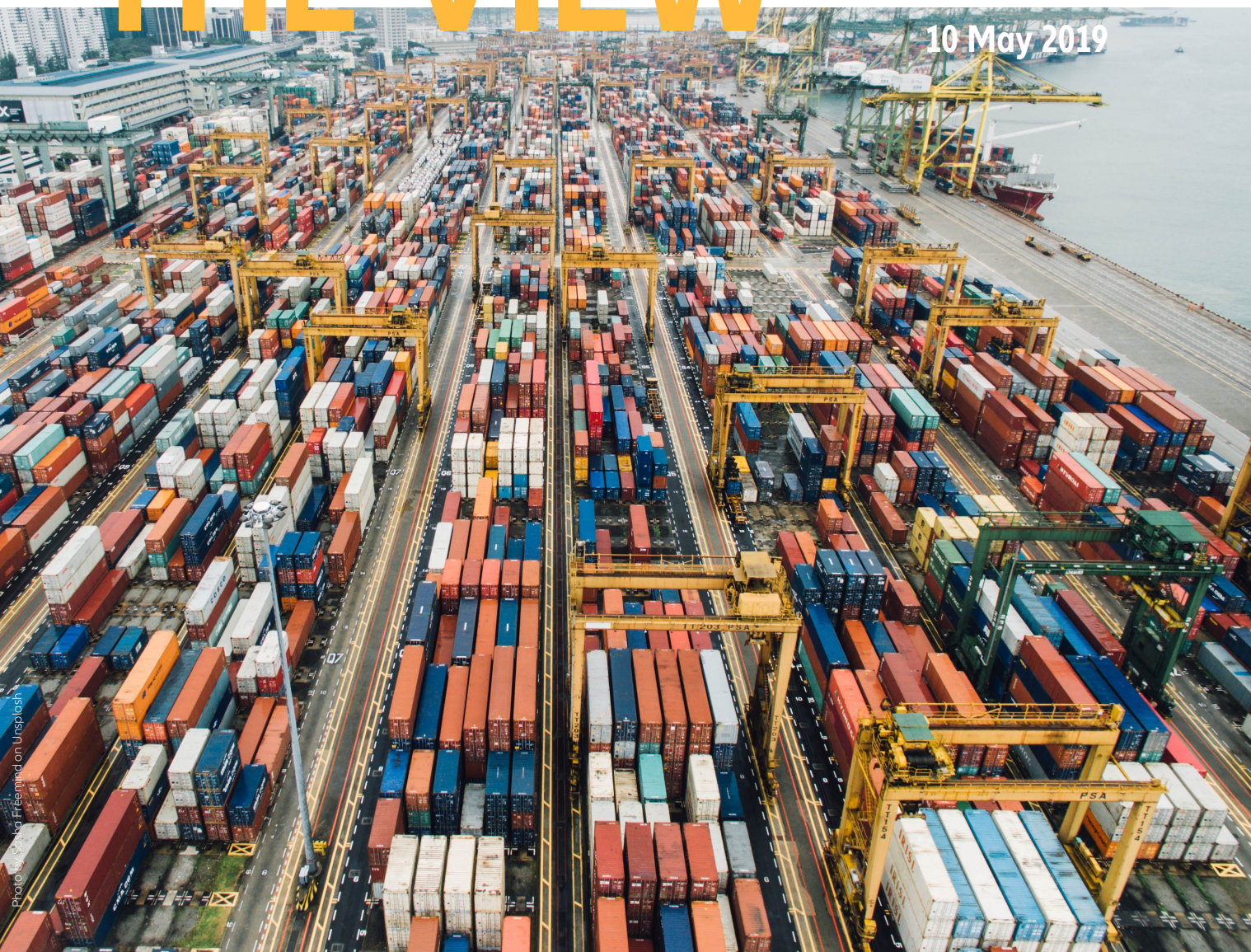


THE VIEW

Economic Research

10 May 2019



O QUE AS NOVAS TARIFAS DE TRUMP SIGNIFICAM PARA A ECONOMIA GLOBAL?

