

Sob tensão

Mundo pós-pandemia ainda busca seu equilíbrio. Especialistas apontam como isso afeta o Brasil

Solange Monteiro, do Rio de Janeiro

Menos de dois dias. Foi o que durou o efeito da reunião do FOMC de julho nas expectativas do mercado. Se na quarta-feira (31/7) as sinalizações do comitê de política monetária dos Estados Unidos reforçavam a ideia de pouso suave da economia americana, abrindo caminho para o início de corte de juros em setembro, na sexta da mesma semana o relatório de empregos (*payroll*) informava um resultado abaixo do esperado, gerando interpretações de que os Estados Unidos estariam diante de uma recessão. Na segunda-feira seguinte, primeira do mês de agosto, o mundo ocidental despertou temendo uma reedição da *Black Monday*, ao ver a Bolsa de Tóquio despencar, fechando em queda de 12,4%.

O efeito dominó característico da crise do mercado financeiro de 1987 não se repetiu na mesma intensidade, evidenciando as diferenças entre ambos os episódios. A começar pelo papel do Japão, que na semana anterior havia dado sua própria contribuição para essa turbulência, ao aumentar a taxa de juros básica – pela segunda vez em 17 anos – e indicar que poderá repetir a dose. Sem aumentar juros na pandemia, o Japão tinha atraído muitos tomadores de dívida a juros baixos em ienes interessados em ganhar aplicando em outras moedas que pagavam mais juros – movimento conhecido como *carry trade* –, e que ao anúncio de alta correram para desmontar suas operações.

Mas não foi só. Ainda era preciso qualificar a situação americana, tarefa que contou com a colaboração da economista Claudia Sahm, autora da regra sobre mercado de trabalho que acendeu o alarme nos Estados Unidos.

Criada em 2019, a regra Sahm identifica que, se a taxa média de desemprego americana em três meses for meio ponto percentual maior do que o menor nível nos últimos 12 meses, o país está no início de uma recessão. O objetivo do indicador, afirma Sahm, é antecipar-se ao anúncio oficial feito pelo National Bureau of Economic Research (NBER), permitindo uma ação mais tempestiva para mitigar essa retração via política fiscal. A regra apontou nove das 11 recessões do país desde 1970. Nas duas restantes, em 1959 e 1969, a recessão chegou dentro dos seis meses

seguintes, conta Sahm em artigo para o *Bloomberg Opinion*.

Com os dados de julho, a média de três meses da taxa de desemprego americana havia fechado em 4,1%, enquanto o menor nível observado nos 12 meses anteriores foi 3,5%, enquadrando, pela dita regra, o país com um pé na recessão.

No artigo, Sahm ponderou que o sucesso de seu indicador tem se pautado no fato de que “um aumento na taxa de desemprego devido ao enfraquecimento da demanda por trabalhadores ganha força em recessões”, diferente do cenário atual, em que a alta do desemprego envolve também um aumento da oferta de trabalhadores, em especial com a alta da imigração. Dessa forma, pode haver um exagero na análise de enfraquecimento da demanda, diz. Mas a economista também destacou a contribuição das incertezas nascidas ou crescidas desde a pandemia, e que ainda nublam o horizonte de análise. “A regra de Sahm está adicionada a uma longa lista de dados econômicos distorcidos pelas perturbações incomuns dos últimos quatro anos e meio”, acrescentando que, apesar de o país viver desconfortavelmente perto de uma recessão, o foco agora está em que o FED comece a cortar juros.

Otaviano Canuto, ex-vice-presidente do Banco Mundial, recém-ingressado no corpo técnico do Centro de Estudos de Desenvolvimento do Nordeste do FGV IBRE, reforça a percepção de um mundo que ainda não concluiu o processo de decantação dos choques dos anos 2020, parte



deles ainda em processo. “Gosto de mencionar que se trata de um conjunto de fatores quase bíblicos, como saídos do livro de Ezequiel”, ilustra, citando a pandemia, conflitos geopolíticos envolvendo guerras, e os efeitos das mudanças climáticas, que resultam em eventos mais extremos de secas e enchentes. A agenda climática também abarca o movimento global de transição energética, em que predomina a competição por investimentos voltados à descarbonização, que por sua vez alimentam medidas protecionistas, como detalha a pesquisadora Lia Valls em seu artigo desta edição (ver pág. 48). “Tudo isso

leva a uma inflação mais alta e a mais riscos. Há aumento de preços de alimentos, ampliam-se os gastos com armamentos, e também vemos políticas industriais com forte componente de subsídio, levando a déficits públicos mais altos”, descreve, citando cenários projetados pelo Budget Office do Congresso americano de que, se nada mudar, o endividamento americano pode virar explosivo. “Isso, no mínimo, tornará mais difícil o financiamento da dívida pública americana com juros baixos.”

