

## Carta de Junho de 2019

Marcelo Petersen Cypriano<sup>1</sup>

### Sumário Executivo

*A imposição de tarifas sobre as importações americanas da China foi o acontecimento de maior consequência para a economia global. A tarifa não é uma questão meramente econômica. Declarações de ambos os lados refletem um desejo de contenção da ascensão chinesa.*

*Os indicadores americanos passavam por uma fase de surpresas positivas, mas, coincidentemente, voltaram a decepcionar justamente durante o estresse pós-tarifa. O temor de desaceleração excessiva, tanto do crescimento nos Estados Unidos, como na Ásia e no mundo em geral retornou aos preços e a inclinação da curva de juros americana.*

*O déficit entre importações e exportações reflete o quanto os Estados Unidos investe além de sua poupança doméstica, o que não se alterou. Como resultado, as tarifas irão gerar um desvio de comércio para o restante do mundo.*

*A Comissão Europeia alinhou seu cenário de crescimento ao cenário do Banco Central Europeu. A Alemanha e a Europa surgem como beneficiários do desvio do comércio americano, mas o negociador Trump sabe dividir batalhas.*

*A China apresenta exportações em queda desde o final de 2018, queda que deve se acentuar. O FMI estima que Vietnã, Malásia, Tailândia, Coreia e Japão são os ganhadores com o desvio de comércio americano.*

*O mais importante para o Brasil foram os desenvolvimentos no crescimento, política monetária e os eventos políticos em torno de reformas, manifestações e outros temas. A grande questão é a eficiência em entregar resultados da nova forma de se fazer política. As expectativas se voltam para a versão da reforma da Previdência a ser proposta pelo relator na Comissão Especial, sinalizada para meados de junho.*

### Um evento de grandes proporções

*A tarifa sobre a China foi o acontecimento de maior consequência sobre a economia global.*

*A própria cronologia foi reveladora do cenário próximo e apontou elementos para os próximos anos*

*O efeito inicial refletiu somente questões de curto prazo. O temor da desaceleração do crescimento voltou com força.*

*A tarifa não é uma questão meramente econômica. Reflete um suposto desejo de conter a ascensão chinesa.*

A imposição de tarifas sobre as importações americanas da China foi o acontecimento de maior consequência para a economia global. Pela primeira vez desde a 2ª guerra, quando se organizou a economia mundial no formato atual, as duas maiores economias impõem tarifas elevadas no comércio bilateral. A onda mais recente de globalização vai passar pela mudança mais importante desde o seu início nos anos 90.

A própria cronologia dos acontecimentos foi reveladora de traços do cenário próximo e apontou elementos para os próximos anos, quando partimos do princípio que as tarifas devem se manter por algum tempo, pelo menos enquanto durar a administração D. Trump.

O efeito inicial sobre os mercados refletiu somente questões de curto prazo. O dólar subiu no mundo, efeito de uma certa aversão ao risco, o que representou uma recuperação do *status* do dólar após ter perdido valor nos últimos estresses. As bolsas recuaram no mundo, a confiança caiu e as condições financeiras pioraram de novo, poucos meses após considerável aperto na passagem do ano. O temor da desaceleração excessiva do crescimento voltou com força.

A tarifa elevada não é uma questão meramente econômica. Declarações de ambos os lados refletem um suposto desejo da administração D. Trump de conter a ascensão chinesa em

setores chaves da tecnologia da informação, notadamente a telefonia celular 5G. Refletem também a insatisfação com o financiamento e fornecimento de infraestrutura pela China para o sul e centro da Ásia, leste da África, Oriente Médio e, até mesmo, para países da União Europeia como a Itália.

## O primeiro muro dos Estados Unidos

*O destaque ficou para a tarifa de 25% sobre US\$ 200 bilhões de importações da China, num total de US\$ 540 bilhões.*

*A economia global recebeu em poucos meses o choque da segunda queda generalizada de ativos e aumento dos prêmios de risco.*

*As primeiras informações apontam para a queda no investimento das empresas e perdas no setor agrícola dos Estados Unidos.*

*O déficit entre importações e exportações reflete o quanto os Estados Unidos investe além de sua poupança. As tarifas irão gerar desvio de comércio para o restante do mundo.*

O destaque ficou para a tarifa de 25% sobre US\$ 200 bilhões de importações da China, num total de US\$ 540 bilhões. Mais do que isso, o presidente D. Trump deu poucas semanas para um acordo nos seus termos, o que a China não parece disposta a aceitar, ou pretende estender a mesma tarifa para outros US\$ 325 bilhões.