04 Implicação nº 1: Um choque negativo no comércio e no crescimento

04 Implicação nº 2: Um choque negativo de incerteza

05 Implicação nº 3: Chegou a hora de alterar a política monetária

06 Implicação nº 4: Mercado de ações - prepare-se para a volatilidade

07 Implicação nº 5: Mercado de crédito verá uma ampliação dos spreads

SUMÁRIO

EXECUTIVO



Mahamoud Islam, Senior Economist for Asia
+852 3665 8989
Mahamoud.ISLAM@eulerhermes.com



Alexis Garatti, Head of Macro and Thematic Research
+33(0)1 84 11 33 83
Alexis.Garatti@eulerhermes.com

- No dia 5 de maio, o Presidente Trump anunciou planos de elevar tarifas sobre importações da China com o argumento de que o diálogo entre os EUA e a China está lento demais. Em 10 de maio, a gestão Trump anunciou uma elevação de 25% na tarifa sobre 200 bilhões de dólares de importações da China (atualmente, as tarifas estão em 10%).
- Implicação n° 1: Um choque negativo no comércio e no crescimento. Isso nos leva a uma situação de Disputa Comercial (média de tarifas dos EUA acima de 6%) e custará -0,5pp do crescimento do PIB global e -2pp do crescimento do comércio global nos próximos dois anos. Se o governo dos EUA fosse mais longe e tributasse todas as importações chinesas restantes em 25% (vemos esse cenário como algo improvável, pois, nesse caso, muitos bens de consumo seriam afetados) e 200 bilhões de dólares em importações de carros também em 25%, isso nos levaria ao nosso contexto de Guerra Comercial. Este fato empurraria as tarifas médias dos EUA para perto de 12% e eliminaria -2pp do crescimento do PIB global, levando a economia mundial a uma recessão.
- Implicação n° 2: Um choque negativo de incerteza. O ciclo de investimento será afetado em nível global. Com o mais recente movimento dos EUA, é difícil prever um apaziguamento rápido no curto prazo. A incerteza provavelmente continuará elevada e prejudicará os planos de investimento. Para cada quatro meses de incerteza comercial, estimamos que o custo seja de -0.1pp do crescimento econômico global. Reiteramos nosso alerta de uma possível recessão técnica nos EUA no primeiro semestre de 2020. Na Zona do Euro, o cenário de risco pode incluir o crescimento sendo reduzido em -0,15pp por ano a partir de nossa estimativa atual de +1,2% a/a em 2019 e +1,3% a/a em 2020.
- Implicação n° 3: Chegou a hora de alterar a política monetária. O Fed e o BCE provavelmente adotarão uma postura conciliatória. Nós não vemos cortes na taxa de juros no extremo curto prazo, mas um corte na taxa de juros pelo Fed no primeiro trimestre de 2020 é possível. A China provavelmente adotará medidas de retaliação (novas ondas de tarifas, patriotismo econômico) e intensificará as medidas de flexibilização. Projetamos três cortes na taxa de compulsório de 100bp até o final deste ano, e dois cortes na taxa de juros principal de 25bp (pela primeira vez desde 2015).
- Implicação n° 4: Mercado de ações - prepare-se para a volatilidade. É possível que haja outro sell-off de proporções semelhantes ao do quarto trimestre de 2018. É provável que a S&P 500 se corrija em mais de 20% e volte ao nível do final de 2018. Os ativos de refúgio serão beneficiados, uma vez que o rendimento soberano dos EUA em 10 anos é esperado em 2%, comparado a 2,44% hoje. Vemos a possibilidade de o RMB se consolidar a 7 RMB para cada USD até o final de 2019 (contra 6,7 no final do primeiro trimestre), à medida que as autoridades aceleram as medidas de flexibilização. Este tipo de movimento no CNY deverá impactar ainda mais os preços das ações globais, uma vez que poderia ser interpretado como uma reação desordenada às tarifas dos EUA.