Com uma frequência maior de choques inflacionários do lado de oferta, tampouco se pode imaginar o

retorno dos juros no patamar dos 12 anos depois da crise financeira global, afirma Canuto. “Até meu amigo (Olivier) Blanchard tem revisto sua posição em relação a isso”, diz, citando o macroeconomista francês, ex-economista-chefe do FMI, que em 2022 projetava a volta dos juros baixos passado o choque da pandemia.

“É claro que sempre foi preocupação de todo mundo, e continua sendo, que a mudança do patamar de juros traga instabilidade também no circuito financeiro”, aponta o ex-vice-presidente do Banco Mundial, citando o mais recente *Global Financial Stability Report* do FMI, de abril, “que chama a atenção para a complexidade adquirida pelas finanças não bancárias, que em grande medida substituíram o financiamento bancário, e ao fato de que os economistas têm que ter humildade em relação a esse mundo de transformação financeira, no sentido de que ninguém pode hoje afirmar, com certeza, que domina claramente o grau de vulnerabilidade e os riscos desse cenário”.

A dimensão sobre a qual não há dúvidas quanto a potenciais problemas, diz Canuto, é a fiscal. “Trago de volta aqui o Blanchard. Muito corretamente, ele fez uma análise extremamente simples, porém poderosa, de que se você tiver uma taxa de juros abaixo, em termos reais, do crescimento econômico (PIB), a dívida não é um problema, ou pelo menos não é algo complexo de se administrar. A questão é que a dinâmica mudou, porque agora a gente tem não apenas juros mais altos do que os que preva-

Bolsas e o Black Monday de agosto

(var %)

	31/jul	1/ago	2/ago	5/ago	6/ago	7/ago
FTSE 100	1,13	-1,01	-1,31	-2,04	0,23	1,75
S&P500	1,58	-1,37	-1,84	-3	1,5	0,77
Ibovespa	1,2	-0,2	-1,21	-0,46	0,8	0,99
Nikkei 225	1,49	-2,49	-5,81	-12,4	10,23	1,19
Nasdaq 100	3,1	-2,44	-2,38	-2,96	1,2	-1,16



Fonte: Investing.com.

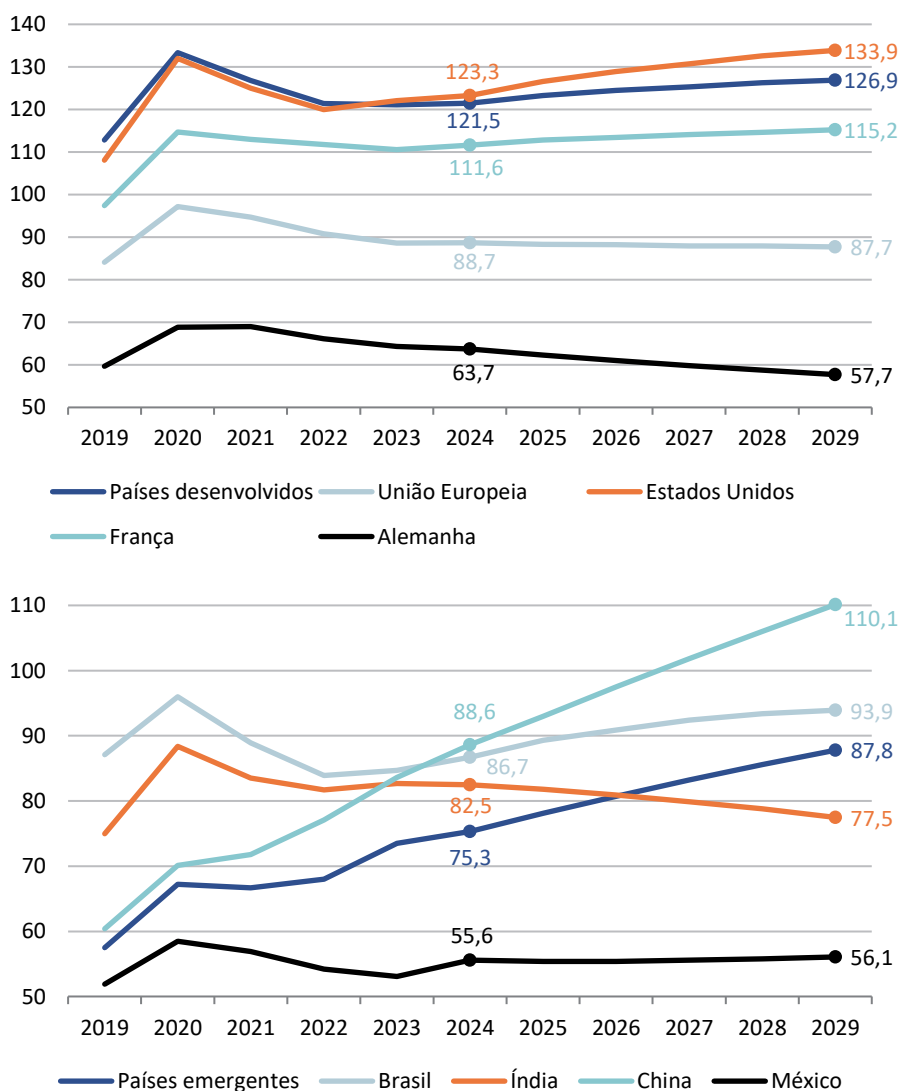
leceram nos anos pós-crise financeira global, mas vários fatores levando a déficits bem mais altos.”

