo, as economias centrais injetarão estímulos adicionais no curto prazo, a fim de promover a aceleração econômica.

No início do ano, tínhamos como pano de fundo um cenário internacional favorável, mas com desconfianças. Havia muita liquidez nos mercados, baixo nível de juros e expectativas de uma trégua na Guerra Comercial entre Estados Unidos e China, apesar desta relação transparecer certo desgaste. A perspectiva de alta do crescimento global também trazia otimismo, com uma tendência de desaceleração sincronizada de economias Avançadas e aceleração calcada em Emergentes, ainda que existisse certo desconforto ao aceitar um cenário de crescimento econômico global com o segundo grupo descolado do primeiro.

Com a chegada da crise, desligou-se o mundo da tomada ao fecharem o comércio, serviços e manufatura, resultando em uma contração de mais de 15% do PIB global no segundo trimestre e com expectativa de que o produto encolha 4,4% em 2020. De fato, os números da crise atual superam os estragos da crise financeira, onde a queda de atividade em 2009 foi de 1,7%.

Iniciado na China, o contágio da pandemia exigiu que o governo local reagisse rapidamente e o País foi o primeiro a experimentar as medidas de fechamento total da economia. Contudo, as medidas adotadas, o alto investimento público e a intensidade do comércio internacional fizeram a economia asiática se recuperar rapidamente. Como resultado disso, a China vem sendo o vetor de retomada global, com projeção de crescimento de 1,9% em 2020.

Nos demais continentes, os níveis de atividade em março e abril foram os piores da série histórica, principalmente nos Estados Unidos, Europa e em países Emergentes. Com recuperação iniciada a partir de maio e junho, os resultados alcançados no terceiro trimestre superaram as expectativas, sugerindo que as projeções fossem revisadas para cima em relação ao primeiro e segundo trimestre, mas novas ondas de contaminação do vírus na Europa ameaçam a continuidade mais intensa dessa recuperação no início do próximo ano.

Um resultado compartilhado dessa crise é que os países experimentarão uma dívida pública mais elevada nos próximos anos, como reflexo dos pacotes fiscais adotados. Até o terceiro trimestre, foram injetados US\$ 15 trilhões em estímulos fiscais e monetários, de modo que, até o final do ano, a pública global alcance o patamar de 98,7% do PIB (aumento de +15,7 p.p. em relação a 2019). Outro importante fator durante a pandemia foi a redução histórica das taxas básicas de juros, como estratégia de estímulo monetário. Uma consequência desse patamar de juros é que o esgotamento dessa política fez com que as economias Emergentes ficassem mais vulneráveis aos outros pilares da condução da política econômica, principalmente no que diz respeito ao lado fiscal. Essa vulnerabilidade despertou desequilíbrios quanto à capacidade de recuperação das economias no curto prazo, que experimentaram forte fuga de capitais e desvalorização cambial, decorrente de movimentos de busca por proteção em ativos menos arriscados, como o Dólar e o Euro.

Mais recentemente, vemos um cenário em que o avanço no desenvolvimento de uma vacina é o principal condicionante para uma tração consistente da atividade global no próximo ano. Ainda sem o controle absoluto da pandemia em muitos países, a tendência é que a convivência com a incerteza e o risco persistirá, e o que resta são as ações que os governos tomarão frente às suas adversidades e capacidades de lidar com o problema. Dito isso, pode-se observar uma necessidade de novos programas de estímulos nos Estados Unidos e na Europa, principalmente.

Nesse contexto, projeta-se um cenário internacional de excesso de liquidez puxado pelas economias Avançadas que, como ocorrido após a crise financeira, beneficiará economias Emergentes e exportadoras de *commodities*. Adicionalmente, o reaquecimento do comércio exterior somado à desvalorização parcial do Dólar será decisivo para determinar a intensidade da corrente de comércio em 2021. No entanto, fatores de riscos altistas e baixistas envolvendo a guerra comercial, preocupações ambientais, restrições de circulação de pessoas e produtos, bem como mudanças nas cadeias de fornecimento poderão trazer mais rigidez ao fluxo de comércio.