- Implicação n° 5: O mercado de crédito verá uma ampliação dos spreads, pois estes estavam apertados antes desses eventos. Esperamos um aumento significativo dos spreads para 200 pb a partir de 155 pb, no segmento BBB corporativo dos EUA. Na China, os lucros industriais diminuíram -3,3% no primeiro trimestre de 2019. Observamos um aumento do risco de crédito na China devido às perspectivas de vendas fracas para os exportadores e um aumento na dívida, à medida que as autoridades aumentam as ações de acomodação (crédito bancário para o setor privado subindo +13% a/a no primeiro trimestre).

Contexto: No dia 05 de maio, o Presidente Trump anunciou planos de elevar tarifas sobre importações da China, com o argumento de que o diálogo entre os EUA e a China está lento demais. Em 10 de maio, após progressos limitados, o governo Trump anunciou que, a partir de 10 de maio, as tarifas sobre USD 200 bilhões de importações da China aumentariam para 25% (a partir de 10% atualmente). As importações norte-americanas ainda não tributadas vindas da China também enfrentariam tarifas em breve.

Adeus, Jogos Comerciais! Olá, Disputa Comercial. No primeiro trimestre de 2018, introduzimos uma estrutura analítica proprietária em torno das ameaças comerciais crescentes. Definimos três contextos com base em uma análise de sensibilidade das **tarifas médias dos EUA** ([3,5-6%]; [6-10%]; e perto de 12%); o **número de medidas protecionistas** e a **dinâmica resultante do comércio global** ([2-4%], [0-2%] ou contratação). Nós os chamamos respectivamente de *Jogos Comerciais*, *Disputa Comercial* e *Guerra Comercial*. Antes de 10 de maio, estávamos em um cenário limítrofe de Disputa Comercial, com as tarifas médias dos EUA ficando em torno de 5%. Agora, nós entramos claramente em um cenário completo de Disputa Comercial. Com os EUA implementando tarifas de 25% sobre USD 200 bilhões de importações da China (no lugar dos 10% anteriores), as tarifas médias dos EUA estão agora acima de 6% (veja a Figura 1).

Aumento das tarifas dos EUA sobre
USD 200 bilhões em importações chinesas

25%

IMPLICAÇÃO #1

O PIB GLOBAL E O CRESCIMENTO DO COMÉRCIO MUNDIAL PODERIAM PERDER -0.5PP E -2PP RESPECTIVAMENTE

Estimamos que isso possa custar -0.5pp do crescimento do PIB global e -2pp do crescimento do comércio global nos próximos dois anos. A projeção de crescimento do PIB seria reduzida em -0.6pp na Europa, -0.5pp nos EUA e -0.3pp na China. Se os EUA implementassem tarifas adicionais sobre USD 325 bilhões de importações da China e USD 200 bilhões de importações de

carros, passaríamos para um cenário de Guerra Comercial (tarifas médias dos EUA próximas a 12%). Isso custaria -2pp do crescimento do PIB global, provocando uma recessão global, bem como -6pp do crescimento do comércio global. O crescimento do PIB da Europa perderia -1,9pp, o dos EUA cairia em -1,7pp e o da China em -1pp. Consideramos que o cenário de uma

tarifa de 25% sobre USD 325 bilhões de importações chinesas remanescentes ainda é improvável, especialmente levando em conta que estamos nos aproximando das eleições presidenciais, uma vez que isso realmente penalizaria o consumidor dos EUA (Tabela 1).

Tabela 1 Bens contidos em cada tranche por categoria de uso final (números de importação nos EUA em 2017)

	Tranche 1+2 (USD50bn)	Tranche 3 (USD200bn)	Todos os bens sujeitos a tarifas (Tranche 1 + 2 + 3)	Sem tarifa no momento (USD 250bn)
<i>Uso-finaluse (%)</i>	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Capital	42,1%	30%	32,40%	46,30%
Intermediário	53,1%	46,90%	48,10%	15,50%
Consumo	1,1%	22,10%	18,00%	38,20%
Não classificado	3,6%	0,40%	1,10%	0,00%

Source: IHS

IMPLICAÇÃO #2

INCERTEZA PODERÁ PERMANECER ELEVADA NO CURTO PRAZO, O QUE É RUIM PARA OS NEGÓCIOS

Com o último movimento dos EUA, é difícil prever um apaziguamento rápido no curto prazo. A incerteza provavelmente continuará elevada e prejudicará os planos de investimento. Estimamos que, enquanto as tarifas dos EUA reduzem o crescimento do comércio global em -0.3pp em 2018, a incerteza comercial causada por este mesmo país custe -0.5pp em 2019. Se a China e os EUA não chegarem a um acordo no segundo ou terceiro trimestre, a incerteza permanecerá, e tanto o comércio quanto o crescimento econômico global podem desacelerar ainda mais.