Cenário de riscos

Para Samuel Pessôa, pesquisador associado do FGV IBRE, o maior risco para o Brasil vindo da conjuntura americana está nos extremos. “De um lado, que os Estados Unidos entrassem em uma recessão profunda – algo no qual não acredito –, pois haveria corrida para o dólar”, diz, destacando o curioso poder da moeda americana de se tornar moeda de segurança para outros países mesmo sob um quadro recessivo. “Por outro lado, também é preocupante uma aceleração da inflação e sua persistência, pois isso demandaria que o FED esfriasse a economia, via juros.”

“Estamos diante de um quadro em que erros de política sairão mais caro”, diz Livio Ribeiro, pesquisador do IBRE. Ribeiro ainda ressalta que nessa elaboração de cenários ainda incidem as precificações de mercado quanto à evolução do quadro eleitoral. Para Ribeiro, essa é uma variável que já pode estar refletida, por exemplo, na onda de desvalorização de ações das companhias de tecnologia – sobre as quais sobrevoa a sombra do estouro de uma bolha. “Sabe-se que, em uma eventual vitória de Trump nos EUA, prevalecerá a preferência já observada na gestão anterior do republicano por setores ‘reais’ da economia em detrimento do *tech*”, diz. Armando Castelar, pesquisador associado do FGV IBRE, considera que mudanças numa eventual gestão

Projeção de dívida pública como projeção do PIB



Fonte: FMI - Fiscal Monitor abr/24.

Trump não seriam de direção, mas de calibragens setoriais. “Certamente haveria mais preocupação com a posição americana em petróleo, entre outros setores que ganharam mais na gestão anterior. De novidade, há a defesa de criptoativos”, cita.

Outros temores pairam no mercado, como quanto ao potencial aumento do protecionismo, assim como de um freio da agenda de transição energética, dado que a Trump

não faltam pulmões para bradar seu negacionismo às mudanças climáticas. Para os especialistas consultados pela *Conjuntura Econômica*, entretanto, em ambos os casos a realidade deverá impor limites às ambições do candidato, se eleito. “O anúncio de Trump de elevar 60% as tarifas de importação de produtos chineses e 10% para o restante do mundo resultará em um choque inflacionário brutal que afetará a todos, inclusive

