

# THE VIEW

Economic Research  
19 September 2019



## PREOCUPAÇÕES POLÍTICAS, CRESCIMENTO EM ESTAGNAÇÃO E UM CICLO ANTILIBERAL

- 04 A escalada dos riscos políticos exacerba bolsões de recessão já visíveis
- 06 Formuladores de políticas ajudarão a evitar uma recessão, mas anteveem um crescimento estagnado
- 08 Nosso mundo fragmentado entra em um ciclo “antiliberal”, criando volatilidade conforme as políticas têm retornos cada vez menores
- 10 O que isso significa para mercados e empresas?
- 11 Cenários regionais

# EXECUTIVE SUMMARY



Ludovic Subran, Global Head of Macroeconomic Research at Allianz and Chief economist at Euler Hermes  
+33 (0) 1 84 11 53 99  
[Ludovic.SUBRAN@eulerhermes.com](mailto:Ludovic.SUBRAN@eulerhermes.com)



Alexis Garatti, Head of Macroeconomic Research  
+33 (0) 1 84 11 42 32  
[Alexis.GARATTI@eulerhermes.com](mailto:Alexis.GARATTI@eulerhermes.com)

Eric Barthalon, Global Head of Capital Markets Research

Ana Boata, Senior Economist for Europe

Georges Dib, Economist for Latin America, Spain and Portugal

Stéphane Colliac, Senior Economist for France and Africa

Maxime Lemerle, Head of Sector and Insolvency Research

Manfred Stamer, Senior Economist for Emerging Europe and the Middle East

Katharina Utermöhl, Senior Economist Europe

- **Em 2019-2020, formuladores de políticas e um novo impulso fiscal ajudarão a evitar uma recessão global, mas a estagnação do crescimento – com a atividade caindo ao nível mais baixo no primeiro trimestre de 2020 – o padrão, nos lembr o ritmo apático de 2015-2016.** A escalada dos riscos políticos (rivalidade EUA-China, Brexit, novo governo italiano) atingiu os níveis de recessão visíveis na primeira metade do ano no comércio, no setor manufatureiro e em dezenas de segmentos. No futuro próximo, nosso cenário de base ainda prevê uma queda suave (+2,4% em 2020, caindo em relação a +2,5% em 2019 e +3,1% em 2018). Em 2020, os EUA devem desacelerar a +1,6%, a Zona do Euro a +1,0% e a China a +6,1%. O comércio global de mercadorias e serviços crescerá em +1,7%, o nível mais baixo desde 2009. Os consumidores serão uma fonte de resiliência (baixo desemprego e poupança elevada) e os setores de serviços e construção civil, ajudarão a recuperar o primeiro semestre de 2020, até que a flexibilização das condições monetárias e o risco político mais baixo ajudem o setor manufatureiro a se recuperar no segundo semestre de 2020.
- **Dessa vez, espera-se mercados mais voláteis e fluxos de capital instáveis, uma vez que nosso mundo fragmentado entrou em um “Ciclo Antiliberal”.** O baixo crescimento e a baixa inflação podem ocultar uma influência mais direta dos riscos políticos sobre os mercados financeiros, além da necessidade de se gerenciar externalidades negativas de formuladores de políticas excessivamente intervencionistas. Embora antecipemos um eventual pragmatismo nas tensões comerciais entre EUA e China; um adiamento de última hora do Artigo 50 no Reino Unido; erros de governos neo-autoritários em mercados emergentes; as políticas fiscal e monetária – além das políticas tributárias, de tecnologia e de concorrência – continuarão a ser usadas para compensar incertezas comerciais ou ganhar eleições. No entanto, essas políticas trarão cada vez menos retornos, dado o aumento das vulnerabilidades no setor privado e nos mercados de capitais. Um mundo mais fragmentado também representa mais volatilidade para os preços de commodities (~70\$/bbl para o petróleo), moedas (depreciação de 3-5% em média) e fluxos de capital para mercados emergentes.
- **Para sair desses limbos, há duas possibilidades positivas e dois riscos.** Os desenvolvimentos positivos potenciais incluem: uma divisão eleitoral nos EUA em 2020, com uma moratória sobre o protecionismo e uma resposta fiscal notável da Europa, acompanhando os Estados Unidos. Isso exigiria uma normalização rápida por parte dos bancos centrais para evitar a medidas excessivas. Do lado negativo: um evento de crédito de uma empresa “zombie” nos EUA, por exemplo, uma alteração política relevante e uma guerra comercial e cambial declarada entre os EUA e a China, podem ativar uma recessão.
- **O que isso significa para os mercados?** Além do aumento da volatilidade, será difícil entender a direção dos mercados globais. Historicamente, os ativos de renda fixa tiveram o melhor desempenho nos períodos cíclicos tardios. Uma derrocada grave na economia levaria os mercados acionários a uma correção negativa de dois dígitos. Os bancos centrais superexpansionistas manterão os rendimentos dos títulos a níveis muito baixos. A incerteza contínua empurraria os preços do ouro para níveis mais altos, ainda que, no momento, não haja confiança suficiente para adotar especulações na alta. A maior volatilidade do conflito comercial entre EUA e China manterá o dólar forte.
- **O que isso significa para as empresas?** Nosso Índice de Insolvência Global deve aumentar em +8%, tanto em 2019 quanto em 2020, com uma elevação ainda notável na Ásia, uma recaída na Europa Ocidental e uma inversão de tendência na América do Norte.



**+2.4%**

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

# A ESCALADA EXAGERADA DOS RISCOS POLÍTICOS DEMONSTRA A RECESSÃO JÁ VISÍVEL

Primeiro, a disputa entre a China e os EUA expandiu, levando-nos a uma recessão comercial.

O comércio global de mercadorias caiu em -0,9% em comparação com o segundo semestre de 2018, uma vez que tanto o primeiro quanto o segundo trimestre mostraram contrações pela primeira vez desde 2009. A nova onda de protecionismo anunciada pelo Presidente Trump empurrará a tarifa média dos EUA para cima em +1,5%, chegando a 9% até dezembro (a média foi 3,5% em janeiro de 2018), causando uma nova volatilidade nos mercados de capitais e uma atitude de “esperar para ver” entre consumidores e empresas. Estamos presos em um mundo de tarifas mais elevadas por padrão e de maior volatilidade nas políticas comerciais. A decisão de Trump de adiar algumas tarifas que poderiam afetar preços para o consumidor, pode significar que ele está ciente de seu impacto negativo sobre o varejo. Essa estratégia pode sinalizar uma transição para um regime de tarifas mais altas por mais tempo.