A última vez que houve tarifações semelhantes foi nas décadas de 20 e 30, em plena depressão econômica. O paralelo não significa uma crise semelhante, mas ilustra o porte da guerra comercial e exige o detalhamento das consequências.

A economia global recebeu em poucos meses o choque da segunda queda generalizada de ativos e aumento dos prêmios de risco. Os indicadores americano passavam por uma fase de surpresas positivas, mas, coincidentemente, voltaram a decepcionar justamente durante o estresse pós-tarifa. O temor de desaceleração excessiva, tanto do crescimento nos Estados Unidos, como na Ásia e no mundo em geral, retornou aos preços e a inclinação da curva de juros americana.

O momento é de monitoramento das pressões de custo e margens de lucro no varejo e indústria dos Estados Unidos, especialmente nos setores que possuem produção integrada com a China, como o de tecnologia. Outras questões macro também ganham maior escrutínio, como o efeito no *core inflation*, política fiscal, valor do dólar no mundo, comunicação da política monetária e a discussão sobre a adoção, ou não, do *average inflation targeting* a partir de 2020. As primeiras informações apontam para a queda no investimento das empresas e perdas no setor agrícola dos Estados Unidos.

Tarifas reduzem a importação à mesma taxa de câmbio, mas o déficit total entre importações e exportações reflete o quanto os Estados Unidos investe além de sua poupança doméstica, o que não se alterou. Como resultado, o déficit comercial americano vai se manter e as tarifas sobre a China irão gerar um desvio de comércio dos Estados Unidos para o restante do mundo.

## A Europa e seus dilemas

*A Comissão Europeia alinhou seu cenário com o Banco Central Europeu. O crescimento previsto para a Área do Euro aponta agora para 1,2% em 2019.*

*O detalhamento da CE destaca a Espanha entre as quatro maiores economias.*

*A estagnação alemã fica mais importante no contexto da guerra comercial. A Alemanha vive mais de exportações do que a China.*

Antes de passar para a Ásia, é importante mencionar o cenário europeu e algumas consequências potenciais. Primeiramente, a Comissão Europeia alinhou seu cenário de crescimento ao cenário do Banco Central Europeu. O crescimento previsto para a Área do Euro aponta agora para 1,2% em 2019 (1,5% em 2020), abaixo de 1,9% previsto em outubro passado, mas acima da previsão de 1,1% do BCE em março.

É possível que a previsão de crescimento tenha atingido o piso, considerando o cenário em que o estresse financeiro pelas retaliações mútuas não escale em demasia. Alemanha, Holanda

e Finlândia registraram crescimento acima do esperado no primeiro trimestre.

Em segundo lugar, o detalhamento da previsão da CE destaca a Espanha entre as quatro maiores economias (embora com apenas 2,1% previstos), enquanto a Alemanha praticamente não cresce em 2019 (previsão de apenas 0,5%).

A estagnação alemã fica mais importante no contexto da guerra comercial entre os Estados Unidos e a China. A Alemanha vive atualmente mais de exportações do que a China e 2/3 de seu saldo comercial fora da União Europeia (ou 22% de seu saldo total) vem dos Estados Unidos. Por um lado, a Alemanha e a Europa surgem como beneficiários do desvio do comércio americano, mas o negociador Trump sabe dividir batalhas e apenas adiou por seis meses a imposição de tarifas sobre automóveis europeus, notadamente alemães.