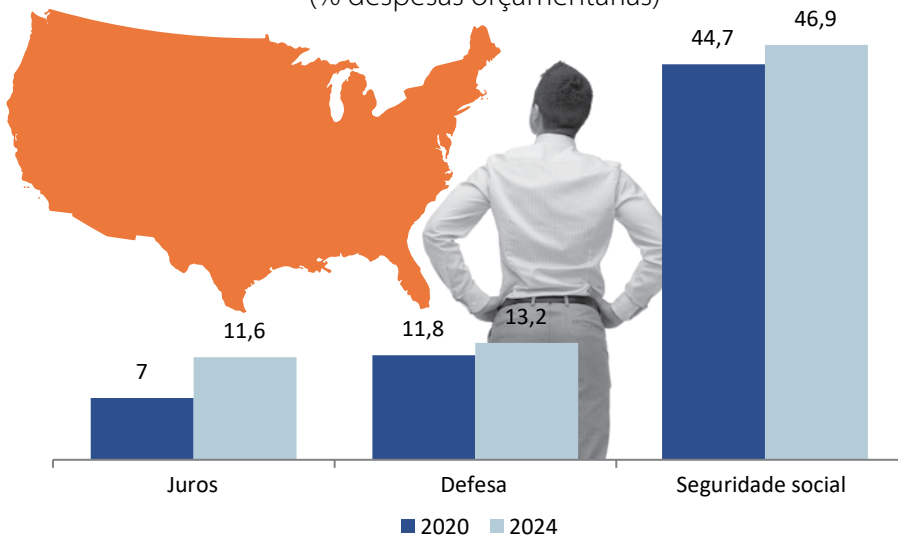
aos eleitores do republicano. Além do fato de ser uma irresponsabilidade populista dele afirmar que pode substituir a receita do imposto de renda com a arrecadação tributária via imposto de importação. As magnitudes

são incomensuravelmente diferentes, não tem como dar certo”, diz Canuto. Ele lembra, entretanto, que a tendência protecionista via política tarifária deverá se manter seja com Trump ou com a democrata Kamala

Harris, posto que o governo Biden tampouco voltou atrás na direção das medidas impostas por Trump nesse campo. Ao contrário. Em apresentação na FGV Eesp dia 12 de agosto, Roberto Campos Neto, presidente do Banco Central, ilustrou o impacto inflacionário que uma escalada tarifária pode representar. Citou estudo do Peterson Institute que estima que um aumento geral de 10% nas tarifas de importação, e uma retaliação dos países afetados em outros 10%, poderia levar a um impacto de 1,1% na inflação americana. “Se levarmos em conta a tendência expansionista no campo fiscal, além das implicações de uma mudança na política migratória, estamos tratando de um contexto de fato pró-inflação. Talvez tenha caído a ficha de agentes de mercado de que não haverá mais juros como antes da pandemia”, reforçou.

EUA: componentes da execução fiscal

(% despesas orçamentárias)



Fontes: Treasury e CBO.

Busca por proteção aumenta

Ativos de “proteção” (jun/23 = 100)



Fonte: Bloomberg.

Rafael Cagnin, economista-chefe do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (Iedi), considera que uma eventual vitória de Trump não deverá levar a um retrocesso significativo nas políticas relativas ao Inflation Reduction Act (IRA), que hoje subsidiam as iniciativas referentes à transição energética. “Acho que já passamos do ponto de achar que o governo Trump possa ser um problema para a transição energética. Os Estados Unidos têm mobilizado suas ações de política industrial a partir da retórica da segurança nacional, motivação que tem atravessado vários governos e não deve ser mudada”, afirma. “Há processos de políticas industriais que estão sendo construídos desde o governo Obama, passaram pelo governo Trump, embora tenham chamado menos atenção, e que ganharam escala muito maior com Biden”, diz, destacando que, diferentemente do Brasil,

**Turbulências financeiras
são ruins para o Brasil,
que já enfrenta
um custo de capital
elevado, pois
comprometem a atração
de investimento**