Portanto, na configuração atual, embora mais escaladas de tarifas sejam menos prováveis e não façam parte do nosso cenário – uma vez que elas danificariam a economia doméstica dos EUA –, prevemos que a tarifa média permanecerá nos níveis atuais (~9%) ao longo de 2020. Mas também antecipamos a continuação da volatili-

dade em torno de anúncios de políticas do lado dos EUA e da China, conforme demonstrado pelas recentes indicações de um apaziguamento comercial temporário.

É improvável que a China adote uma postura mais branda. A China prefere apostar no longo prazo, uma vez que não enfrenta o obstáculo das eleições. Ela pode oferecer mais retaliações permitindo que sua moeda deprecie, adotando medidas de patriotismo econômico, taxando importações adicionais dos EUA e flexibilizando sua política monetária.

A Europa e o México não estão seguros: do lado europeu, continuamos a crer que tarifas de 10% sobre importações de carros da Europa podem ser implementadas em novembro de 2019, o que levaria a tarifa média dos EUA a cerca de 10%. Na nossa estrutura de monitoramento comercial, o gatilho para a entrada em uma “Guerra Comercial” completa seria a tarifa média dos EUA atingindo 12%. Esse cenário afetaria a economia global em uma recessão, subtraindo dois pontos percentuais do crescimento do PIB ao longo de dois anos (em comparação com meio ponto percentual no nosso cenário atual de “Disputa Comercial”).

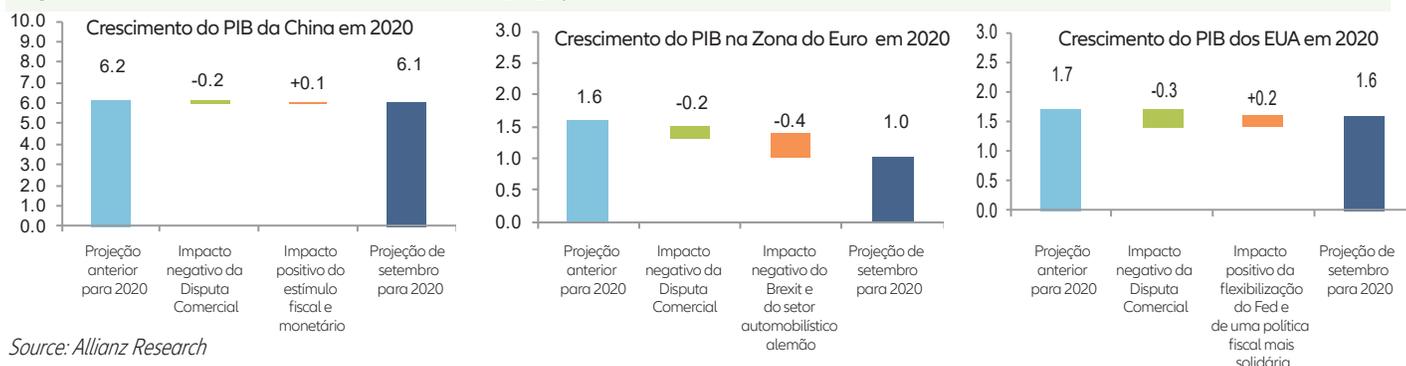
Com tarifas mais altas e volatilidade nas políticas comerciais, antecipamos um regime de crescimento baixo prolongado para o comércio global de

mercadorias e serviços.

De fato, para 2019, prevemos o crescimento mais baixo no comércio global de mercadorias e serviços desde 2009 em termos de volume (+1,5%, após +3,6% em 2018), um resultado da recessão contínua no comércio de mercadorias, apesar da recuperação relativa do comércio de serviços. A perspectiva para 2020 (+1,8%) não demonstra nenhuma melhoria significativa. Em termos de valor, o dólar mais forte e a maior incerteza levaram a pressões deflacionárias nos preços das commodities, o que prefigura o colapso do comércio de valores este ano e uma recaída modesta no ano seguinte.

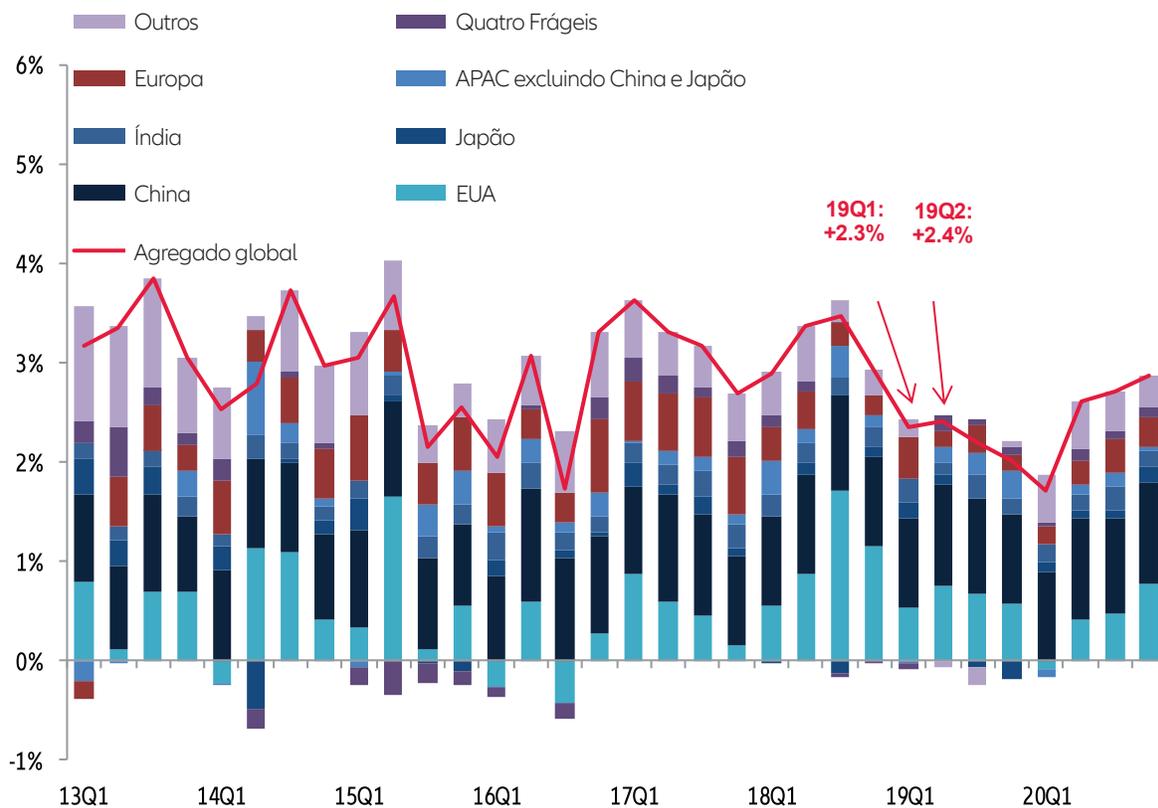
Apesar da redução de 50% na produção de petróleo bruto saudita (6% do fornecimento global) após o ataque de drones em setembro, prevemos um impacto modesto sobre os preços de petróleo, uma vez que a recuperação deve ocorrer em 60 dias, com as exportações sauditas cobertas em grande medida pelos estoques. No geral, os preços Brent devem chegar a USD 66/bbl na média em 2019.