*Trump adiou por seis meses as tarifas sobre automóveis europeus.*

*A troca do primeiro ministro torna aumenta a probabilidade chamada de hard Brexit.*

*Países como a Itália se aproximaram dos projetos de infraestrutura para o comércio chinês.*

*As eleições para o Parlamento Europeu disseram mais sobre cada país. A integração ainda possui 2/3 dos votos.*

Outro parceiro alemão é o Reino Unido, sobre o qual existe a incerteza sobre os novos termos de comércio após o *Brexit*. A troca do primeiro ministro torna o cenário ainda mais incerto e aumenta a probabilidade da saída sem acordo, chamada de *hard Brexit*. A produção industrial no Reino Unido recua continuamente em razão da incerteza, apesar do desempenho razoável do crescimento do PIB.

A (geo)política vai importar para a região, pois a China deve se voltar para a Europa onde sua corrente de comércio é maior do que com os Estados Unidos e o saldo é mais equilibrado. Um dos países do núcleo europeu, a Itália (PIB previsto em 0,2% em 2019), se aproximou dos projetos de infraestrutura para facilitação do comércio chinês. Outras questões são a adoção ou não da tecnologia chinesa para telefonia celular e a eventual exclusão dos Estados Unidos como fornecedor para o aumento do gasto militar da União Europeia.

As eleições para o Parlamento Europeu disseram mais sobre a política de cada país do que sobre qualquer mudança na União Europeia. A maioria favorável a integração manteve seu declínio contínuo das últimas eleições, mas ainda possui 2/3 dos votos.

## A Ásia se sustenta

*Não parece existir uma fraqueza da economia americana que dê vantagem aos chineses na negociação.*

*Os chineses se sentiram com espaço para endurecer pela maior confiança na expansão de sua demanda doméstica.*

*As tarifas vão custar menos crescimento, mas a China se sentiu em condições de suportar.*

*O maior prejudicado deve ser o setor de alta tecnologia que perde o mercado americano.*

*O FMI estima que Vietnam, Malásia, Tailândia, Coreia e Japão são ganhadores com o desvio de comércio.*

Enfim, temos o cenário para a Ásia. A reconstituição da sequência de eventos que levou à elevação de tarifas ilustra vários traços. A primeira registrou o equívoco dos chineses quando o presidente Trump pressionou Jeremy Powell para reduzir as taxas de juros pelo *Twitter*. A pressão foi mais uma politicagem e não parece existir uma fraqueza da economia americana que dê vantagem aos chineses na negociação.

A segunda informação é mais importante. Os chineses se sentiram com espaço para endurecer pela maior confiança na expansão de sua demanda doméstica. A China faz, há uma década, a transição para uma economia que cresce com base no consumo doméstico, menos dependente de exportações. As tarifas vão custar menos crescimento, mas a China se sentiu em condições de suportar a queda nas exportações para reafirmar a sua independência.

A guerra comercial se desenrola desde janeiro de 2018, primeiro com tarifas sobre painéis solares, depois com Trump dizendo pelo *Twitter* ser fácil a maior economia ganhar guerras comerciais, seguido pelo início das 11 conversas bilaterais desde maio passado. Meses depois, em setembro, veio mais pressão com a

tarifa de 10% sobre US\$ 200 bilhões em exportações da China (que agora subiram para 25%).

A China apresenta exportações em queda desde o final de 2018, queda que deve se acentuar. Porém, as autoridades chinesas pareceram dispostas aos custos, cujo maior prejudicado deve ser o setor de alta tecnologia que perde a escala do mercado americano para se tornar líder. O cenário para o restante da Ásia vai se desenvolver aos poucos. O FMI estima que Vietnã, Malásia, Tailândia, Coreia e Japão são ganhadores com o desvio de comércio americano<sup>‡</sup>. Taiwan não participa do estudo, mas é outro beneficiário natural.

A outra grande economia emergente da região, a Índia, cresce aceleradamente há alguns anos (segundo as estatísticas, agora em disputa), mas com base na sua demanda doméstica. O primeiro ministro se reelegeu com votação recorde, o que abre uma janela para reformas da economia relevante que mais cresce no mundo.

