

# THE VIEW

Pesquisa Econômica  
15 de janeiro de 2020



## O QUE ESPERAR EM 2020-21:

## DEFENDER O CRESCIMENTO A TODOS OS CUSTOS

04 Olhando para trás, 2019 foi o ano das surpresas (negativas)

05 No futuro, 2020 trará a defesa do crescimento a todo custo

07 O ambiente econômico continuará desafiador em todas as regiões

# SUMÁRIO

## EXECUTIVO



Ludovic Subran, economista-chefe da Allianz Euler Hermes

+49 (0) 1 75 58 42 725

[Ludovic.SUBRAN@allianz.com](mailto:Ludovic.SUBRAN@allianz.com)



Alexis Garatti, Chefe de Pesquisa Econômica

Eric Barthalon, Chefe de Pesquisa de Mercados de

Capitais

Ana Boata, Chefe de Pesquisa Macroeconômica

Maxime Lemerle, Chefe de Setor e Pesquisa em

Insolvência

Stéphane Colliac, Economista Sênior da França e da África,

Georges Dib, Economista para América Latina, Espanha e Portugal

Françoise Huang, Economista Sênior para APAC

Patrick Krizan, Economista Sênior para Itália e Grécia

Manfred Stamer, Economista Sênior para a Europa

emergente e o Oriente Médio

Katharina Utermöhl, Economista Sênior para a Europa

Jordi Basco Carrera, Analista, Renda Fixa

Lina Manthey, Analista, Títulos

O ano de 2019 foi marcado por níveis recordes de incerteza e duas recessões, embora uma recessão de base ampla tenha sido evitada, graças a reações rápidas e consideráveis em termos de política monetária. Em meio a elevadas tensões sociais e políticas e o crescente risco das mudanças climáticas, 2020 pode representar um ponto de virada nas ações para defender o crescimento a todo custo.

Nossas 10 previsões principais para 2020-21:

- 1. É provável que o crescimento econômico global permaneça reduzido em 2020-21, depois de chegar ao fundo do poço no final de 2019.** O nível mínimo de crescimento global é esperado no quarto trimestre de 2019, graças ao fim das recessões comerciais e industriais. No entanto, o crescimento global se aproximará de +3,0%, mas permanecendo abaixo disso no horizonte de 2021. Em um contexto de menor crescimento, as insolvências globais deverão aumentar em +6% em 2020, em comparação com +9% em 2019.
- 2. As tensões comerciais EUA-China não devem aumentar nem diminuir de maneira notável em 2020.** O mini-acordo não serviu para mudar o jogo, mas anuncia uma incerteza um pouco menor, já que uma escalada tarifária é improvável em um ano eleitoral. Esperamos que a tarifa média dos EUA permaneça em 7%, em comparação com 3,5% em 2018. O crescimento do comércio será limitado por um conflito comercial duradouro e abaixo do crescimento econômico potencial (+1,8% em 2020 e +2,5% em 2021).
- 3. Os EUA vão explorar ainda mais o caminho do aumento da dívida pública e corporativa.** Uma vitória democrática moderada (probabilidade de 55%) aumentaria o nível dos riscos orçamentários e reduziria o risco de política externa originado nos EUA. O crescimento do PIB dos EUA retorna perto de +2% em 2021 devido ao aumento da acomodação no lado fiscal.
- 4. A economia global não pode contar com uma nova bazuca de estímulos chineses.** Esperamos um crescimento do PIB da China em +5,9% em 2020 e +5,8% em 2021, após +6,2% em 2019. Essas taxas de crescimento ainda devem permitir que a meta da liderança de dobrar o PIB de 2010 até 2020 seja cumprida. A combinação de políticas é favorável, mas o objetivo é gerenciar a desaceleração, e não revertê-la.
- 5. A economia da Zona do Euro crescerá abaixo de sua taxa potencial de +1,4% em 2020-21, uma vez que a produção industrial passará por uma recuperação meramente gradual.** O consumidor continuará a salvar o dia, graças às condições favoráveis do mercado de trabalho e ao crescimento robusto dos salários. O Reino Unido não deve mais ser um empecilho para o crescimento, mas as dificuldades da economia alemã, coalizões governamentais frágeis em várias economias da Zona do Euro, descontentamento social elevado persistente e a ameaça das tarifas de importação dos EUA cobradas do setor automobilístico continuam a representar riscos negativos significativos.
- 6. A política monetária continuará a ser uma rede de segurança para o crescimento e para os mercados.** O Federal Reserve dos EUA continuará a flexibilizar sua política monetária com um corte da taxa de juros em março de 2020 para lidar com a recessão do setor industrial dos EUA e começará a aumentá-la apenas a partir do segundo semestre de 2021 (+50 pb). É provável que o Banco Central Europeu implemente outro corte na taxa de depósitos de 10 pb em abril de 2020 para -0,6%, mantendo suas compras de flexibilização quantitativa no ritmo de 20 bilhões de euros até o final do ano. O Banco Popular da China e vários bancos centrais das economias emergentes continuarão a flexibilizar suas políticas monetárias em 2020.
- 7. Um alto descontentamento social persistirá e exigirá que as políticas fiscais sejam mais redistributivas.** A estabilidade política será testada nos principais países europeus, e as eleições presidenciais dos EUA terão implicações significativas em termos de políticas econômicas e externas. Não esperamos nenhuma redução significativa nas tensões (geo)políticas no Oriente Médio, enquanto a agitação e a instabilidade política na América Latina e em Hong Kong podem continuar no primeiro semestre de 2020. Como tem sido o caso há vários meses, o compartilhamento do valor agregado trará mais benefícios aos salários do que aos lucros, corroendo ainda mais as margens das empresas.
- 8. Os setores domésticos terão desempenho superior.** A própria postura expansionista das políticas monetárias e fiscais beneficiará principalmente a demanda doméstica. As empresas de foco doméstico (serviços e construção) terão um desempenho superior em relação ao de empresas que dependem de receitas estrangeiras e cadeias de suprimentos globalmente integradas. O setor automotivo continuará em sua toada desastrada.
- 9. Os mercados de capitais devem permanecer em um regime de baixa volatilidade, à medida que prevalece o efeito amortecedor de políticas monetárias não convencionais.** No entanto, é provável que ainda haja uma divergência no cenário de risco precificada em ativos arriscados e de refúgio. Por um lado, ativos de risco, como ações, títulos corporativos, títulos e valores de mercados emergentes, não são precificados de modo a lidar com uma deterioração das atuais condições econômicas e políticas. Por outro lado, ativos de refúgio como títulos soberanos no mundo desenvolvido não estão precificados para lidar com uma melhoria do ambiente econômico e político. Em um contexto de postura de "esperar para ver" dos investidores, ligada às eleições nos EUA e à progressiva erosão dos lucros, espera-se que o mercado de ações global registre uma inflexão em sua tendência ascendente (orientada monetariamente). As correlações entre as classes de ativos permanecerão baixas, limitando o potencial de diversificação da carteira de investimentos.
- 10. Espera-se uma depreciação de -4% do dólar para apoiar ativos de mercados emergentes.** A inflação baixa, uma sólida rede de segurança fornecida por políticas fiscais e monetárias expansionistas e uma depreciação esperada do dólar, provavelmente, nutrirão apetites de risco e levarão a um desempenho insuficiente de ativos emergentes (títulos, valores mobiliários e moedas).