Figura 1: Impacto das tensões comerciais sobre projeções de 2020



Source: Allianz Research

Figura 2: Crescimento global, em termos t/t anualizados



Sources: Bloomberg, Allianz Research

Em segundo lugar, a fabricação global entrou em declínio (-0,2% a/a esperados em setembro), especialmente em economias avançadas como os EUA, a Alemanha, o Japão e o Reino Unido. Após o choque das incertezas comerciais, as atividades manufatureiras desaceleraram rapidamente, levando a uma recessão industrial global. Mas há três fatores adicionais por trás das dificuldades no setor corporativo, especialmente para empresas globalmente integradas:

- **As dificuldades da indústria automobilística, multilaterais e concentradas na Alemanha:** A indústria automobilística deve gerenciar uma compensação da demanda nos EUA; a primeira contração de demanda na China em quase uma década; uma contração rápida do mercado na Índia; as consequências do Brexit e a implementação de novos regulamentos sobre emissões na Europa. Quanto aos últimos dois aspectos, movimentações ou fatores

políticos claramente exercem uma influência.

- **A fadiga do setor Eletrônico:** Os desafios da indústria automobilística se traduziram em enfraquecimento no setor de eletrônicos (ambos são altamente interdependentes), cujo ciclo também foi prejudicado devido ao caso da Huawei e às desavenças diplomáticas entre o Japão e a Coreia do Sul. A falta de confiança do consumidor também pode explicar o estado deste mercado saturado. Mais uma vez, fatores políticos têm um papel importante.

- **Bens intermediários como principal vítima da desglobalização multilateral:** Desenvolvendo-se a um ritmo mais acelerado, a estagnação do comércio de bens intermediários é uma das melhores ilustrações do fato de que modelos de negócios globalmente integrados são os mais afetados pelos choques atuais sobre as indústrias

automobilística e eletrônica.

Nesse contexto, economias movidas a exportações, que dependem bastante do dinamismo da demanda estrangeira, são as que mais sofrem.

Em terceiro lugar, o crescimento do PIB estagnou em quase 10 países (Alemanha, Reino Unido, Itália, Singapura, Hong Kong, Coreia do Sul, Rússia, Brasil e Argentina), o que aumenta os temores de recessão no resto do ano. Na Europa, a retomada da França e da Espanha contrasta com a fraqueza da Alemanha, que está combatendo as regulamentações sobre automóveis, o Brexit e a incerteza comercial. No Reino Unido, a probabilidade mais elevada de um Brexit sem acordo contribuiu para um nível sem precedentes de incerteza.

# FORMULADORES DE POLÍTICAS AJUDARÃO A EVITAR UMA RECESSÃO, MAS ANTEVEEM UM CRESCIMENTO ESTAGNADO

**A economia global deve evitar uma recessão completa em 2019-20**, graças a iniciativas de políticas econômicas, incluindo:

- (i) um impulso fiscal positivo, ainda que moderado, dos EUA, Zona do Euro e China;
- (ii) estímulo monetário global visível no segundo semestre de 2019, uma vez que o número de bancos centrais flexibilizando suas posturas políticas é o maior desde 2009
- (iii) e a disputa comercial não se intensificando muito mais, com a possibilidade de um “abrandamento temporário” na disputa entre EUA e China.

A atenção dos EUA pode se voltar para carros europeus em novembro, que marca o final do prazo para a decisão sobre tarifas sobre a importação de automóveis. No entanto, a implementação pode ser adiada até 2020 e ser meramente gradual (uma tarifa de 10% primeiro, e não a de 25% que fora anunciada) como maneira de pressionar a União Europeia (UE) em negociações comerciais, semelhante aos desenvolvimentos atuais com a China.

**Um pouso tranquilo da economia global continua sendo o nosso cenário de base, considerando que as medidas dos bancos centrais e um novo impulso**

**fiscal ajudam a proteger o crescimento global**, que pode ficar em +2,4% em 2020, embora esse seja o nível mais baixo desde 2009, caindo em relação a +2,5% em 2019 e +3,1% em 2018.

Esperamos que o crescimento em termos trimestrais reduza ao nível mais baixo no primeiro trimestre de 2020 antes de se recuperar gradualmente no segundo semestre. Essa queda deve ser causada por uma correção nos níveis elevados de estoques, pelo impacto negativo da tensão comercial; por um estímulo fiscal insuficiente; e pela confiança do consumidor causando crescimento zero nos EUA enquanto, em outros lugares, o crescimento (nominal) estancará (Zona do Euro, China, Mercados Emergentes como um todo). Em 2020, os EUA devem desacelerar para +1,6%, a Zona do Euro para +1,0% em a China para +6,1%. O comércio global de mercadorias e serviços crescerá em +1,7% – mais uma vez, a taxa mais baixa desde 2009.

**O consumidor ainda será uma fonte de retomada em um regime de crescimento baixo prolongado e pressões deflacionárias persistentes para o comércio.** Um descompasso entre atividades de serviço e atividades manufatureiras foi claramente visível nos últimos meses. O crescimento econômico global continuará a ser sustentado pelo consumidor, que por sua vez apoiará os setores de serviços e

de construção civil.

De fato, a flexibilização global ajudará a manter as taxas de juros a níveis extremamente baixos, enquanto os desenvolvimentos nos mercados de trabalho só se deteriorarão, o que ajudará a manter a confiança do consumidor a níveis confortáveis. No entanto, o impacto negativo de uma continuação da disputa comercial, manterá a produção industrial, especialmente no que tange bens intermediários, em níveis bastante baixos. Já o dólar forte manterá as pressões deflacionárias sobre os preços das commodities.