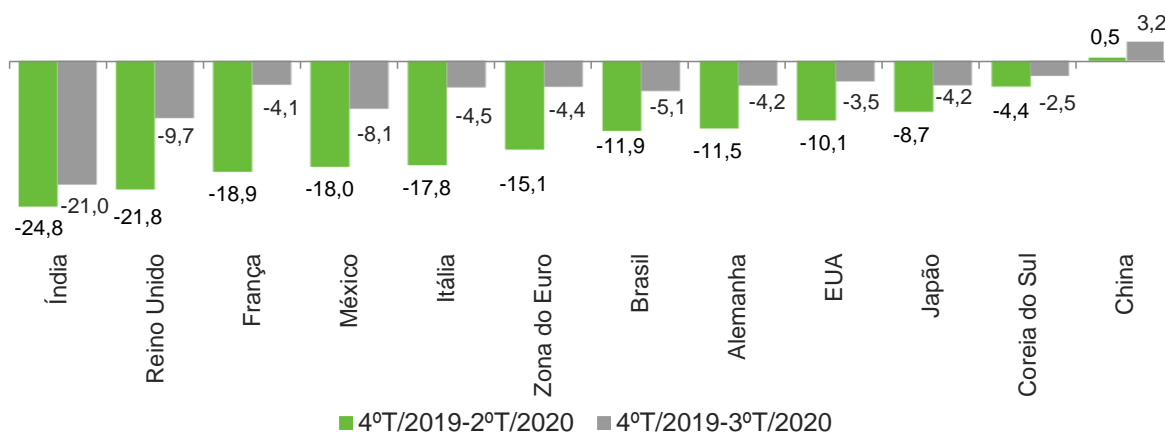
As projeções condicionadas a este cenário para a recuperação da atividade econômica global vislumbram um crescimento de 5,2% para 2021, implicando que no final do ano que vem o nível do PIB mundial seja 1,5% maior do que o nível pré-pandemia, em dezembro de 2019. Contudo, os riscos de novas ondas de contaminação, acompanhadas de um novo fechamento das atividades globais, permanecem no radar enquanto o controle absoluto da pandemia não for alcançado.

Economias sofreram quedas históricas, mas estímulos amorteceram a recessão

A pandemia de Covid-19 teve um impacto impressionante na economia mundial e levou a uma mudança permanente no cenário operacional de milhões de empresas. Iniciada na China, a pandemia seguiu para a Ásia Oriental e então atingiu as economias da Europa e Estados Unidos, chegando por fim na América Latina e África. Até novembro, mais de 56,2 milhões de casos de contaminação foram registrados e mais de 1,34 milhões de mortes ocorreram em todo o mundo.

Gráfico 1.1. Retração do PIB em 2020

(Distância % em relação ao 4ºT/2019)



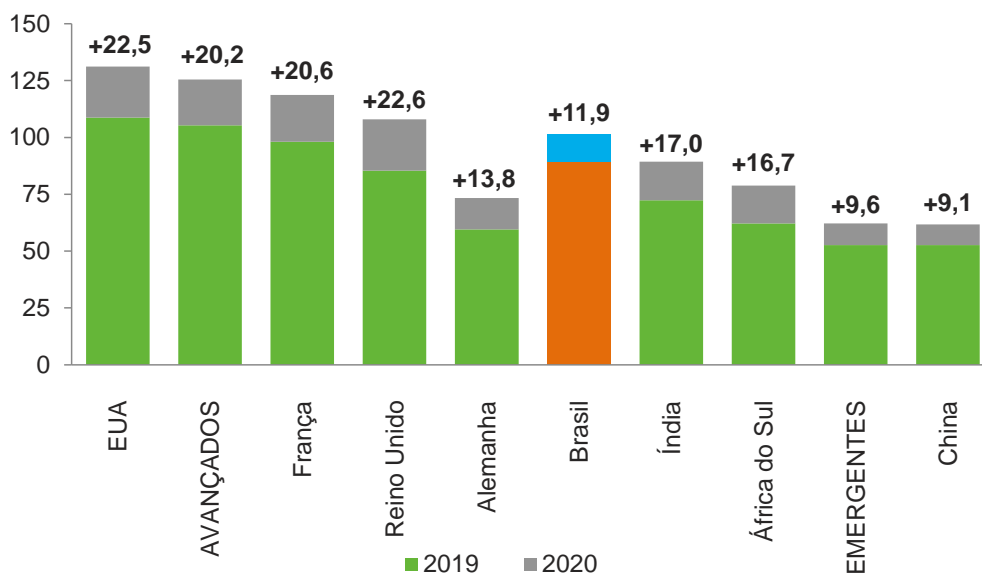
Fonte: OCDE. Elaboração: FIERGS/UEE.