Figura 1: PIB mundial, crescimento anual (%)

|                                   | 2016        | 2017       | 2018       | 2019       | 2020       | 2021       |
|-----------------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Crescimento do PIB mundial</b> | <b>2,7</b>  | <b>3,3</b> | <b>3,1</b> | <b>2,5</b> | <b>2,4</b> | <b>2,8</b> |
| Estados Unidos                    | 1,6         | 2,4        | 2,9        | 2,3        | 1,6        | 2,0        |
| <b>América latina</b>             | <b>-1,1</b> | <b>1,0</b> | <b>1,0</b> | <b>0,0</b> | <b>1,1</b> | <b>2,0</b> |
| Brasil                            | -3,3        | 1,3        | 1,3        | 1,1        | 2,0        | 2,5        |
| Reino Unido                       | 1,9         | 1,8        | 1,4        | 1,2        | 1,0        | 1,6        |
| <b>Membros da Zona do Euro</b>    | <b>1,7</b>  | <b>2,7</b> | <b>1,9</b> | <b>1,2</b> | <b>1,0</b> | <b>1,3</b> |
| Alemanha                          | 2,1         | 2,8        | 1,5        | 0,6        | 0,6        | 1,1        |
| França                            | 1,0         | 2,4        | 1,7        | 1,2        | 1,2        | 1,4        |
| Itália                            | 1,4         | 1,8        | 0,7        | 0,1        | 0,4        | 0,8        |
| Espanha                           | 3,0         | 2,9        | 2,4        | 2,0        | 1,6        | 1,4        |
| Rússia                            | 0,3         | 1,6        | 2,3        | 1,1        | 1,3        | 1,5        |
| Turquia                           | 3,2         | 7,5        | 2,8        | 0,1        | 2,3        | 3,5        |
| <b>Ásia</b>                       | <b>5,0</b>  | <b>5,3</b> | <b>4,9</b> | <b>4,4</b> | <b>4,4</b> | <b>4,6</b> |
| China                             | 6,7         | 6,9        | 6,6        | 6,2        | 5,9        | 5,8        |
| Japão                             | 0,6         | 1,9        | 0,8        | 0,8        | 0,9        | 1,6        |
| Índia                             | 8,1         | 7,1        | 6,8        | 5,2        | 6,0        | 6,2        |
| <b>Oriente Médio</b>              | <b>4,9</b>  | <b>1,2</b> | <b>1,1</b> | <b>0,5</b> | <b>2,1</b> | <b>3,1</b> |
| Arábia Saudita                    | 1,7         | -0,7       | 2,4        | 0,4        | 1,2        | 2,0        |
| <b>África</b>                     | <b>1,2</b>  | <b>3,2</b> | <b>2,7</b> | <b>1,9</b> | <b>1,8</b> | <b>2,7</b> |
| África do Sul                     | 0,6         | 1,4        | 0,8        | 0,3        | 0,0        | 0,7        |

\* Pesos no PIB global a preço de mercado, 2019

NB: As revisões referem-se às mudanças em nossas projeções desde o último trimestre  
Ano fiscal para a Índia

Fontes: Fontes nacionais, Euler Hermes, Allianz Research

# +2,4%

**Crescimento esperado do  
PIB global em 2020.**



# OLHANDO PARA TRÁS, 2019 FOI O ANO DAS SURPRESAS NEGATIVAS

## 2019 foi marcado por níveis recordes de incerteza e duas recessões.

O conflito comercial entre os EUA e a China escalou rapidamente. A tarifa média de importação dos EUA passou de 3,5% em 2018 para quase 8% em 2019. No entanto, a incerteza custa mais em termos de crescimento do PIB do que as tarifas. Embora as tarifas tenham um custo anual de -0,2pp no crescimento do PIB global, estimamos o custo anual de incerteza em -0,3pp do crescimento do PIB global. As empresas enfrentaram um aumento muito rápido dos estoques como consequência da maior incerteza e da fraca demanda global. O conflito comercial, associado às dificuldades do setor automotivo, levou o comércio global a uma recessão. Portanto, a produção industrial global também entrou em recessão no terceiro trimestre de 2019. O investimento global permaneceu prejudicado pela alta incerteza e pelos menores fluxos comerciais.