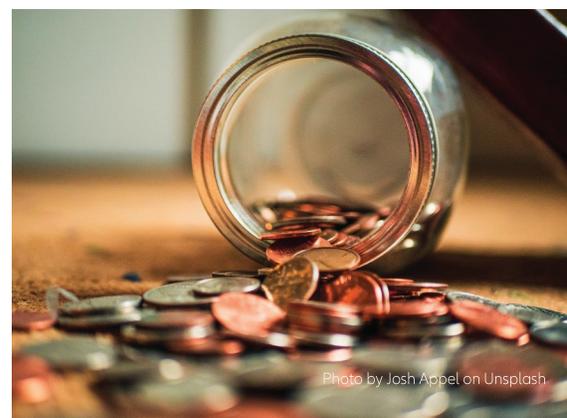
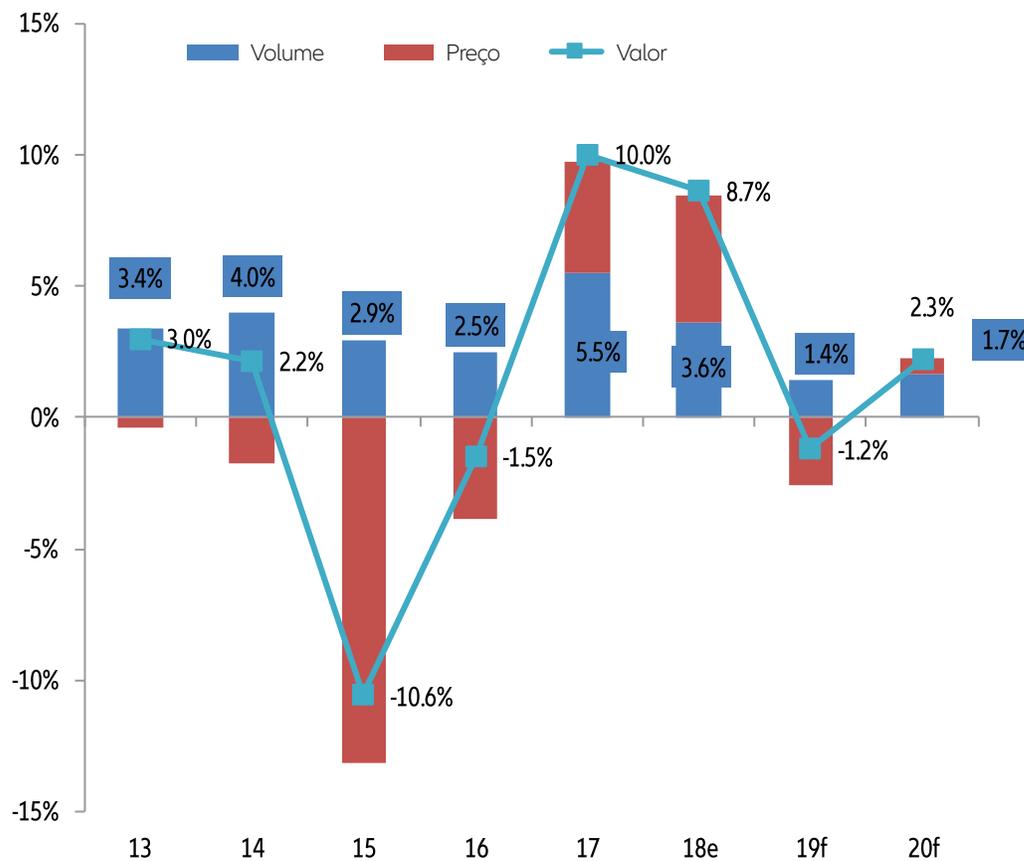


Photo by Josh Appel on Unsplash

**Figura 3:** Comércio global de mercadorias e serviços (% a/a)

Sources: Euler Hermes, Allianz

De fato, observamos uma persistência dos impactos deflacionários. Os preços serão afetados negativamente por três fatores:

Uma desaceleração progressiva da demanda global;  
A força persistente do USD (que assumirá um papel de menos risco em um contexto de incerteza elevada)  
E reduções nos preços das commodities devido o enfraquecimento do ciclo industrial global.

Economias movidas a exportações terão sua projeção de crescimento significativamente afetada. A confiança do consumidor em economias desenvolvidas e as condições comerciais mais restritas devem influenciar fortemente os desempenhos de crescimento de economias movidas por exportações. Revisamos de modo pessimista o desempenho de crescimento esperado para a Alemanha, Japão, Coreia do Sul, Taiwan e China. Se a incerteza persistir, economias movidas por commodities

podem ser as próximas possíveis vítimas.

As economias emergentes podem sofrer. O USD forte equivale ao estreitamento global das condições monetárias e financeiras. Além disso, a desaceleração da demanda global tem um impacto relativamente maior sobre o seu crescimento. Finalmente, as economias mais frágeis – aquelas com menos potencial doméstico de absorver o choque externo – devem ser almejadas pelo mercado mais uma vez.

# NOSSO MUNDO FRAGMENTADO ENTRA EM UM CICLO “ANTILIBERAL”, CRIANDO VOLATILIDADE CONFORME AS POLÍTICAS TÊM RETORNOS DECRESCENTES

O leitmotif atual, com consequências duradouras e imprevisíveis, é o intervencionismo: políticas comerciais, monetárias e fiscais, todas contribuirão para afetar significativamente o funcionamento livre dos mercados, o que é um sinal de que a economia global está entrando gradualmente no que chamamos de um “ciclo global antiliberal”.

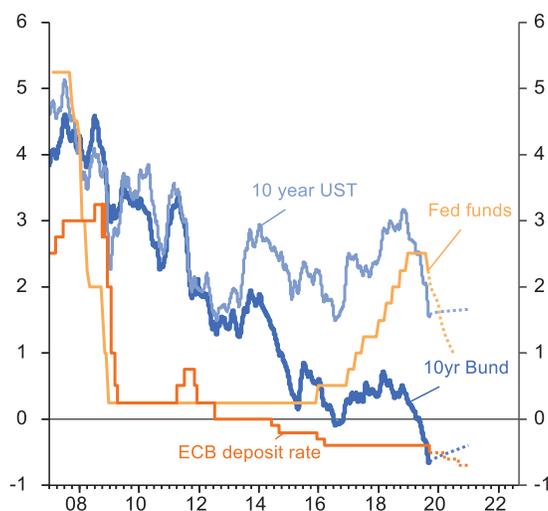
O contexto de baixo crescimento e a baixa inflação pode ocultar uma influência mais direta dos riscos políticos sobre os mercados financeiros, além da necessidade de se gerenciar externalidades negativas de formuladores de políticas excessivamente intervencionistas. O risco político prevalece e pode se intensificar, mas pautas emergenciais devem ser resolvidas.