Para cada dois meses de incerteza comercial, estimamos que o custo seja de -0,1pp do crescimento do comércio global, e para cada quatro meses, -0,1pp de crescimento econômico global. Por enquanto, mantemos nosso cenário central, com a economia dos EUA provavelmente crescendo +2,5% a/a em 2019 (já estamos abaixo do consenso a +2,7% a/a) e + 1,7% a/a em 2020. Nosso cenário de uma possível recessão técnica no primeiro semestre de 2020 agora tem uma probabilidade maior. Na verdade, estimamos que a probabilidade de uma recessão na economia dos EUA atualmente é de

52% em comparação com a estimativa de apenas 25% do Fed de Nova York. Na Zona do Euro, o cenário de risco pode ver o crescimento ser cortado em -0,15 pp por ano a partir da nossa estimativa atual de +1,2% a/a em 2019 e +1,3% a/a em 2020, caso não haja uma solução rápida nessas negociações. Na China, ainda esperamos que o crescimento atinja +6,4% a/a em 2019, graças à sua poderosa política de estímulo, que deve inclusive ser reforçada para compensar o choque negativo na demanda externa com o apoio à demanda interna.

IMPLICAÇÃO #3

CHEGOU A HORA DE ALTERAR A POLÍTICA MONETÁRIA

O Fed e o BCE provavelmente adotarão uma postura conciliatória. Nós não vemos cortes na taxa de juros no extremo curto prazo, mas é possível um corte na taxa de juros no primeiro trimestre de 2020 pelo Fed. A sequência será a seguinte: Uma correção severa dos preços das ações e um grande aumento dos spreads de crédito irão desencadear um severo estreitamento das condições monetárias e financeiras, de uma maneira similar ao quarto trimestre de 2018. Nestas circunstâncias, esse aperto pesará sobre a demanda doméstica. Em contraste com a percepção das autoridades dos EUA, o protecionismo terá um impacto no crescimento dos EUA, não através da via do comércio, mas sim através do crédito e do financiamento. Em um contexto de dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida pública e privada, o Fed terá que reagir e tornar sua política mais branda no primeiro trimestre de 2020.

Pre vemos que o BCE adote uma postura mais paciente, com uma flexibilização sendo prevista apenas em caso de recessão. Na China, existem dois conjuntos de ações referentes à política monetária que provavelmente seguirão o anúncio. Um deles diz respeito a medidas de retaliação. As opções incluem (em ordem de probabilidade) novas ondas de tarifas (por exemplo, tarifas sobre produtos agrícolas para minar a base política do presidente Trump), patriotismo econômico (boicote ou regulamentação mais rigorosa contra produtos americanos), depreciação da moeda e dumping dos títulos do Tesouro dos EUA. O outro diz respeito a medidas de flexibilização. Antecipamos que haverá três cortes nas Taxas de Compulsório até o final deste ano (-100 pb cada). Mais importante, a China provavelmente começará a cortar sua taxa básica de juros pela primeira vez desde 2015.

Pre vemos que haverá pelo menos dois cortes (-25pb cada) até o final deste ano. Fora da China, vemos mais bancos centrais flexibilizando a política monetária nos próximos meses. Na região Ásia-Pacífico, a Índia abriu a porta para isso no começo do ano. A Malásia e Nova Zelândia seguiram o caminho recentemente. Esperamos que a Indonésia e a Coréia do Sul também mudem sua postura monetária e se tornem mais acomodativas.