Como pode ser visto no Gráfico 1.1, após intensa retração na primeira metade do ano, a atividade econômica global apresentou forte recuperação no terceiro trimestre. Na Zona do Euro,

o PIB registrou crescimento de 12,7% em relação ao segundo trimestre, sendo o maior crescimento na margem desde o início da série histórica em 1995. Na China, no terceiro trimestre, o PIB cresceu 2,7% após registrar aumento expressivo de 11,7% no trimestre anterior, resultando em avanço de 3,2% no acumulado do ano. Os Estados Unidos, por sua vez, cresceu 7,4% no terceiro trimestre, sendo esse o maior valor desde a década de 1940. Apesar dessa recuperação, o Fundo Monetário Internacional (FMI) projeta uma retração de -4,4% do PIB global para 2020.

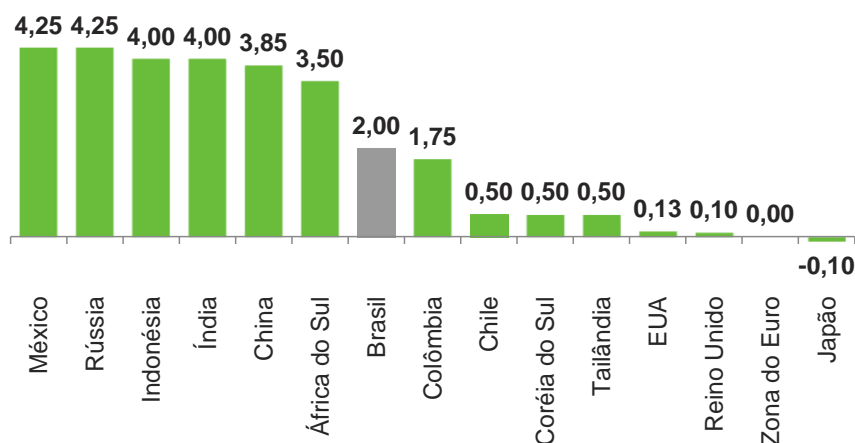
Contudo, dado o tamanho do choque, um fato que chama a atenção é a enorme variabilidade do impacto da pandemia sobre a atividade econômica mundo afora, justificado principalmente pelas diferenças estruturais dos países. Caracterizada por uma crise que exigiu o distanciamento social das populações, o efeito da pandemia assolou os países que dependem mais de setores relacionados a serviços e turismo, enquanto aqueles mais baseados em manufatura se recuperaram da crise mais rapidamente.

Gráfico 1.2. Dívida Pública – Avançados e Emergentes 2019-2020
(% do PIB)



Fonte: Monitor Fiscal/FMI. Elaboração: FIERGS/UEE.

Tabela 1.1. Política Monetária em 2020
(Taxas básicas de juros em termos percentuais)



Fonte: BIS. Elaboração: FIERGS/UEE.

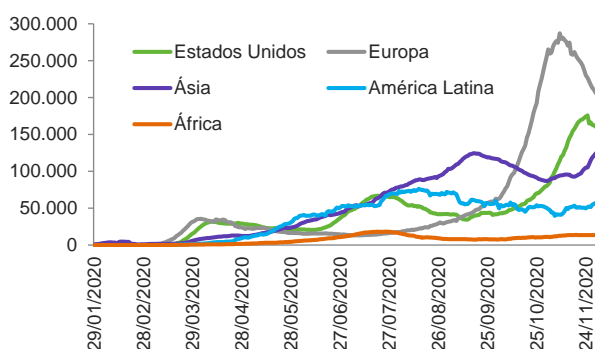
Cabe destacar assim que os bons resultados obtidos até o terceiro trimestre de 2020 não refletem apenas a retração causada pela crise, mas representam ao mesmo tempo os esforços dispendidos (principalmente fiscais como mostra o Gráfico 1.2) para prevenir as economias de uma queda ainda maior. Até outubro, as economias mundiais adotaram medidas equivalentes a 9% do PIB global pelo lado fiscal e 11% do PIB global pelo lado de suporte à liquidez. Os baixos níveis de juros adotados como medidas anticíclicas permitiram que países com um mercado de crédito mais desenvolvido mantivessem os seus estímulos sem experimentar um aumento explosivo dos custos de serviço da dívida.