Embora antecipemos um eventual pragmatismo nas tensões comerciais entre EUA e China; um adiamento de última hora do Artigo 50 no Reino Unido e poucos, ou menos, erros de governos neo-autoritários em mercados emergentes; as políticas fiscal e monetária – além das tributárias, de tecnologia e de concorrência – continuarão a ser usadas para compensar incertezas comerciais ou ganhar eleições.

Esperamos retornos decrescentes das políticas econômicas. Fatores como os níveis de endividamento elevados, dívidas com rendimento negativo e menos direcionalidade nos mercados de capitais, continuará a reduzir a credibilidade das instituições. As políticas anunciadas nos EUA, na Zona do Euro e na China não serão o bastan-

trilhões de dólares de títulos governamentais são comercializados a taxas negativas, quase o triplo do valor em outubro de 2018. Isso indica expectativas bastante desanimadoras dos investidores em termos de perspectiva econômica. Por isso, as reações dos bancos centrais devem ser contudentes: Prevemos três cortes na taxa de juros dos EUA no próximo ano e dois cortes na taxa de juros pelo BCE (Banco Central Europeu), além de um ritmo mais acelerado de QE em abril de 2020. O Banco Central da China anunciou cortes na RRR (depósito compulsório) em setembro, seguidos por outros cortes em outubro e novembro para bancos que fornecem empréstimos diretamente a empresas pequenas e privadas.

**Figura 4:** Taxas de juros principais (%)



Sources: Markit, Allianz Research

**Figura 5: Crescimento do PIB mundial (%)**

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Crescimento do PIB global</b>	<b>2.6</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>
Estados Unidos	1.6	2.4	2.9	2.4	1.6
<b>América Latina</b>	<b>-1.2</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.4</b>	<b>1.1</b>
Brasil	-3.3	1.1	1.1	1.0	1.8
Reino Unido	1.8	1.8	1.4	1.2	0.8
<b>Membros da Zona do Euro</b>	<b>1.7</b>	<b>2.6</b>	<b>1.9</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>
Alemanha	2.1	2.8	1.5	0.6	0.6
França	1.0	2.4	1.7	1.2	1.2
Itália	1.2	1.8	0.7	0.2	0.4
Espanha	3.2	3.0	2.6	2.1	1.7
Rússia	0.3	1.6	2.3	0.7	1.1
Turquia	3.2	7.5	2.8	-0.2	2.3
<b>Asia</b>	<b>5.0</b>	<b>5.3</b>	<b>4.9</b>	<b>4.5</b>	<b>4.3</b>
China	6.7	6.9	6.6	6.2	6.1
Japão	0.6	1.9	0.8	0.9	0.4
Índia	8.1	7.1	6.8	5.3	5.8
<b>Oriente Médio</b>	<b>4.7</b>	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>	<b>0.8</b>	<b>2.1</b>
Arábia Saudita	1.7	-0.7	2.4	1.2	1.2
<b>África</b>	<b>1.2</b>	<b>3.2</b>	<b>2.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>
África do Sul	0.6	1.4	0.8	0.5	0.0

\* Pesos no PIB global no preço de mercado, 2018

NB: As revisões se referem a mudanças nas nossas projeções desde o último trimestre. Ano fiscal para a Índia

Source: Allianz Research

Embora o estímulo monetário tenha funcionado bem no passado, acreditamos que ele será cada vez menos eficaz nas taxas atuais, intensificando vulnerabilidades mais elevadas. A credibilidade dos bancos centrais, especialmente o Fed, foi gravemente afetada ao longo dos últimos meses. Além disso, fragilidades e externalidades negativas de bancos centrais devem ser notáveis em 2020. A acumulação de dívidas, a partir de níveis já elevados, pode começar a ser preocupante nos EUA e na China, especialmente em relação ao setor privado e no caso de uma saída rápida e mal gerenciada de políticas monetárias acomodativas.

Portanto, o potencial de estímulos fiscais sistemicamente grandes é bastante limitado no contexto das próximas eleições nos EUA (ainda que os Democratas e os Republicanos tenham demonstrado certa capacidade de chegar a acordos bipartidários

quanto ao teto do endividamento) e de moderação fiscal na China (para fins de políticas estruturais) e na Europa (para fins de sustentabilidade).

Na Europa, o endividamento do setor privado, embora tenha escalado acentuadamente nos últimos anos, permanece menor em comparação com a China e os EUA (100% do PIB, em comparação com mais de 200% na China e mais de 150% nos EUA). Além disso, a poupança total permanece elevada na Europa. A proporção do endividamento do setor privado em relação à poupança total, portanto, é relativamente menor na Europa: 3,8 em comparação com 4,3 na China e 8,3 nos EUA. No geral, acreditamos que o impulso monetário será atrasado até o segundo semestre de 2019 e ajudará a estabilizar a atividade econômica em níveis baixos em economias maiores.

Um mundo mais fragmentado também

representa mais volatilidade para os preços de commodities (~70\$/bbl para o petróleo), moedas (depreciação de 3-5% em média) e fluxos de capital para mercados emergentes.

Para sair desses limbos, há duas possibilidades positivas e dois riscos:

Positivas:

- (i) uma segregação eleitoral nos EUA em 2020, com uma moratória sobre o protecionismo;
- (ii) E uma resposta fiscal notável por parte da Europa, acompanhando os EUA. Isso exigiria uma normalização rápida pelos bancos centrais para evitar o excesso;

Negativas:

- (i) um evento de crédito de uma "empresa zumbi" nos EUA;
- (ii) um tema político e uma guerra comercial e monetária declarada entre os EUA e a China podem ativar uma recessão.

# O QUE ISSO SIGNIFICA PARA OS MERCADOS E PARA AS EMPRESAS

Em relação a títulos, o mercado acionário está em baixa há quase um ano. Por exemplo, o S&P 500 perdeu respectivamente 9, 15 e 18% contra o UST de 10, 20 e 30 anos. O baixo desempenho de índices mais amplos do mercado acionário, como o índice Russell 2000, em relação a títulos sem risco é ainda mais pronunciado: respectivamente, -19, -23 e -25% contra o UST de 10, 20 e 30 anos. Se o passado for indicativo do que há por vir, esse padrão de desempenho relativo costuma marcar o anúncio de uma recessão. As expectativas do mercado quanto à política monetária contam a mesma história. Essa curva de 180° em expectativas de curto prazo para as taxas de juros é uma das mais pronunciadas historicamente. Ela explica quase inteiramente a queda de 170 pontos no rendimento do UST de 10 anos de 3,20 para 1,50% ao longo do mesmo período.