**Uma recessão de base ampla foi evitada, graças às reações rápidas e consideráveis em termos de política monetária.** O número de bancos centrais que iniciaram uma flexibilização da

política monetária em 2019 atingiu um nível recorde desde 2009. Não houve hesitação em usar ferramentas não convencionais de política monetária para injetar liquidez, tanto nos níveis do Fed quanto do BCE. Isso, juntamente com o apoio fiscal limitado, ajudou setores voltados para o mercado interno, principalmente os setores de construção residencial e serviços. No entanto, o uso prolongado de ferramentas de política monetária não convencionais colocou o mundo em um ambiente de taxas de juros baixas a negativas por muito tempo e levantou questionamentos sobre sua eficiência.

## Tensões sociais e riscos políticos multiplicaram-se rapidamente.

O aumento das desigualdades nos últimos anos e as altas pressões fiscais sobre as famílias resultaram em surtos de crises sociais em vários países. Protestos inesperados escalaram em diversas regiões, como Hong Kong, vários países da América Latina (Chile, Colômbia), e os protestos dos coletes amarelos continuaram na França no primeiro semestre de 2019. As tensões geopolíticas também prevaleceram no Oriente Médio,

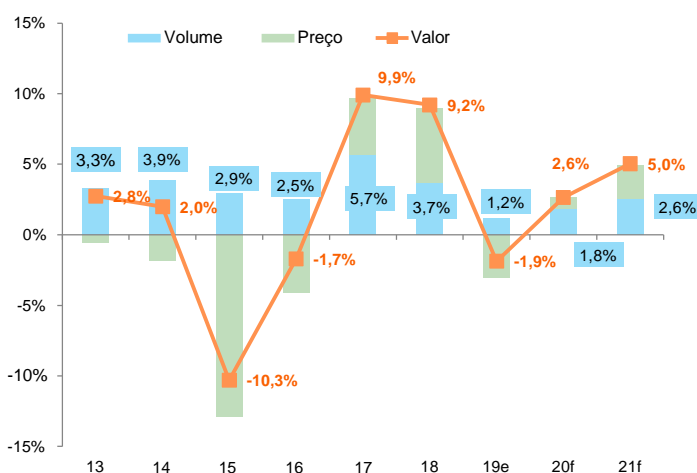
principalmente entre a Arábia Saudita e o Irã, e entre os EUA e o Irã.

## Choques ambientais

O choque regulatório no setor automotivo quase levou a Alemanha a uma recessão e teve repercussões globais. Eventos climáticos de grande porte (incêndios nos EUA, Brasil e Austrália) ocorreram em ritmo mais frequente.

Concomitantemente, a nova Comissão Europeia anunciou um Acordo Verde, incluindo um Mecanismo de Transição Justa no valor de 100 bilhões de euros para ajudar as regiões mais intensamente dependentes de combustíveis fósseis. A implementação de novas políticas verdes e ambientais, sociais e de governança começou a afetar as empresas, com mais ajustes a serem observados e novas iniciativas para apoiar a transição energética.

**Figura 2:** Comércio mundial de bens e serviços, crescimento em volume e valor (% a/a)



# NO FUTURO, 2020 TRARÁ A DEFESA DO CRESCIMENTO A TODO CUSTO

Pre vemos que o crescimento global será prejudicado nos próximos dois anos. As políticas monetárias precisam lidar com uma série de perturbações: risco político, choque externo no comércio e questões estruturais relacionadas à transição ecológica. A política monetária sozinha está particularmente mal equipada para lidar com esses tipos de choques, que têm impactos duradouros. Além disso, o tamanho do impulso monetário global, medido pela aceleração da base monetária global em 2019, atingiu apenas um nível intermediário, confirmando uma capacidade limitada de absorver o choque da incerteza. Portanto, a volta ao seu potencial exigiria que a economia mundial empregasse mais políticas monetárias flexíveis e de maiores estímulo fiscal.

O nível mínimo de crescimento global é esperado no quarto trimestre de 2019, graças ao fim das recessões comerciais e industriais. O crescimento global provavelmente convergirá, mas permanecerá abaixo de seu potencial de +3,0% no horizonte de 2021: esperamos que o crescimento do PIB desacelere ainda mais em 2020 em +2,4%, a partir de +2,5% em 2019, e acelere a partir do segundo semestre de 2020 para atingir +2,8% em 2021 (níveis de 2016).

Em um contexto de menor crescimento, as

insolvências globais deverão aumentar em +6% em 2020, em comparação com +9% em 2019.

**As tensões comerciais EUA-China não devem aumentar nem diminuir de maneira notável em 2020.** O mini-acordo não serviu para mudar o jogo, mas anuncia uma incerteza um pouco menor, já que uma escalada tarifária é improvável em um ano eleitoral nos EUA. Esperamos que a tarifa média dos EUA permaneça em 7%, em comparação com 3,5% em 2018. O crescimento do comércio será limitado por um conflito comercial duradouro e crescimento econômico abaixo do que poderia ser (+1,8% em 2020 e +2,5% em 2021).

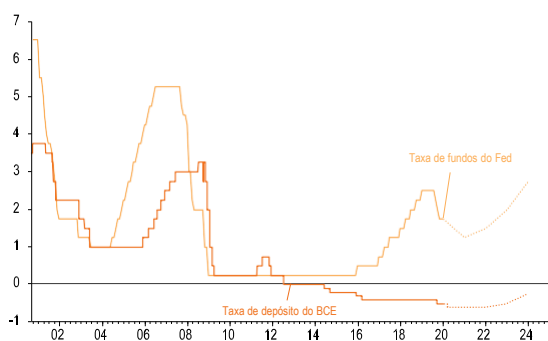
**As políticas monetárias continuarão a ser uma rede de segurança para o crescimento e para os mercados.**

Esperamos que as políticas monetárias permaneçam bastante acomodáticas em 2020. O Fed continuará a flexibilizar sua política monetária, com um corte de taxa de juros em março de 2020 para lidar com a recessão do setor industrial, e começará a normalizar apenas a partir do segundo semestre de 2021 (+50 pb). É provável que o BCE implemente outro corte na taxa de depósitos de 10 pb em abril de 2020 para -0,6%.