Além dos efeitos diretos, os efeitos indiretos foram mais disruptivos ao acentuarem as desigualdades entre os países. Enquanto alguns governos adotaram altos níveis de endividamento e de liquidez, outros não tiveram a mesma capacidade, não podendo assim evitar uma queda maior da atividade econômica. Além disso, economias subdesenvolvidas e Emergentes sofreram sucessivos choques de financiamento durante o primeiro semestre do ano, marcado por episódios de intensivas fugas de capitais, em busca proteção e intensa depreciação da moeda desses países.

Panorama das economias centrais para a virada de ano

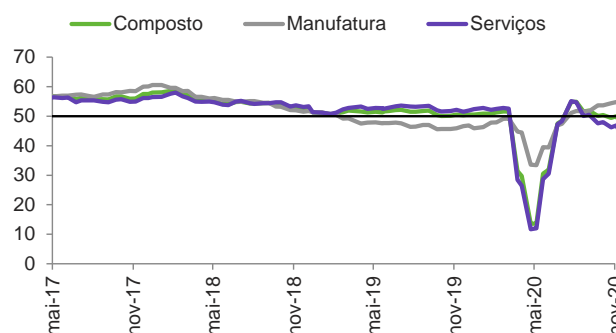
Após intensa retração na primeira metade do ano, o Produto Interno Bruto das economias centrais apresentou forte recuperação no 3º trimestre. Na Europa, o PIB cresceu 12,6% ante o 2º trimestre do ano, puxado pelos resultados de França (+18,7%), Itália (+16,1%), Reino Unido (+15,5%) e Alemanha (+8,5%), colocando as economias cada vez mais próximas dos níveis pré-pandemia. Apesar de o pior já ter passado, existe ainda um caminho longo de retomada. Com o ressurgimento de alta dos casos de Covid-19 (Gráfico 1.3), o pessimismo voltou a nublar o panorama de crescimento europeu para o 4º trimestre. O Índice PMI, que funciona como uma espécie de termômetro dos mercados, registrou em novembro uma piora dos indicadores de serviços da Europa, como mostra o Gráfico 1.4.

Gráfico 1.3. Avanço da pandemia
(Média móvel de novos casos diários)



Fonte: Johns Hopkins. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 1.4. PMI Europa
(Acima de 50 pontos = crescimento)



Fonte: IHS Markit. Elaboração: FIERGS/UEE.

Adicionalmente, essa nova onda de risco vem em um momento em que milhões de famílias sofrem cortes de rendimentos e o suporte dos governos fica cada vez mais limitado. Apesar disso, a nova onda tem se apresentado menos letal e disruptiva e, com a previsão de vacinação em alguns países já em dezembro, tudo indica que a crise da pandemia deve terminar em 2021.

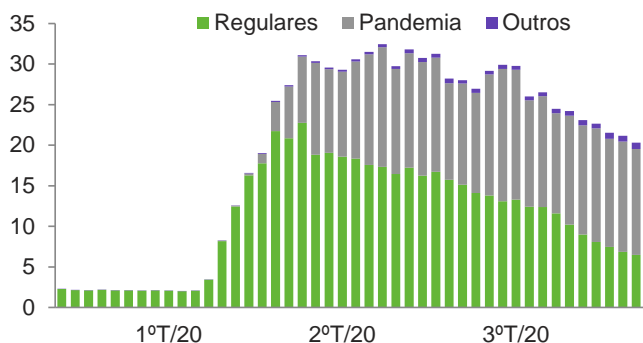
Os Estados Unidos, por sua vez, cresceram 7,4% na margem no terceiro trimestre, sendo esse o maior valor desde a década de 1940 (+33,1% na variação trimestral anualizada). Apesar disso, a economia americana segue reprimida. Os dados de emprego seguem 6,6% piores do que os níveis pré-crise, enquanto 21,5 milhões de pessoas ainda dependem do seguro desemprego, como mostram os Gráficos 1.5 e 1.6.

Ainda assim, a conjuntura econômica americana nos permite colocar riscos altistas e baixistas para os próximos meses. Fatores importantes que podem impactar o crescimento da economia se relacionam pelo lado político e pelo lado da pandemia. Na política, a possibilidade de um pano de fundo formado por uma presidência democrata e senado republicano, ao mesmo tempo em que esfria a expectativa sobre o tamanho dos estímulos fiscais anunciados pelo governo, também diminui a probabilidade de novas imposições tributárias e regulamentares. Adicionalmente, uma eventual abordagem mais multilateral do novo governo pode impulsionar uma retomada vigorosa a partir do segundo trimestre do próximo ano, equilibrando um pouco a expectativa para 2021.