O interessante é que quase 70% desse declínio no rendimento nominal de títulos é atribuível a uma queda no rendimento real, com os 30% remanescentes se devendo a expectativas reduzidas da inflação de longo prazo. A Allianz Research estimou que o UST chegará a 1,6% e 1,7% no final de 2019 e 2020. O Bund deve ficar no território negativo, com -0,6% e -0,4%. O setor corporativo dos EUA tem apresentado um desempenho razoavelmente bom e continua a fazê-lo. No entanto, as recompras de ações impulsionam o crescimento de EPS e os dividendos agregados e recompras de ações representam quase 90% dos ganhos operacionais agregados, um nível que

provavelmente não é sustentável. Dito isso, os ganhos agregados do S&P 500 representam apenas 18% dos lucros líquidos de todo o setor corporativo dos EUA. Especialmente de 2014 em diante, esse agregado mais amplo tem crescido a um ritmo muito mais lento do que os ganhos agregados do S&P 500. Os lucros do setor corporativo não financeiro que são gerados domesticamente estiveram em recessão, devido a pagamentos de juros líquidos (apesar do nível baixo da taxa de juros), remuneração de funcionários (apesar da falta de inflação dos salários) e a amortização do capital fixo. Sem o apoio de lucros estrangeiros e cortes de taxa, a recessão de lucros teria sido mais profunda.

Como no segundo trimestre, o ouro teve um bom desempenho no terceiro trimestre em todas as moedas mais relevantes, levando seu desempenho year-to-date a um ponto entre 15 e 29%. O interessante é que a volatilidade implicada pelo ouro aumentou quando o preço do ouro cresceu. Esse é um padrão bastante incomum: a volatilidade costuma crescer quando o preço do ativo subjacente cai e as pessoas estão dispostas a aplicar um hedge ao risco de queda. Esse padrão incomum indica que o ouro é visto como uma opção segura, mas sem a confiança suficiente para especulações na alta.

A volatilidade mais elevada devido ao conflito comercial entre EUA e China manterá o dólar forte (1,10 ao final de 2019 e 1,12 ao final de 2020 para EUR/USD). O renminbi deve depreciar ainda mais, chegando a 7,23 para o

CNY/USD no prazo de um ano.

Em relação ao risco de calote, antecipamos que dois a cada três países registrarão um aumento nas inadimplências corporativas em 2019 e quase três a cada cinco países encerrarão o ano com mais insolvências do que o relatado anualmente antes da crise global de 2008-2009. A tendência de aumento continuará ampla em 2020. Nosso Índice de Insolvências Global deve aumentar em +8%, tanto em 2019 quanto em 2020, com um aumento ainda notável na Ásia (+15% em 2019 e +16% em 2020), uma recaída na Europa Ocidental (+3%) e uma inversão de tendência na América do Norte (respectivamente +2% e +4%).

# CENÁRIOS REGIONAIS

**Figura 6:** Contribuição das despesas públicas (p.p.)



Sources: National Sources, Allianz Research

## Sem escapatória do choque comercial nos EUA, considerando que a queda na atividade ainda é esperada no segundo semestre de 2020.

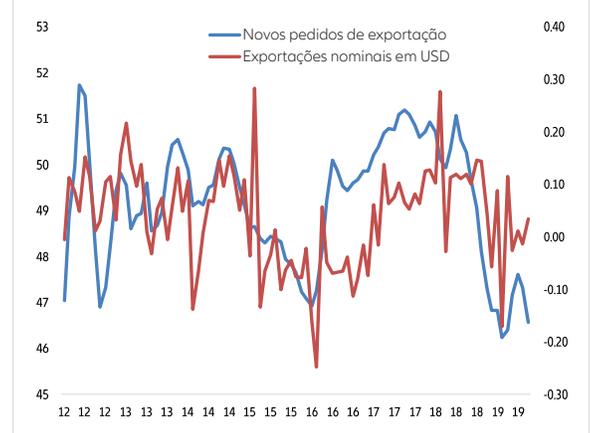
No segundo trimestre deste ano, a economia dos EUA cresceu em +2% t/t em termos anualizados em comparação com +3,2% t/t no primeiro trimestre de 2019. Como esperávamos, essa desaceleração refletiu um declínio no ciclo de investimento, além de desempenhos muito mais baixos no lado das exportações. Prevemos que essa tendência continuará no mês seguinte, uma vez que o nível de confiança dos fabricantes caiu significativamente. Especificamente, a acumulação de estoque nos trimestres anteriores pede uma contribuição mais baixa do investimento nos próximos meses, com uma queda na atividade esperada no segundo semestre de 2020. Dessa forma, a flexibilização da política monetária deve produzir seu primeiro impacto tangível e positivo sobre o crescimento. No total, esperamos que o crescimento do PIB dos EUA atinja +1,6% em 2020 em comparação com +2,4% em 2019 e +2,9% em 2018.

**O acordo bipartidário americano referente ao teto do endividamento reduziu a probabilidade de um ajuste desorganizado. Mas a probabilidade de uma recessão nos EUA ainda não deve ser descartada, embora seja mais baixa do que antes,** devido a duas outras mudanças fundamentais: (i) a continuação esperada da política monetária acomodativa do Fed (ii) o estreitamento da política comercial, com as iniciativas protecionistas mais recentes levando a níveis mais elevados os bens de consumo importados.

Em 2020, esperamos um aumento significativo na inflação subjacente, que deve permanecer bem acima de +2% a/a. Por sua vez, isso induzirá uma deterioração das rendas disponíveis reais e uma desaceleração contínua do consumo.

**Fatores de absorção de choque estão em ação na China, mas não terão força suficiente para evitar uma desaceleração mais forte do crescimento.** A economia da China desacelerou ainda

**Figura 7:** Exportações nominais e pedidos na China



Sources: IHS, Allianz Research

mais no segundo trimestre, uma vez que seu PIB foi relatado a +6,2% a/a em comparação com +6,4% a/a no primeiro trimestre de 2019. A estagnação dos preços para o produtor e dos lucros industriais em julho não trazem boas perspectivas para o investimento no terceiro trimestre, e a contribuição do consumo para o crescimento foi menor no segundo trimestre, sem sinais de melhoria no terceiro trimestre. Esperamos novas iniciativas fiscais nos próximos meses na China, abarcando de metas mais elevadas de emissão de títulos até controles mais baixos sobre a alavancagem dos governos locais e mais gastos em infraestrutura (esperamos gastos suplementares de 2% do PIB, em comparação com o estímulo já anunciado de 5% do PIB). Também antecipamos mais flexibilizações do lado do PBOC. Dois cortes adicionais de meio ponto percentual são planejados para 15 de outubro e 15 de novembro para bancos que distribuem empréstimos diretamente para empresas pequenas e privadas. O PBOC também deve implementar outros cortes no RRR antes do final do ano, novos cortes na

taxa de linha de crédito para empréstimos de médio prazo (TMLF) e, portanto, cortes na Taxa de Empréstimos Principal (LPR), além de permitir que o RMB deprecie ainda mais. Apesar disso, prevemos que a economia chinesa crescerá em +6,2% em 2019 e +6,1% em 2020, espelhando uma revisão negativa de -0,1 ponto percentual devido à elevação das tarifas e da incerteza, bem como o tempo mais longo necessário para se ver uma transmissão completa do estímulo em andamento.