*O primeiro ministro da Índia se reelegeu, uma janela para reformas da economia que mais cresce no mundo.*

*O investimento, ganho de produtividade e crescimento da renda per-capita da Ásia continuam.*

Apesar da contenção do setor de tecnologia chinês, o elevado investimento em capital fixo, ganho acelerado de produtividade e crescimento da renda *per-capita* da Ásia vão continuar nos próximos anos como a principal característica da economia global. O cenário em que a tarifa de 25% se estende por toda administração Trump, o que pode incluir a sua reeleição, vai reduzir substancialmente o comércio bilateral. As cadeias de valor, hoje baseadas na China para produção de bens vendidos nos Estados Unidos, terão de ser refeitas, o que representa uma mudança profunda no formato da economia global tal como a conhecemos hoje.

## O Brasil e seus próprios problemas

*Existe a avaliação que o Brasil pode se beneficiar da redução do comércio China-Estados Unidos, mas o efeito de curto prazo é muito limitado e difícil de se avaliar no longo prazo.*

*O mais importante para o Brasil foram os desenvolvimentos no crescimento, política monetária e os eventos políticos em torno de reformas, manifestações e outros temas.*

*A grande questão é a eficiência em entregar resultados da nova forma de se fazer política no Brasil.*

*A votação da reforma administrativa mostrou que o Legislativo entrega soluções, mas altera algum aspecto.*

*As expectativas se voltam agora para a versão da reforma da Previdência a ser proposta pelo relator na Comissão Especial, sinalizada para meados de junho.*

Existe a avaliação que o Brasil pode se beneficiar da redução do comércio China-Estados Unidos, mas o efeito de curto prazo é muito limitado e difícil de se avaliar no longo prazo.

A China importa soja tanto do Brasil, como dos Estados Unidos, e deve concentrar suas compras aqui. Porém, o aumento das compras possui várias etapas, a primeira sendo o uso dos enormes estoques de segurança da China para não importar soja da safra americana de verão, o que deixa um excedente de oferta e queda no preço neste segundo semestre. *Tradings* chinesas podem concentrar contratos de exportação para a safra brasileira em 2019-2020 e, assim, financiar um aumento da área plantada, mas o efeito seria sentido apenas em 2020.

Existe também a possibilidade de os Estados Unidos buscarem no Brasil produtos manufaturados que sofrem agora 25% de tarifa, especialmente no momento em que existe a aproximação entre os dois países, o apoio para a entrada na *OECD* e o *status* de aliado preferencial *ex-NATO*. Não há clareza sobre esta possibilidade, pois a indústria brasileira possui baixa exposição a competição em um mercado exigente como o americano, mas há sempre a chance de surpresas. O maior beneficiário na região vai ser claramente o México, cujos laços comerciais com os Estados Unidos por meio do *NAFTA* completaram ¼ de século. O FMI não incluiu o Brasil em seu estudo sobre os efeitos do desvio de comércio por conta do nosso baixo nível de comércio exterior.

<sup>‡</sup> Veja o capítulo 4 intitulado *Drivers of Bilateral Trade and the Spillovers From Tariffs*, publicado em *World Economic Outlook: Growth Slowdown, Precarious Recovery, April 2019*.



O mais importante para o Brasil foram os desenvolvimentos no crescimento, política monetária e os eventos políticos em torno de reformas, manifestações e outros temas.

A grande questão é a eficiência em entregar resultados da nova forma de se fazer política no Brasil. O Executivo espera que o Legislativo discuta e encontre soluções sem contrapartidas na forma de participação dos partidos nos órgãos governamentais e empresas estatais. O convencimento sobre o formato ideal das reformas viria das discussões políticas e da pressão popular por meio das redes sociais.

*Não há qualquer excesso de otimismo no preço dos ativos brasileiros.*

*A extensão da aplicabilidade imediata das novas regras aos estados pode representar, numa estimativa livre, algo em torno de meio trilhão de reais de alívio fiscal em dez anos.*

*O momento de maior tensão política coincidiu com indicadores bem abaixo do esperado para o início do ano.*

*A baixa expectativa cria riscos para um ciclo vicioso.*

*É provável que a economia cresça no 2º trimestre, mas o ano já ficou comprometido. A diminuição do desemprego também vai levar mais tempo.*

*A comunicação após a reunião do Comitê de Política Monetária em 19 de junho ganha importância.*

*O preço dos ativos brasileiros se deteriorou pela combinação do estresse no exterior após a tarifa americana, a piora dos indicadores americanos, o ruído político no Brasil e a piora dos indicadores locais.*

A votação da reforma administrativa, primeira medida relevante aprovada no Congresso, mostrou que o Legislativo entrega soluções, mas altera algum aspecto, embora o caso do Coaf não tenha maiores consequências práticas para a inteligência no combate ao crime.