No radar, pelo lado da pandemia, o aumento das internações e novos casos de Covid-19 registrados no País preocupa a expectativa de crescimento para o primeiro semestre do ano, pois impacta diretamente a recuperação do consumo e emprego. Assim, olhando à frente, o cenário americano dependerá muito do desdobramento dos pacotes fiscais e da recuperação do mercado de trabalho. Deste modo, espera-se que a economia americana sofra uma retração de 4,3% do PIB em 2020 e crescimento de 3,1% em 2021.

Gráfico 1.5. Número de beneficiários por tipo de seguro-desemprego nos EUA

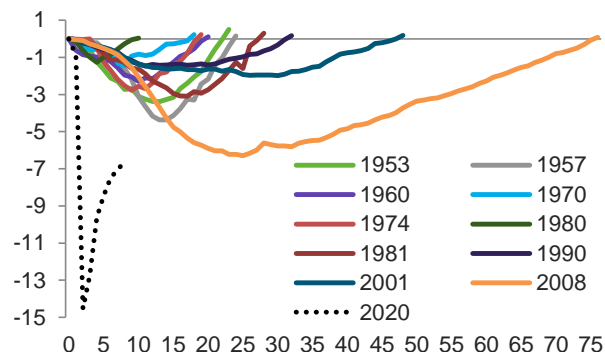
(Em milhões)



Fonte: U.S. Department of Labor. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 1.6. Desemprego em crises nos EUA

(Dif. % no nível de emprego e nº de meses até o nível pré-crise)



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

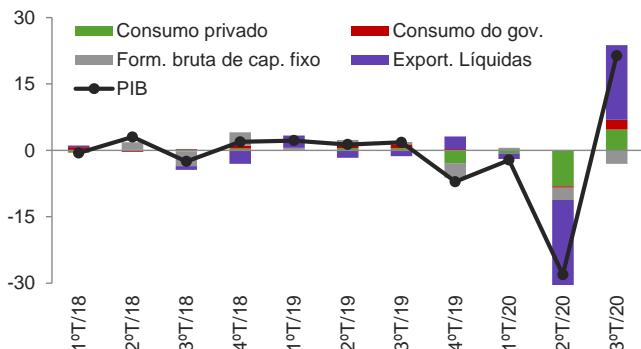
Na Ásia, a retomada se descola dos demais continentes. As economias asiáticas vêm apresentando crescimento mais vigoroso, muito em virtude do protagonismo chinês e do controle da pandemia. Como mostra o Gráfico 1.7, o Japão cresceu 5% ante o segundo trimestre, impulsionado por uma forte recuperação das exportações e aumento dos índices de consumo. A projeção é de que a economia japonesa siga esse ritmo, apesar da previsão de queda do PIB de 5,3% em 2020, a estimativa para 2021 é que a economia cresça 2,3%.

No 3º trimestre, o PIB da China cresceu 2,7% ante o trimestre anterior, após aumento expressivo de 11,7% em relação ao 1º trimestre do ano, acumulando até agora crescimento de 3,2% em relação a 2019. Conforme mostra o Gráfico 1.8, a China apresentou uma resposta rápida logo no início do ano. A intensidade do investimento público, aquecimento do comércio internacional e crescimento da produção industrial ante 2019, deu protagonismo à China como

locomotiva de crescimento. Contudo, a recuperação da demanda doméstica ainda permanece incompleta, e irá perdurar por um longo período até que pequenos e médios empreendedores nos setores de serviços e famílias de baixa renda reparem seus orçamentos. Assim, espera-se que a o PIB da China, mesmo com a pandemia, cresça 1,9% em 2020 e 8,2% em 2021.