As compras mensais de flexibilização quantitativa serão mantidas no ritmo atual de 20 bilhões de euros por mês até o final do ano. O PBOC e vários bancos centrais das economias emergentes continuarão a flexibilizar suas políticas monetárias em 2020.

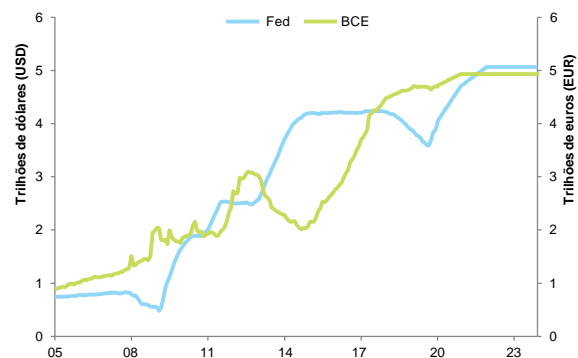
**Um alto descontentamento social persistirá e exigirá que as políticas fiscais sejam mais redistributivas e menos favoráveis às empresas.** A estabilidade política é frágil nos principais países europeus, e as eleições presidenciais dos EUA terão implicações significativas em termos de políticas. Não esperamos nenhuma redução significativa nas tensões (geo)políticas no Oriente Médio, e a agitação e a instabilidade política na América Latina (Chile, Colômbia, Bolívia, Equador, Peru) e em Hong Kong podem continuar no primeiro semestre de 2020. Portanto, mais gastos fiscais em todas as regiões. Além disso, esperamos mudanças adicionais no compartilhamento do valor agregado em benefício dos salários e em detrimento dos lucros. As margens de lucro das empresas devem continuar se deteriorando, dado que as empresas absorvem a maior parte do aumento salarial em mercados de trabalho já restritos e que políticas econômicas expansionistas tornarão os mercados de trabalho ainda mais restritos.

**Figura 3: Taxa de fundos do Fed x taxa de depósito do BCE (%)**



Fontes: Euler Hermes, Allianz Research

**Figura 4: Balanço do Fed x BCE**



Fontes: Euler Hermes, Allianz Research

**Os setores domésticos continuarão a apresentar um desempenho superior.** A dissociação entre oferta e demanda prevalecerá por trás da postura mais expansionista das políticas monetárias e fiscais, que beneficiarão sobretudo a demanda doméstica. As empresas com foco doméstico (dos setores de serviços e construção, por exemplo) terão desempenho superior ao das empresas que geram lucros no exterior ou que dependem de cadeias de suprimentos globalmente integradas. Essa dissociação impactará o investimento não residencial, que se mostrará menos resiliente que o consumo nas economias desenvolvidas, sendo exposto ao protecionismo e à incerteza persistentemente elevada. As eleições nos EUA, em especial, incitarão as empresas a adotar uma abordagem de "esperar para ver" em 2020. A erosão dos lucros em nível global explicará esse nível de crescimento do investimento reduzido e representa o principal fator por trás de outro movimento importante de dissociação, ou seja, entre os fundamentos econômicos e os preços de mercado. Esperamos que o setor automotivo se estabilize em 2020-2021. No entanto, qualquer recuperação no setor automotivo depende de um renascimento do mercado chinês, que

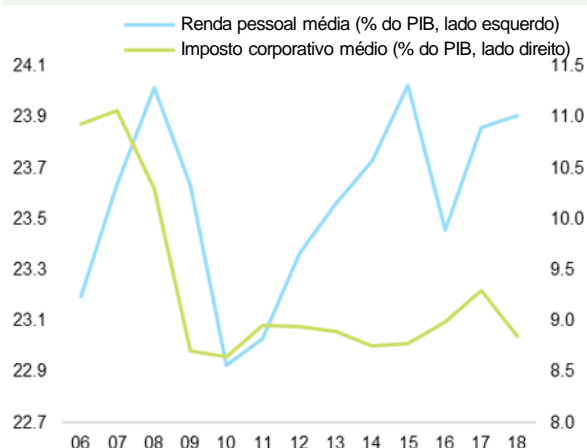
está passando por uma profunda depressão. A falta de visibilidade na perspectiva permanece por enquanto. Novas disrupções significativas da indústria automobilística são prováveis. Como na indústria automobilística, é provável que outros setores sofram com regulamentações cada vez mais rígidas para a proteção do meio ambiente. Os setores de energia, aço, transporte aéreo e marítimo são os mais expostos a choques regulatórios.

**Não esperamos uma mudança no regime de baixa volatilidade, pois prevalece o efeito amortecedor da política monetária não convencional. O risco político continuará sendo o principal fator de volatilidade, o que implica uma alta probabilidade de picos recorrentes relacionados a notícias de curto prazo.** A percepção divergente de risco entre os mercados para ativos de risco e de refúgio deve persistir. Por um lado, ativos de risco, como ações, títulos corporativos, títulos e valores de mercados emergentes, não são precificados de modo a lidar com uma deterioração das atuais condições econômicas e políticas. Por outro lado, ativos de refúgio como títulos soberanos no mundo desenvolvido não estão precificados para lidar com

uma melhoria do ambiente econômico e político (rendimentos reais estão baixos ou negativos, expectativas de inflação permanecem teimosamente baixas). No contexto de taxas de crescimento moderadas, mas estáveis, continuidade de moderadas expectativas de inflação e efeitos amortecedores da política monetária não convencional, o potencial ascendente de rendimentos sobre títulos do governo dos EUA e da Europa permanece limitado. Em um contexto de postura de "esperar para ver" dos investidores, ligada às eleições nos EUA e à progressiva erosão dos lucros, espera-se que o mercado de ações global registre uma inflexão em sua tendência ascendente (orientada monetariamente).

**A depreciação do dólar (-4%) deve suportar os ativos dos Mercados Emergentes.** A baixa inflação, uma rede de segurança da base monetária para crescimento, um contexto de baixas taxas de juros duradouras que nutrem o apetite ao risco e mais apoio fiscal por vir apontam para um ambiente tradicionalmente favorável aos ativos emergentes. Estes últimos podem ter um desempenho superior em 2020.