A Europa deve evitar a recessão, uma vez que os setores de serviços e de construção civil estão cautelosos em meio a uma recessão prolongada no setor manufatureiro. O setor manufatureiro entrou em recessão técnica no segundo trimestre, sobretudo devido à forte contração na Alemanha (-5,1% a/a em junho). Prevemos que isso continuará no segundo semestre considerando (i) a escalada na disputa comercial, (ii) uma maior probabilidade de que os EUA imponham tarifas de 10% sobre importações de carros em novembro e (iii) a elevação da incerteza em maio, que ativou uma recaída no nível de estoque das empresas. No entanto, o crescimento da renda disponível e as baixas taxas de juros continuarão a sustentar os gastos do consumidor. Além disso, observamos

efeitos de substituição positivos devido à disputa comercial entre EUA e China desde o início do ano, o que permite um impacto negativo mais baixo sobre o crescimento do PIB da Zona do Euro, apesar de sua intensificação: -0,2 pontos percentuais na média em 2019 e 2020, levando nossas projeções para a Zona do Euro a +1,1% e +1,0% em 2019 e 2020, respectivamente.

Após o pacote de políticas abrangente de setembro, esperamos que o BCE aumente as doses de estímulo da política monetária novamente na primavera do hemisfério norte em 2020 (corte da taxa de depósitos em 0,2 pontos percentuais para -0,7% e aumento do ritmo de QE para 30 bilhões de euros por mês) no contexto de perspectivas macro tímidas na Zona do Euro e mais afrouxamento das políticas do Fed. Isso, junto a mais estímulos fiscais, especialmente na Alemanha, ajudará a atividade econômica em certa medida, mas acreditamos que as políticas monetárias tenham atingido o seu limite na Zona do Euro.

Alemanha passa de motor do crescimento da Zona do Euro para retardatária. Após crescer +1,5% no ano passado, a economia alemã expandirá somente +0,6% por ano em 2019 e

2020. Ainda que uma recessão seja evitada por ora, a perspectiva de crescimento reduzido sugere que a ameaça dessa recessão continuará aguda nos próximos trimestres. Na melhor das hipóteses, em meio à incerteza global, ritmos de crescimento moderados podem ser esperados nos próximos trimestres, com o consumo privado e o investimento na construção mantendo a economia alemã viva. O endividamento baixo do setor privado e seus níveis elevados de poupança ajudarão a absorver o impacto negativo. No entanto, um estímulo fiscal pode não ter um impacto tão positivo (+0,2% do crescimento do PIB real).

A França deve ter um desempenho melhor do que o de seus pares na Zona do Euro. Esperamos um crescimento do PIB a +1,2% em 2019 e em 2020 como resultado do estímulo fiscal (cerca de 10 bilhões de euros em 2019, e então 7 bilhões de euros em 2020). Além das taxas de juros baixas, esse estímulo é benéfico sobretudo para investimentos residenciais, que novamente representam mais de 10% da renda disponível dos lares. O consumo privado também se beneficia, mas apresenta dois fatores impeditivos: carros (como em outras partes da Europa) e alimentos (como resultado da inflação dos alimentos, +3,2% a/a em agosto). No geral, as

Figura 8: Impacto do Brexit 'sem acordo' no PIB em pp por ano

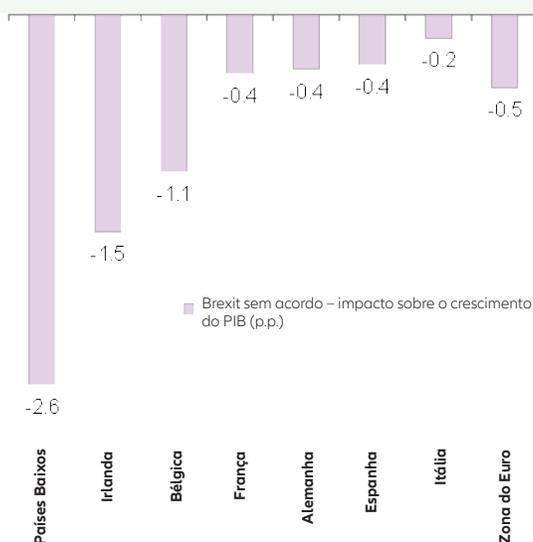
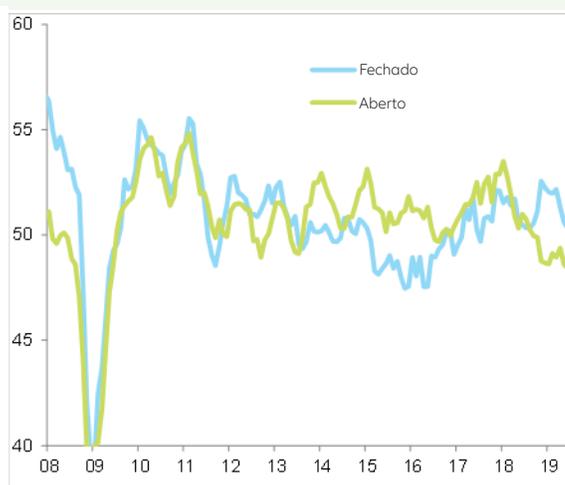


Figura 9: Mercados Emergentes: PMI de Fabricação



empresas ainda passam por um crescimento favorável no volume de negócios (+5,2% no setor manufatureiro), mas seus pedidos caíram (-1 mês durante o último ano), sobretudo como resultado da demanda mais baixa pela cadeia de valor de carros doméstico e no exterior, levando-nos a esperar uma pausa nas exportações francesas no segundo semestre de 2019 após um desempenho favorável (+13 bilhões de euros) no primeiro semestre.