Gráfico 1.7. PIB do Japão

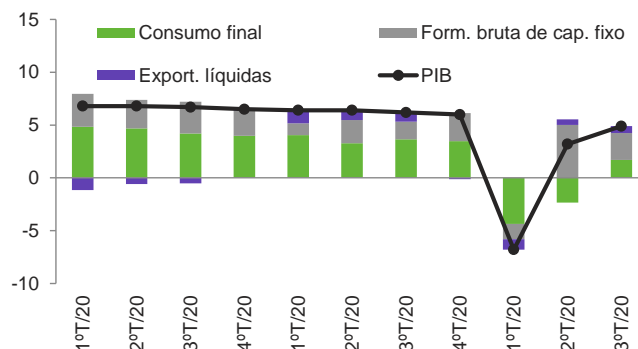
(Var.% real interanual e contribuições 2018-2020)



Fonte: OECD. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 1.8. PIB da China

(Var.% real interanual e contribuições 2018-2020)



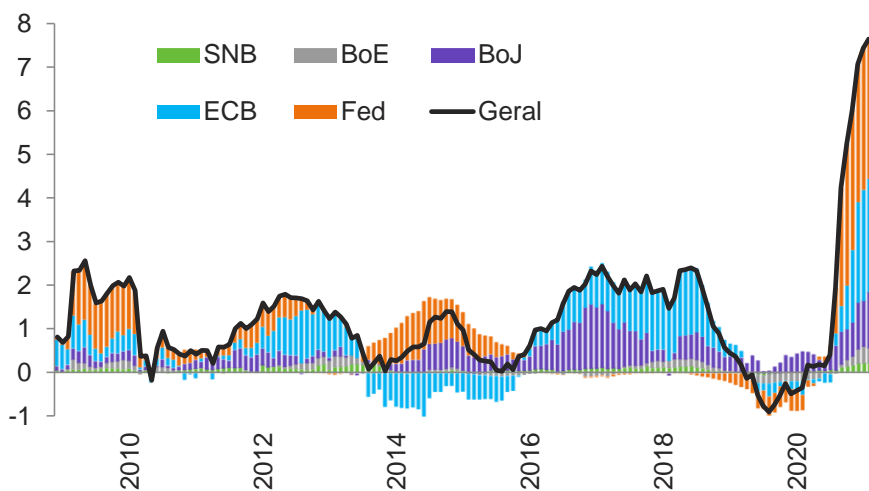
Fonte: National Bureau of Statistics of China. Elaboração: FIERGS/UEE.

Perspectivas para o cenário global em 2021: endividamento e liquidez no radar

Um fator importante para o próximo ano é que a política monetária das economias centrais deverá permanecer suportiva e sincronizada com a respectiva situação fiscal. De janeiro a novembro, o Balanço Patrimonial conjunto dos principais Bancos Centrais foi expandido em US\$ 7,5 Trilhões, em decorrência das medidas de suporte monetário no enfrentamento da crise. Em termos de comparação, na saída da crise de 2008 foram emitidos apenas US\$ 2,5 Trilhões entre dez/2007 e dez/2008.

Gráfico 1.9. Liquidez Global 2008-2020

(Var. interanual em US\$ trilhões)



Fonte: Fed, Eurostat, ECB, BoE, BoJ. Elaboração: FIERGS/UEE.

Conforme o Gráfico 1.9 nos mostra, o *Federal Reserve* (Fed) é responsável por quase a metade da quantidade de moeda emitida (US\$ 3,0 Trilhões) em 2020, valor que corresponde

aproximadamente a 22% de todos os Dólares já emitidos nos 200 anos de história da moeda. Dado o cenário de enfraquecimento econômico e baixa inflação, essa a grande quantidade de dinheiro injetado nas economias é o resultado da política monetária altamente acomodativa adotada em 2020, que visa o suporte à liquidez e opera através da compra de ativos maturados dos bancos privados, o que conseqüentemente aumenta a oferta de crédito, mantém os juros americanos de longo prazo a um baixo nível e impulsiona o crescimento econômico.

Uma política macroeconômica sincronizada para o enfrentamento da crise tem sido um passo fundamental à recuperação econômica, em contraste ao período após a crise de 2008. Mais especificamente, a enorme injeção de liquidez tem ajudado a prevenir a deterioração das condições financeiras globais. No médio prazo, espera-se que essas medidas sem mantidas, devido ao tamanho do choque da Covid-19. Ainda assim, é provável que seu foco mude, passando da função de amortecedor do impacto imediato da pandemia para amenizador dos efeitos negativos da segunda onda recente.

De maneira geral, espera-se que um cenário global benigno para ativos de risco deve se materializar em 2021. Dado o contexto de juros baixos e menos incerteza para 2021, essa bonança de liquidez fará com que o excesso seja aplicado em mercados com retorno elevado e risco moderado quando comparado às economias Avançadas, favorecendo Emergentes.