As expectativas se voltam agora para a versão da reforma da Previdência a ser proposta pelo relator na Comissão Especial, sinalizada para meados de junho. Sondagens de expectativas sobre os ganhos com a reforma mostram concentração em valores abaixo do que se considera o necessário, estabelecido como o intervalo entre R\$ 800 bilhões e R\$ 1 trilhão. Sondagens também mostram concentração de expectativas de votações somente em agosto. Em outras palavras, não há qualquer excesso de otimismo no preço dos ativos brasileiros.

Um ponto chave que ganhou repercussão é a extensão da aplicabilidade imediata das novas regras aos estados e municípios, ou dependente dos legislativos locais. Estados e municípios concentram o funcionalismo do Brasil e, numa estimativa livre com base na extrapolação do ganho federal previsto para os governos regionais, existe algo em torno de meio trilhão de reais de alívio fiscal em dez anos para o agregado dos governos estaduais e municipais. Este é o aspecto individual de maior impacto fiscal, juntamente da idade mínima para aposentadoria.

O momento de maior tensão política coincidiu também com a reversão da trajetória dos indicadores brasileiros. O aumento da confiança, quando medido pelo intervalo de quatro meses para comparar a mudança entre outubro e fevereiro, perdeu somente para o ganho associado ao *impeachment* e para a saída do racionamento de energia em 2001. Apesar da confiança ainda maior do que a vigente no ano passado, o efeito defasado do estresse financeiro vigente entre a greve dos caminhoneiros e os meses anteriores a eleição prejudicou a atividade na virada do ano terminou por reduzir as expectativas.

A baixa expectativa que o Congresso enxergue benefícios em entregar reformas robustas a um governo que não compartilha poder cria riscos para um ciclo vicioso: a economia deteriora, os atritos políticos crescem, os ativos ganham prêmios de risco e a economia deteriora mais. Toda a atenção vai se voltar para a proposta de reforma na Comissão Especial e para as reações dos atores políticos. Por outro lado, a baixa expectativa facilita resultados que surpreendam positivamente.

A queda do PIB de -0,2% no primeiro trimestre resultou de investimentos e exportações menores. A economia também reduziu estoques, o que diminui o PIB ao mesmo nível de consumo. Apesar do ciclo vicioso, é provável que a economia cresça modestamente no 2º trimestre, mas o crescimento do ano já ficou comprometido. A diminuição do desemprego também vai levar mais tempo do que o esperado inicialmente.

Os membros do Comitê de Política Monetária alteraram levemente a sua comunicação, o suficiente para o mercado de renda fixa aumentar a probabilidade de redução adicional da taxa Selic. A última troca na diretoria pode facilitar o processo, pois o currículo dos novos membros do Comitê permite respostas ao cenário de inflação prevista abaixo da meta e crescimento muito baixo, sem prejuízo da credibilidade do regime de metas de inflação. A comunicação da reunião do Comitê em 19 de junho e a definição da meta de inflação para 2022 ganham importância.

O preço dos ativos brasileiros passou por deterioração no auge da combinação de estresse financeiro pós-tarifa, piora dos indicadores americanos, ruído político no Brasil e a piora dos indicadores locais. Os instrumentos de renda fixa foram os únicos a se sustentarem por causa da expectativa de redução da Selic no último trimestre do ano.