Risco italiano sob controle. A economia italiana tem se mantido relativamente estável no último ano, com ventos contrários externos e elevada incerteza na política doméstica afetando o seu “momentum” econômico. No futuro, com a melhoria na perspectiva política – com a coalizão do PD com o M5S reduzindo os planos de gastos fiscais da Itália e buscando uma abordagem mais conciliatória nas relações com a UE –, a demanda doméstica deve mostrar novos sinais de vida. A incerteza política mais baixa, junto ao BCE superexpansionista, deve manter os spreads de títulos abaixo de dois pontos percentuais. Os ventos contrários externos, no entanto, continuarão a testar a recuperação das exportações italianas até o ano seguinte, de modo que, no geral, esperamos que o crescimento do PIB acelere levemente para +0,4% em 2020.

Embora vejamos um adiamento do Artigo 50 como cenário mais provável para o Brexit, o risco de um Brexit sem acordo continua elevado (40%). Ambas as câmaras do parlamento do Reino Unido aprovaram uma lei que busca bloquear um Brexit “sem acordo” se o Primeiro-Ministro, Johnson, não chegar a um acordo com a UE até 19 de outubro. Na teoria, isso deve bloquear um Brexit mais rígido. No entanto, dado que ele perdeu sua maioria em uma espécie de voto de desconfiança, a única maneira de seguir adiante parece ser a realização de eleições antecipadas. A economia do Reino Unido entrará em recessão entre o quarto trimestre de 2019 e o primeiro trimestre de 2020, graças à absorção dos estoques de contingência. Prevemos que o crescimento do PIB desacelerará para +0,8% em 2020 em comparação

com +1,2% em 2019.

Mercados Emergentes: Prolongamento do risco político  
Nos Mercados Emergentes (MEs), a desaceleração do crescimento observável é relevante (+3,8% em 2019, após +4,4% em 2018). Os que concentram as exportações (México, Europa Emergente e Ásia Emergente) estão sentindo os efeitos da desaceleração do crescimento de seus principais parceiros comerciais (EUA, Alemanha e China), bem como o impacto da recessão comercial global nas mercadorias observado no primeiro semestre de 2019. Muitas dessas economias estiveram no limite de recessões (por exemplo, México, Singapura e Coreia do Sul) e as evitaram graças às ações fiscais e monetárias que têm disponíveis. As intervenções para cortes nas taxas de juros, além do espaço fiscal que muitos MEs têm acumulado, deve ajudar o crescimento a se recuperar parcialmente em 2020 (+4,1%). No entanto, isso deve ocorrer com uma divergência crescente. Para começar, alguns MEs não se beneficiam dos rendimentos mais baixos, principalmente uma vez que têm desequilíbrios acumulados e não se beneficiam do mesmo espaço fiscal (Argentina, Brasil, África do Sul). Nesses países, a repetição das inversões de fluxos de capital tem o potencial de apresentar consequências mais fortes para o risco de insolvência, como mostrado pela mora Argentina em agosto, e eventos de crédito são mais prováveis nesse ambiente.

A América Latina deve demorar a alcançar uma recuperação de crescimento notável (+0,8% de crescimento este ano, +1,3% em 2020 – excluindo a Venezuela – após +1,4% em 2018), uma vez que ela engloba as principais características do ciclo antiliberal: maior afrouxamento monetário; priorização do poder de compra das famílias; e do intervencionismo em meio ao risco político persistentemente elevado. No primeiro semestre de 2019, as duas maiores economias (Brasil e México) evitaram a recessão por muito pouco conforme os choques de realidade ocorreram. Esperamos que os

bancos centrais prolonguem seu ciclo mais brando para resistir à desaceleração regional. A economia brasileira deve crescer lentamente este ano (+1% após +1,1% em 2018). Ainda assim, o ciclo pode ser moderadamente impulsionado em 2020 (+1,8%) pela adoção final da reforma da previdência e pela colheita dos frutos das primeiras privatizações, o que deve fomentar em certa medida a confiança das empresas e do consumidor, além de ajudar na recuperação dos investimentos. No México, ainda esperamos um regime de crescimento baixo (+0,4% em 2019, +1% em 2020) com incertezas políticas (no âmbito doméstico e no de exportação) afastando fluxos de investimento estrangeiros. O calote da Argentina e o resultado previsto em suas eleições significam mais um ano de significativa contração econômica em 2020 e mais riscos políticos para as empresas. A Colômbia continua na nossa lista de alerta conforme sua vulnerabilidade persiste em aumentar, com uma ampliação de seu déficit nas contas correntes (-4,2% do PIB).

No Oriente Médio, o risco político não se reduz, e os cortes na produção de petróleo e os preços de petróleo mais baixos do que o esperado afetarão o crescimento dos países do CCG. As tensões no estreito de Hormuz entre o Irã, de um lado, e os EUA e seus parceiros do outro estão se prolongando. No nosso cenário de base, ainda não esperamos uma guerra declarada entre ambos os lados, mas o risco de medidas políticas incorretas levarem à guerra continua elevado. O crescimento econômico na região como um todo deve desacelerar para +0,4% em 2019, antes de se recuperar moderadamente para +1,3% em 2020 (refletindo correções negativas em -0,2 e -0,6 p.p., respectivamente).

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](mailto:research@eulerhermes.com)



[euler-hermes](#)

[eulerhermes](#)

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

As declarações contidas neste documento podem incluir perspectivas, declarações de expectativas futuras e outras declarações que são baseadas nas visões e suposições atuais da administração e envolvem riscos e incertezas conhecidas e desconhecidas. Os resultados, desempenhos ou eventos reais podem diferir materialmente daqueles expressos ou implícitos em tais declarações prospectivas.

Tais desvios podem surgir devido a, sem limitação, (i) mudanças nas condições econômicas gerais e situações competitivas, particularmente nos principais negócios e principais mercados do Grupo Allianz, (ii) desempenho dos mercados financeiros (particularmente volatilidade de mercado, liquidez e eventos de crédito), (iii) frequência e gravidade dos sinistros por perdas seguradas, incluindo catástrofes naturais, e desenvolvimento de despesas com perdas, (iv) níveis e tendências de mortalidade e morbidade, (v) níveis de persistência, (vi) particularidade no negócio bancário, a extensão dos descumprimentos de crédito, (vii) níveis de taxas de juros, (viii) taxas de câmbio incluindo a taxa de câmbio euro/dólar, (ix) alterações em leis e regulamentos, incluindo regulamentos fiscais, (x) o impacto das 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

## DEVER DE ATUALIZAÇÃO

A empresa não assume nenhuma obrigação de atualizar quaisquer informações ou declarações prospectivas aqui contidas, salvo por qualquer informação cuja divulgação seja exigida por lei.