Entretanto, uma preocupação central é como as economias Emergentes tratarão os desafios do alto nível de endividamento e da piora de outros fundamentos macroeconômicos, como mostra a Tabela 1.2. As condições de endividamento de Emergentes (estimada em 62% do PIB em 2020 pelo FMI), somadas ao ambiente de incerteza e baixo patamar de juros, aumentou a vulnerabilidade das economias, o que conseqüentemente pressionou a desvalorização das moedas e a diminuição dos investidores internacionais no ano.

Tabela 1.2. Vulnerabilidades das economias Emergentes

(Em termos percentuais)

	Balanco em TC (Média Móvel 4ºT/20, % do PIB)*	Balanco Fiscal (% do PIB)**	Dívida Pública (% do PIB)**	Dívida Corp. não-financeira (% do PIB)*	Dívida Externa de curto prazo (% reservas)*	Depreciação em relação ao Dólar (%)*
Brasil	-2,8	-16,8	101,4	43,6	0,2	-27,9
Turquia	-1,6	-7,9	41,7	68,9	1,4	-24,4
Argentina	1,4	-11,4	96,7	14,0	1,7	-22,9
Rússia	2,8	-5,3	18,9	80,8	0,1	-19,9
África do Sul	-1,6	-14,0	78,8	41,1	0,6	-15,2
Colombia	-4,0	-9,5	68,2	35,4	0,0	-14,4
México	0,1	-5,8	65,5	29,4	0,2	-10,5
Indonésia	-2,1	-6,3	38,5	23,7	0,3	-5,3
Chile	-2,0	-8,7	32,8	115,0	0,6	-4,5
Índia	0,4	-13,1	89,3	45,2	0,2	-2,9
Coréia do Sul	3,5	-3,2	48,4	105,1	0,4	1,5
China	1,1	-11,9	61,7	159,1	0,4	4,2

Fonte: FMI, IIF. *Última atualização 10/2020. ** Estimativas FMI e IIF. Elaboração: FIERGS/UEE.

Tudo isso posto, a construção de um cenário para a economia mundial em 2021 contempla, condicionado ao sucesso no progresso da vacina, o crescimento econômico calcado na bonança de liquidez global, com estabilidade do nível de preços globais e aceleração moderada do comércio mundial. Com perspectiva de alcançar o patamar pré-pandemia no próximo ano, fatores como a desvalorização do Dólar frente às economias Emergentes, piora nas tensões comerciais entre China e Estados Unidos e o prolongamento da vacinação em massa por

questões sanitárias e políticas podem mudar o cenário. Sob essas premissas, espera-se um crescimento do PIB global na ordem de 5,2%, sustentado pelo avanço de Emergentes, onde a recuperação dessas economias dependerá muito da situação da melhora de seus fundamentos, a fim de impulsionar a economia mundial como um todo na saída da crise recente.

Tabela 1.3. Projeções para o PIB da economia mundial, regiões e países selecionados

(Var. % real em relação ao ano anterior)

	2019	2020	2021
MUNDO	2,8	-4,4	5,2
AVANÇADOS	1,7	-5,8	3,9
Estados Unidos	2,2	-4,3	3,1
Zona do euro	1,3	-8,3	5,2
Alemanha	0,6	-6,0	4,2
França	1,5	-9,8	6,0
Itália	0,3	-10,6	5,2
Espanha	2,0	-12,8	7,2
Japão	0,7	-5,3	2,3
Reino Unido	1,5	-9,8	5,9
Canadá	1,7	-7,1	5,2
Outros avançados	1,7	-5,5	4,3
EMERGENTES	3,7	-3,3	6,0
Ásia Emergente	5,5	-1,7	8,0
China	6,1	1,9	8,2
Índia	4,2	-10,3	8,8
Europa emergente	2,1	-4,6	3,9
Rússia	1,3	-4,1	2,8
América Latina e Caribe	0,0	-8,1	3,6
Brasil	1,4	-4,0*	3,2*
México	-0,3	-9,0	3,5
Argentina	-2,1	-11,8	3,7**
Oriente Médio e Norte da África	1,4	-4,1	3,0
África Subsaariana	3,2	-3,0	3,1
África do Sul	0,2	-8,0	3,0

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