IMPLICAÇÃO #4

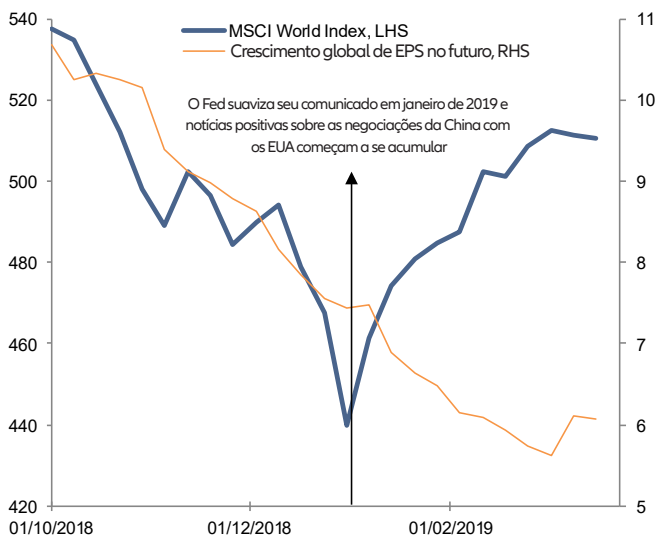
MERCADO DE AÇÕES: PREPARE-SE PARA A VOLATILIDADE

É possível que haja outro sell-off de proporções semelhantes ao do quarto trimestre de 2018. É provável que a S&P 500 se corrija em mais de 20% e volte ao nível do final de 2018. Os ativos de refúgio serão beneficiados, uma vez que o rendimento soberano dos EUA em 10 anos é esperado em 2%, comparado a 2,44% hoje. Na China, vemos o RMB convergindo para 7 RMB para cada USD até o final de 2019 (contra 6,7 no final do primeiro trimestre), à medida que as autoridades aumentarem as medidas de flexibilização para absorver os custos das tarifas e as saídas de capital se intensificarem devido à maior aversão ao risco.

Este tipo de movimento no CNY deverá impactar ainda mais os preços das ações globais, uma vez que poderia ser interpretado como uma reação desordenada às tarifas dos EUA. Prevemos que o título do governo chinês de 10 anos renderá 3,1% (após 3,7% em 2018), refletindo intervenções monetárias e uma corrida de investidores domésticos para obter ativos menos arriscados. Não estamos confiantes quanto às ações chinesas. Embora seja provável que a equipe nacional (de fundos apoiados pelo Estado) e as autoridades provavelmente intervenham para apoiar o mercado, vemos espaço limitado

para ganhos à medida que a perspectiva da demanda externa piorar. A correção esperada do mercado global de ações em um nível semelhante ao final de 2018 justifica-se porque a recuperação foi artificialmente impulsionada por um abrandamento das políticas monetárias (sem ligações com os fundamentos) e pela inclusão de um resultado positivo nas negociações dos EUA com a China (Figura 1).

Figura 1 Índice MSCI e crescimento de EPS no futuro

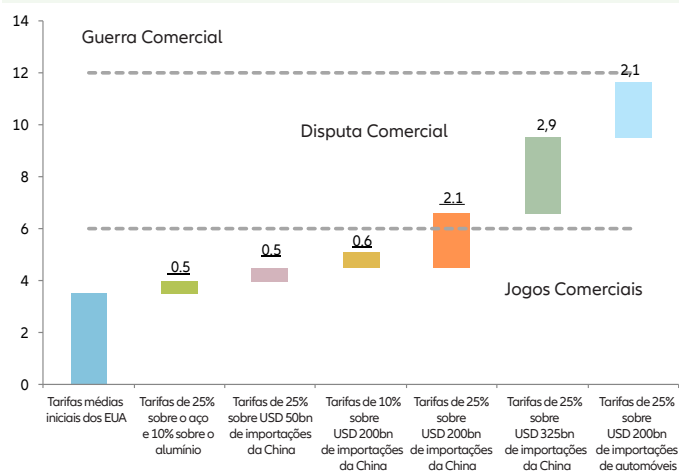


Sources: IMF, Euler Hermes Allianz Research

IMPLICAÇÃO #5

MERCADO DE CRÉDITO VERÁ UMA AMPLIAÇÃO DOS SPREADS

Figura 2 Tarifas médias dos EUA - simulações de choque. Os números sublinhados são aqueles que foram implementados