**Figura 5: Impostos - empresas x famílias (média da OCDE)**



Fontes: OCDE, Euler Hermes, Allianz Research

**Figura 6: Visão geral das projeções dos mercados de capitais**

|                                    | 2020 | 2021 |
|------------------------------------|------|------|
| <b>EMU</b>                         |      |      |
| Taxa de apólice (taxa de depósito) | -0,6 | -0,6 |
| Bund 10A                           | -0,1 | 0,1  |
| Swap 10A                           | 0,2  | 0,3  |
| Spread de IG corporativo (bps)     | 100  | 105  |
| EMCI MSCI (TR,% por ano)           | 3,1  | 4,8  |
| <b>EUA</b>                         |      |      |
| Taxa Principal                     | 1,25 | 1,50 |
| UST 10A                            | 1,9  | 2,3  |
| Spread de IG corporativo (bps)     | 120  | 130  |
| MSCI EUA (TR,% por ano)            | 2,1  | 2,0  |

Fontes: Euler Hermes, Allianz Research

# O AMBIENTE ECONÔMICO CONTINUARÁ DESAFIADOR EM TODAS AS REGIÕES

Nos EUA, não importa o resultado da eleição presidencial, é provável que haja mais gastos fiscais. A resiliência do mercado de trabalho nos EUA foi um elemento de surpresa para nós em 2019, pois esperávamos sinais de enfraquecimento nas intenções de contratação, de fabricantes em especial, que estavam experimentando uma desaceleração significativa da atividade (o PMI de industrial da ISM evoluiu abaixo de 50 desde Julho de 2019). Dois elementos podem explicar essa performance: O Fed reagiu rapidamente ao choque de incerteza, interrompendo rapidamente seu ciclo de normalização da política monetária (a partir do final de 2018), reduzindo as taxas operacionais já no segundo semestre de 2019 e atuando na liquidez a partir de setembro de 2019. Esperamos um corte na taxa em março de 2020, juntamente com uma desaceleração econômica. No segundo semestre de 2021, o Fed pode implementar dois aumentos nas taxas quando houver evidências de uma base mais forte na economia dos EUA.

A política fiscal representa outro elemento que explica a resistência da economia americana. Inicialmente, pensávamos que o alto grau de polarização na classe política dos EUA provavelmente provocaria o desligamento do governo, já que o Congresso é o decisor final em questões orçamentárias. Mas o que ocorreu foi o contrário, uma vez que democratas e republicanos entraram, em julho de 2019, em um acordo bipartidário com limites mais altos para os gastos do governo. Em vez de procedimentos automáticos que impuseram reduções severas nos gastos fiscais, foi acordado um gasto suplementar no valor de 300

bilhões de dólares para os exercícios de 2019 e 2020, neutralizando a restrição do teto da dívida até meados de 2021.

A partir de 2021, esperamos ainda mais iniciativas expansionistas no lado fiscal, que manterão o déficit americano entre -4,5% e -5,0% do PIB nos próximos anos. Esse ativismo, atualmente visível no nível das políticas econômicas dos EUA, explica por que vemos uma menor probabilidade de recessão no primeiro semestre de 2020, ainda que pareça que o crescimento será particularmente baixo neste momento. Esperamos +1,6% em 2020, a partir de +2,3% em 2019. Em 2021, o cenário macroeconômico será determinado pelo resultado das eleições presidenciais de 2020. Por ora, atribuímos uma probabilidade de 55% à vitória de um democrata (centrista), pois a política econômica do presidente Trump acabou por ser uma desvantagem para segmentos de seu eleitorado principal, como agricultores (cujas insolvências aumentaram rapidamente após retaliações chinesas) e fabricantes, enquanto a mobilização dos democratas será alta. O crescimento do PIB dos EUA deve voltar perto de +2% em 2021 devido ao aumento da acomodação no lado fiscal.

**A desaceleração da economia chinesa não acabou.** Esperamos um crescimento do PIB em +5,9% em 2020 e +5,8% em 2021, após +6,2% em 2019. Essas taxas de crescimento ainda devem permitir que a meta de dobrar o PIB de 2010 até 2020 seja cumprida. A combinação de políticas é favorável, mas o objetivo é gerenciar a desaceleração, e não revertê-la. O comércio externo deve permanecer sob pressão, dada a relação ainda tensa com os EUA.

No lado doméstico, temos dificuldade para ver incentivos positivos.

Os consumidores estão enfrentando o fato de que o setor habitacional, ponto positivo na maior parte de 2019, está mostrando sinais de fraqueza nos últimos meses. As políticas de moradia permaneceram rígidas, pois as autoridades parecem mais preocupadas com a acessibilidade.

É provável que as políticas monetária e fiscal continuem fornecendo apoio à economia no próximo ano, mas de maneira prudente, dadas as restrições estruturais. Esperamos 2,7% do PIB em apoio fiscal em 2020 (comparado a 5,7% em relação a 2018-2019), principalmente por meio do aumento da cota de títulos especiais do governo local voltados para o investimento em infraestrutura. Do lado monetário, esperamos cortes de 30 pb na Taxa de Empréstimo Prime e cortes de 150 pb nos Índices de Requisito de Reserva. A maior preocupação para o banco central em nossa opinião deve ser a estabilidade financeira: vários resgates neste ano levantaram preocupações em relação ao setor bancário chinês, especialmente em bancos menores. A pressão sobre esses bancos poderia, por sua vez, ser transferida para empresas e consumidores menores em cidades menores, levantando questões sobre a eficiência da implementação da política monetária.