## Mudança de cenário ainda possui novos capítulos

*Pressões sobre a China, Japão e Europa caracterizam um isolamento americano único na história.*

*O desvio do comércio americano para outros países vai levar a um redesenho do crescimento global.*

*Países ricos da Ásia, como Japão, Coréia e Taiwan, ganhariam. A Ásia de menor renda per-capita, como Vietnã, Malásia, Tailândia, é ganhadora também.*

*Porém, dois dos maiores ganhadores estão nas Américas, México e Canadá. O ganho europeu é muito palpável, mas depende da (geo)política americana e europeia.*

*O Brasil sofre indiretamente com seu baixo crescimento em meio a piora das condições financeiras internacionais.*

*Ao se considerar os mais diversos aspectos da conjuntura, a conclusão é que o formato final da reforma da Previdência prevalece sobre os demais.*

Os próximos passos do presidente D. Trump podem determinar cenários muito distintos. Ele parece querer mudanças na legislação chinesa (o *enforcement* do acordo) que a China não fez nem quando assumiu compromissos na sua entrada para a Organização Mundial do Comércio em 2001. Os seus termos criaram um impasse que tende a se prolongar.

A sustentação da tarifa de 25% por vários anos e a sua extensão a praticamente toda a pauta chinesa são alternativas que devem ser consideradas seriamente. Pressões sobre a China, e agora sobre o Japão e Europa, em particular sobre a Alemanha e seu superávit expressivo, caracterizam um isolamento americano único na história. A possibilidade de desaceleração excessiva do crescimento mundial é outro complicador da análise. Uma desaceleração unicamente americana pode levar a um recuo de Trump, mas uma desaceleração global pode ser vista como o custo para *Make America Great Again*.

O desvio do comércio americano para outros países vai levar a um redesenho do crescimento global. A melhor avaliação disponível, o capítulo 4 do *World Economic Outlook/IMF April 2019*, possui em um de seus cenários com tarifa bilateral de 25% sobre todo o comércio entre China e Estados Unidos que as trocas comerciais recuam 70% no longo prazo. Trata-se de uma mudança nunca vista no passado recente, por isso a relutância em adotá-la como cenário base.

Países ricos da Ásia, como Japão, Coréia e Taiwan, ganhariam com a saída da China das exportações de alta tecnologia para os Estados Unidos. A Ásia de menor renda *per-capita*, como Vietnã, Malásia, Tailândia, é ganhadora também nos produtos de menor valor.

Porém, dois dos maiores ganhadores estão nas Américas, pois México e Canadá já possuem vínculos fortes. A ameaça de Trump sobre taxar as exportações mexicanas em 5% é mais uma forma de pressionar a redução da imigração para os Estados Unidos. O ganho europeu é muito palpável em tecnologia e bens de alta qualidade, mas depende da proteção ou não da indústria automobilística americana que, por sua vez, depende da (geo)política americana e europeia.

Outras mudanças também aguardam definição. A receita com tarifas de importação pode ultrapassar centenas de bilhões de dólares que teriam de ser gastas (em infraestrutura?) pelo governo americano, ou

reverter na reduções de outros impostos. O superávit fiscal e a valorização do dólar teriam de ser compensados com a redução da taxa de juros, enquanto a recuperação da margem

de lucro das empresas americanas que operam de forma integrada com a China e Ásia e a sua capacidade de expansão vão depender da busca de novos fornecedores em outros países.

É uma combinação tão complexa que o preço dos ativos vai precisar de algum tempo para encontrar novas trajetórias. O presidente D. Trump vai iniciar em breve a campanha para a sua reeleição em novembro de 2020 e o lema *America First* pode promover enorme mudança no processo de globalização das últimas três décadas. Ainda teremos mais capítulos num possível redesenho da economia global.

O Brasil sofre indiretamente com seu baixo crescimento em meio a piora das condições financeiras internacionais. Ao se considerar os mais diversos aspectos da conjuntura econômica e política, a conclusão é que realmente o formato final da reforma da Previdência prevalece sobre os demais. O relator, o presidente da Comissão Especial, o presidente da Câmara dos Deputados se dizem engajados num bom resultado e sinalizam um desfecho antes do recesso em 18 de julho. Serão os 45 dias de maior expectativa desde a eleição.

**Marcelo Petersen Cypriano** é assessor econômico da KPC Consultoria. Executivo do Mercado Financeiro, foi economista-chefe do Banco Original, co-gestor, consultor sobre economia e finanças, economista exclusivo da mesa de fundos multimercado do Itaú AM e economista-sênior do BankBoston.

**Indicadores Econômicos e Financeiros**