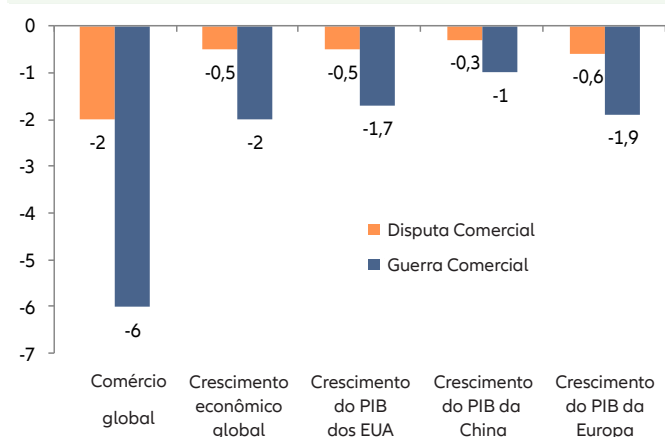


Sources: Euler Hermes, Allianz Research

O mercado de crédito verá uma ampliação dos spreads, pois estes estavam apertados antes desses eventos. Esperamos um aumento significativo dos spreads para 200 pb a partir de 155 pb para o segmento BBB corporativo dos EUA. Nós já havíamos estimado que os spreads corporativos dos EUA estavam sendo subestimados, e que eventos desfavoráveis (giro rápido, inadimplência de mercado, resultado negativo em negociações comerciais) poderiam acabar elevando os spreads

em 70 - 190 bps. Os lucros industriais da China diminuíram em -3,3% no primeiro trimestre de 2019. A dívida está em alta à medida que as autoridades estão aumentando as ações de acomodação (o crédito bancário para o setor privado subiu +13% a/a no primeiro trimestre). Olhando para o futuro, vemos um aumento do risco de crédito na China devido a uma fraca perspectiva de vendas para os exportadores e ao aumento da dívida. Ainda há espaço para crescimento da demanda

Figura 3 O que isso significa para a economia global? 2? anos de impacto (pp)



Sources: Euler Hermes, Allianz Research

doméstica e das empresas influenciadas pelas políticas monetárias (empresas relacionadas a infraestrutura e ao consumo privado).

Director of Publications: Ludovic Subran, Chief Economist
Euler Hermes Allianz Economic Research
1, place des Saisons | 92048 Paris-La-Défense Cedex | France
Phone +33 1 84 11 35 64 |
A company of Allianz

<http://www.eulerhermes.com/economic-research>
research@eulerhermes.com



[euler-hermes](#)

[eulerhermes](#)

FORWARD-LOOKING STATEMENTS

The statements contained herein may include prospects, statements of future expectations and other forward-looking statements that are based on management's current views and assumptions and involve known and unknown risks and uncertainties. Actual results, performance or events may differ materially from those expressed or implied in such forward-looking statements.

Such deviations may arise due to, without limitation, (i) changes of the general economic conditions and competitive situation, particularly in the Allianz Group's core business and core markets, (ii) performance of financial markets (particularly market volatility, liquidity and credit events), (iii) frequency and severity of insured loss events, including from natural catastrophes, and the development of loss expenses, (iv) mortality and morbidity levels and trends, (v) persistency levels, (vi) particularly in the banking business, the extent of credit defaults, (vii) interest rate levels, (viii) currency exchange rates including the EUR/USD exchange rate, (ix) changes in laws and regulations, including tax regulations, (x) the impact of acquisitions, including related integration issues, and reorganization measures, and (xi) general competitive factors, in each case on a local, regional, national and/or global basis. Many of these factors may be more likely to occur, or more pronounced, as a result of terrorist activities and their consequences.

NO DUTY TO UPDATE

The company assumes no obligation to update any information or forward-looking statement contained herein, save for any information required to be disclosed by law.