### A atividade mostra sinais de estagnação na Zona do Euro.

Há sinais crescentes de otimismo na economia da Zona do Euro que sugerem que o pior declínio tenha sido finalizado no último trimestre de 2019. Os principais indicadores econômicos, no entanto, não apontam para uma recuperação acentuada. Por um lado, a produção industrial verá apenas uma recuperação gradual, pois os níveis de estoque – apesar de uma correção já notável – permanecem elevados. Além disso, o crescimento das exportações da Zona do Euro terá uma recuperação não tão acentuada, já que o momento comercial global permanece moderado e os riscos de desvalorização em torno do comércio e do Brexit continuam crescendo. Por fim, os desafios estruturais, incluindo o protecionismo persistente, e também a desaceleração do crescimento do PIB chinês, continuarão a pesar na atividade econômica da Zona do Euro.

Tão improvável quanto uma rápida recuperação é um cenário de recessão para a Zona do Euro. Esperamos que o consumidor tenha papel importante nessa melhora, graças à situação favorável do mercado de trabalho e ao robusto crescimento salarial. Medidas fiscais mais agressivas são improváveis, dado o risco de recessão relativamente baixo, mas um impulso fiscal na ordem de 0,5 pontos deve aumentar a renda disponível em 2020 e 2021. No geral, a demanda doméstica desacelerará, graças a uma notável queda da atividade de investimento, uma vez que a recuperação permanece moderada e as taxas de utilização da capacidade na indústria estão agora próximas ou abaixo das médias de longo prazo na maioria dos países da Zona do Euro. No geral, esperamos que o crescimento do PIB registre +1,0% em 2020 e que se recupere moderadamente em 2021 para +1,3%.

Em 2020, o BCE continuará sob pressão para adotar uma postura

política mais flexível, já que a inflação – a 1,2% em 2020 e 1,5% em 2021 - não alcançará a meta de abaixo, porém, perto de 2% e, na melhor das hipóteses, o Fed pode implementar um novo corte nas taxas no primeiro semestre. Como as considerações políticas sobre as divisões no conselho de governadores do BCE tornam menos viável um aumento nas compras mensais de ativos, esperamos que o BCE opte por um corte adicional de 10 pb na taxa de depósito para -0,6% no primeiro semestre de 2020. Enquanto isso, as compras mensais de flexibilização quantitativa continuam no ritmo atual de 20 bilhões de euros antes de serem encerradas no final de 2020. Em 2021, a recuperação econômica mais robusta e o aumento contínuo da inflação subjacente para 1,4% permitirá que o BCE permaneça em espera sob o pressuposto de que a revisão abrangente da estratégia do BCE a ser concluída no final de 2020, não exigirá uma meta de inflação mais alta.

### A Alemanha continuará a dificultar a Zona do Euro.

Mesmo que a economia alemã tenha evitado por pouco o contexto de recessão, dificilmente há motivos para comemorar. Tendo em vista a perspectiva cautelosa do comércio global e da indústria automotiva e a incerteza política elevada em torno do comércio e do Brexit, podem ser esperadas taxas mínimas de crescimento do PIB nos próximos trimestres. Os principais indicadores apontam apenas para uma tentativa de estabilização na indústria, de modo que o risco de outra leitura trimestral negativa do crescimento

do PIB ou de uma recessão técnica permaneça elevado em 2020.

Somente a aceleração mais acentuada do comércio global em 2021 colocará a economia alemã em uma base mais robusta. A demanda doméstica continuará sendo a espinha dorsal da Alemanha. O consumo privado e o investimento em construção continuarão sendo os principais impulsionadores do crescimento econômico em 2020 e 2021, mas gradualmente perderão certo vapor, em linha com a desaceleração do mercado de trabalho. O investimento fixo estagnar-se-á amplamente em 2020 e só recuperará gradualmente em 2021, à medida que o crescimento das exportações estiver voltando a aumentar mais acentuadamente.

A política fiscal continuará sendo muito favorável, mas um pacote de estímulo maior só será provável se a economia alemã sofrer um revés mais acentuado. Para 2019 e 2020, esperamos um crescimento do PIB de apenas +0,6% para a Alemanha.

### O consumidor continuará a impulsionar o crescimento da França em 2020.

Na França, esperamos que o apoio fiscal (9 bilhões de euros adicionais em 2020) equilibre o impacto de choques externos (comércio, baixo crescimento na Alemanha, Brexit) e doméstico (reforma previdenciária). Em suma, o crescimento do PIB deve permanecer estável em





+1,2% em 2020, como em 2019, mas com vencedores e perdedores. Os gastos das famílias devem impulsionar cada vez mais o crescimento, mas devem ser direcionados para bens duráveis (moradia, equipamentos domésticos). A greve prolongada após a reforma previdenciária representa o maior risco para o nosso cenário, pois custaria até -0,2pp do crescimento real do PIB no primeiro trimestre se prolongada até março.

**A dinâmica do crescimento na Itália permanecerá mais fraca do que na Zona do Euro em meio à frágil estabilidade política.** Considerando a atividade econômica chegando ao final do primeiro trimestre de 2020, esperamos que o crescimento real do PIB atinja +0,4% ao longo do ano. Com o crescimento dos salários e do emprego perdendo impulso, mas com consumo privado permanecendo moderado. O investimento tem sido surpreendentemente resistente ao longo do ano, apesar das disputas comerciais e da incerteza política. Mas o ciclo de investimentos parece ter atingido o pico agora. Como os indicadores permanecem em níveis baixos e a utilização da capacidade diminuiu, esperamos um crescimento menor do GCFC em 2020. Graças à direção setorial e geográfica, as exportações italianas se mostraram bastante resilientes no ano passado.

Em 2020, no entanto, essa resiliência pode ser desafiada com mudanças externas persistentes, possivelmente se espalhando também para bens de consumo. Quanto às contas públicas, ainda esperamos um aumento da relação dívida/PIB, uma vez que as taxas de juros médias da dívida pública ainda excedem o crescimento nominal do PIB, enquanto, ao mesmo tempo, o superávit primário continua a ser reduzido. Com a nova coalizão agindo de maneira mais conciliatória com as instituições da UE, não esperamos uma renovação do conflito orçamentário do ano passado. Mas, dada a frágil situação do governo, a incerteza política ainda pesará sobre a atividade econômica na Itália. Embora esperemos que o impacto negativo enfraqueça, os desenvolvimentos políticos devem ser observados de perto

As eleições regionais em Emilia Romagna, que ocorrerão no final de janeiro, serão o próximo momento crítico.

### **Na Espanha, o novo governo trará menos reformas favoráveis às empresas**

Após duas eleições e oito meses de impasse político na Espanha, o primeiro-ministro Pedro Sánchez finalmente conseguiu maioria no Parlamento (com uma margem de apenas dois votos) e agora formará um governo. Esperamos uma perspectiva melhor para setores voltados para o consumidor e pequenas empresas, juntamente com potenciais benefícios a longo prazo em ganhos de produtividade devido aos maiores gastos com educação. No entanto, a competitividade será reduzida no curto prazo, e custos mais altos de mão-de-obra poderão reduzir as margens de lucro (para menos de 40% do valor agregado, caindo em relação ao pico de 44,3%); além disso, prevemos que os setores de construção e serviços serão impactados negativamente por um salário mínimo mais alto; os setores de serviços bancários e energia serão afetados por impostos mais altos e o setor imobiliário pelo controle de aluguel.

Consequentemente, prevemos uma desaceleração gradual do crescimento do PIB na Espanha de +2% em 2019 para +1,6% em 2020 e +1,4% em 2021. O maior poder de compra devido à aceleração dos salários e gastos sociais será uma reserva modesta para o consumo privado, em meio ao crescimento do emprego mais lento desde 2014 e a uma taxa de poupança crescente. A diminuição da competitividade em um ambiente comercial global incerto deve diminuir as exportações. Porém, progressos significativos em reformas estruturais e investimentos relacionados ao clima podem ajudar a impulsionar o crescimento novamente no médio prazo.

### **O mais difícil ainda está por vir para o Reino Unido: o acordo comercial com a UE não virá antes de 2022.**

Nas eleições no Reino Unido, o Partido Conservador conquistou uma sólida maioria de 74 cadeiras - o maior do partido desde a eleição de Thatcher em 1987. Isso permitirá que eles "façam o

Brexit" em 2020, reduzindo a incerteza na economia. Os riscos de haver eleições antecipadas são bastante baixos nos próximos três anos. Como resultado de menor incerteza e maiores gastos fiscais, revisamos positivamente a nossa previsão de crescimento para 2020 de +0,8% para +1,0% e esperamos que o crescimento continue a se recuperar em 2021 (+1,6%). Uma demanda doméstica mais forte seria positiva em um contexto de crescimento lento da rotatividade das empresas. No entanto, as pressões negativas sobre os preços devem prevalecer, dados os níveis ainda "acima do normal" de estoques após a estocagem contingencial ao longo do ano. Esperamos que as insolvências comerciais desacelerem para +3% em 2020, depois de +6% em 2019. Em 2021, é provável que haja uma queda moderada de -2%. No entanto, o mais difícil ainda está por vir: é improvável que o acordo comercial com a UE seja concluído antes de 2022, dados os desafios da implementação dos controles de fronteira na Irlanda.

### **Mercados emergentes devem passar por uma estabilização no crescimento em 2020.**

Os mercados emergentes ainda estão enfrentando uma desaceleração do crescimento, e essa desaceleração está se expandindo das economias orientadas para a exportação, já atingidas pela recessão comercial para grandes países emergentes, como Índia, Rússia e África do Sul. Uma desaceleração prolongada do crescimento também está intensificando o risco político em muitas áreas (América Latina, África, Oriente Médio, Hong Kong). Ao mesmo tempo, a inflação mais baixa e uma margem de manobra para aumentar o apoio fiscal nos permitem esperar uma estabilização do crescimento nos próximos trimestres. Uma abordagem mais "dovish" em termos de política econômica é um fator que atrai os fluxos de capital, também atraídos por altos rendimentos nos mercados fronteiriços. No entanto, esse financiamento de dívida pode muito bem levar os índices de dívida a um nível dificilmente sustentável em um subconjunto de países (Líbano, Zâmbia, Angola, Argentina).

**Esperamos um crescimento do PIB da Ásia-Pacífico em +4,3% em 2019, +4,2% em 2020 e +4,5% em 2021.** O

crescimento global moderado e a desaceleração chinesa ainda afetam a região. Também há fatores idiossincráticos em jogo. No Japão, a economia precisa digerir o impacto negativo do aumento do imposto sobre vendas implementado em outubro. O grande estímulo fiscal anunciado no início de dezembro (1,7% do PIB nos gastos em mais de 15 meses) e um banco central pronto para facilitar ainda mais, se necessário, devem fornecer fatores de reserva. Na Índia, o crescimento decepcionou até agora no ano fiscal de 2020, mas o pior deve ter ficado para trás. O governo deve anunciar medidas fiscais de apoio que ajudarão a ancorar a recuperação. Nas economias orientadas para a exportação, os formuladores de políticas estão reagindo de diferentes maneiras. A Coreia do Sul está propondo um orçamento recorde para 2020, enquanto Hong Kong anunciou medidas de apoio que valem menos de 1% do PIB. Taiwan espera um orçamento equilibrado em 2020, e Singapura tem muito espaço para apoio fiscal, mas ainda não anunciou medidas concretas. Na ASEAN, há espaço para suporte monetário, devido às pressões inflacionárias relativamente moderadas. A margem de manobra fiscal está disponível na Indonésia, Filipinas e na Tailândia, mas menos na Malásia e no Vietnã.

**Na América Latina, 2020 será o sétimo ano consecutivo de crescimento abaixo de 2% (excluindo a Venezuela).** Em

2020, o fraco investimento deve persistir devido à alta incerteza política, que dificulta a confiança e limita parcialmente a transmissão da flexibilização da política monetária. A região está espremida entre as demandas dos investidores por boas contas fiscais e a continuidade das reformas, por um lado, e os consumidores solicitando gastos e redistribuição social, por outro. Embora as políticas monetárias tenham ficado mais flexíveis, há pouca margem de manobra da política fiscal para apoiar o crescimento em geral. Em 2021, enquanto vemos a recuperação se firmando (+2,5%) devido à maior demanda global, os riscos podem vir do estreitamento da política

monetária dos EUA. Os países onde as reformas estagnarem estarão em risco. A perspectiva e o cenário de risco do Brasil estão melhorando (+2% de crescimento no próximo ano, após +1% este ano), devido a uma demanda interna mais forte e às exportações que se beneficiam de uma menor taxa de câmbio; maior confiança das empresas após a aprovação da reforma previdenciária e a flexibilização da política monetária devem atuar como facilitadores. Embora esperemos uma lei de simplificação tributária no próximo ano, a janela de oportunidade para reformas se estreitou. Os fundamentos do México permanecem sólidos, mas o crescimento está parado (+0% este ano, +1% em 2020), uma vez que a incerteza doméstica interrompe o ciclo de investimentos. 2021 pode ser um ano crucial, já que o presidente prepara seu "referendo de recall" e as eleições legislativas estão agendadas. A economia argentina voltará a contrair-se no próximo ano e os riscos permanecerão elevados para as empresas: o país não deve evitar outro calote e as políticas do novo governo podem falhar em convencer os investidores. No Chile, as empresas enfrentarão riscos crescentes à medida que a atividade desacelerar abruptamente e 2020 se mostrar um ano político muito movimentado. Espere mais protestos sociais, um ambiente de negócio incerto e um comportamento de "esperar para ver" para o investimento. Por fim, os protestos sociais da Colômbia podem diminuir a atividade e o recente golpe constitucional contra reforma tributária do governo de centro-direita deve enfraquecer a confiança dos empresários

**As economias africanas continuarão a experimentar em 2020 uma desaceleração prolongada do crescimento, particularmente as maiores como a África do Sul (+0%), Argélia (+0,5%) ou Nigéria (+1%).**

Nessas estruturas impulsionadas por commodities, uma fraca capacidade de reforma expôs a economia a um esgotamento dos principais resultados (mineração, petróleo, gás e energia, dependendo da economia). No geral, existe uma alta probabilidade de que o risco-país se deteriore, pois os subsídios

serão cada vez mais difíceis de financiar em economias com déficit, aumentando as dificuldades já observadas (Argélia, Tunísia, Sudão e Zâmbue). Em todas essas economias, a dívida aumentará e se tornará elevada em algumas delas (principalmente no Sudão, Angola e Zâmbue). Ao mesmo tempo, as bonanças de crescimento de longo prazo continuarão a apoiar o crescimento, como o aumento do acesso à energia, particularmente nas regiões oeste e leste da África.

**O crescimento no Oriente Médio aumentará em relação a apenas +0,1% em 2019, mas permanecerá moderado em +1,4% em 2020 e +2,1% em 2021.**

Espera-se que os cortes acordados na produção de petróleo da OPEP+ permaneçam em vigor ao longo de 2020 e, combinados com os baixos preços do petróleo, continuarão a reduzir o crescimento no CCG. Ainda que não esperemos uma guerra total, é provável que o confronto entre o Irã e os EUA continue intenso nos próximos meses. O Irã continuará sujeito a sanções e em recessão ou próximo à recessão nos próximos dois anos. Iraque e Israel devem ter o desempenho econômico mais forte da região, pois novas instalações de produção de petróleo e gás natural, respectivamente, entrarão em operação. O Líbano está estagnado e enfrenta uma prolongada crise política e econômica que pode resultar em desvalorização, aumento de incidentes de calote e inadimplência de dívida soberana nos próximos dois anos.

Diretor de Publicações: Ludovic Subran, Economista-Chefe  
Pesquisa econômica de Euler Hermes Allianz  
1, place des Saisons | 92048 Paris-La-Défense Cedex | França  
Telefone +33 1 84 11 35 64 |  
Uma empresa do grupo Allianz

<http://www.eulerhermes.com/economic-research>  
[research@eulerhermes.com](mailto:research@eulerhermes.com)



[euler-hermes](#)

[eulerhermes](#)

## DECLARAÇÕES DE PROJEÇÕES

As declarações aqui contidas podem incluir projeções, declarações de expectativas futuras e outras informações prospectivas baseadas em opiniões e suposições atuais da administração e envolvem riscos e incertezas conhecidos e desconhecidos. Os resultados, desempenhos ou eventos reais podem diferir substancialmente daqueles expressos ou implícitos nessas declarações projetadas.

Tais desvios podem ocorrer devido a, sem limitação, (i) mudanças nas condições econômicas gerais e na situação competitiva, particularmente nos negócios e nos principais mercados do Grupo Allianz, (ii) desempenho dos mercados financeiros (particularmente volatilidade, liquidez e eventos de crédito), (iii) frequência e gravidade de sinistros segurados, incluindo catástrofes naturais, e desenvolvimento de gastos com sinistros, (iv) níveis e tendências de mortalidade e morbidade, (v) níveis de persistência, (vi) particularidades em negócios bancários, extensão de inadimplências de crédito, (vii) níveis de taxa de juros, (viii) taxas de câmbio, incluindo a taxa de câmbio EUR/USD, (ix) alterações nas leis e regulamentos, incluindo regulamentos tributários, (x) o impacto de aquisições, incluindo questões de integração relacionadas e medidas de reorganização e (xi) fatores competitivos gerais, em cada caso em uma base local, regional, nacional e/ou global. Muitos desses fatores podem ser mais prováveis, ou mais evidentes, como resultado de atividades terroristas e suas consequências.

## SEM DEVER DE ATUALIZAÇÃO

A empresa não assume nenhuma obrigação de atualizar qualquer informação ou declaração contida neste documento, exceto as informações exigidas por lei.