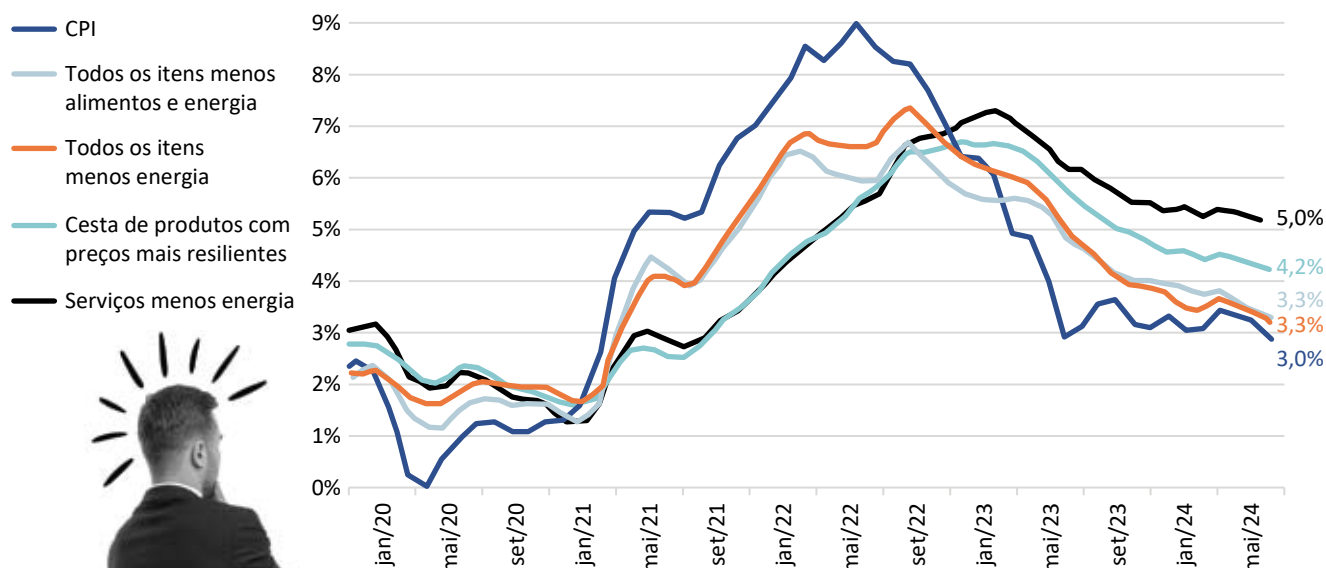
os EUA não têm tradição de dar cavalos de pau em políticas de desenvolvimento produtivo. “Acho pouco provável que isso aconteça agora, de fazer desaparecer programas da noite para o dia, ainda mais por serem coerentes com essa agenda ainda mais política-

mente importante para Trump, que é a de segurança nacional. É possível que haja uma mudança de ênfase, mas não de política, pois se trata de algo que tem sobrevivido de 2012 pra cá.”

Para Cagnin, as turbulências financeiras são o principal problema a se observar, pois podem deprimir o ritmo de crescimento econômico global e reduzir a capacidade de atração de investimento do Brasil. “Para nosso país, que já tem um custo de capital elevado, dado a uma agenda doméstica que precisa ser trabalhada, essas turbulências significam volatilidade alta que afeta taxas de câmbio, interrupção da queda da taxa básica de juros, ampliação da aversão a riscos e aumento de *spread*”, enumera. Ele afirma que, dentro desse mundo em transformação, a grande oportunidade que o Brasil tem é de se colocar como líder no campo da transição energética. “Isso, entre-

Inflação americana no caminho de convergência à meta, mas ainda falta

CPI EUA: aberturas selecionadas (YOY)



Fonte: BLS. Elaboração: BRCG.

tanto, envolve dois elementos fundamentais. Um é o custo de energia, que temos que resolver, pois o Brasil produz energia limpa e barata, mas como a engordamos com subsídios, penduricalhos, e uma carga tributária alta, acaba em uma conta cara especialmente no mercado regulado (veja matéria da *Conjuntura Econômica* de maio sobre o tema: <https://go.fgv.br/GJ0QHUjYoo>). Isso não assegura a competitividade do produto nacional como deveria”, diz. “O outro elemento é que aproveitar a transição energética implica investimento, e isso exige custo de capital adequado, mais baixo e em melhores condições, com prazo

mais longo. Sem investimento, não dará para fazer”, complementa, reforçando que o maior desafio será passar por esse processo de transição energética e tensão geopolítica sem crise financeira. “Vale lembrar que, quando as economias centrais espirram, geram um maremoto nas economias emergentes, em especial as mais integradas.”

Jorge Arbache, ex-vice-presidente de Setor Privado do Banco de Desenvolvimento da América Latina e o Caribe (CAF), disseminador do *powershoring* – conceito relacionado à atração de investimento direto estrangeiro motivada pela disponibilidade de energia limpa, segura, barata

e abundante – acrescenta que, para que esse potencial seja realizado no Brasil, é preciso que algumas condições sejam atendidas. A primeira é uma agenda doméstica voltada à melhoria do ambiente de negócios (leia a íntegra da entrevista no *Blog da Conjuntura Econômica*: <https://go.fgv.br/oYs4Tyh9cM1>). Outra é que os mercados internacionais funcionem, “no sentido de favorecer o comércio e o investimento onde ambos fossem mais eficientes, onde você pudesse fazer mais com menor pegada de carbono, ou onde a eficiência fosse maior”. Arbache avalia que essa agenda está evoluindo menos do que poderia em termos de escala e velocidade, por conta dos programas de intervenção de mercados. “Especialmente o IRA (Lei de Redução da Inflação, na sigla em inglês) e as normativas europeias que trazem obstáculos para os investimentos aqui e o comércio de bens com menor pegada de carbono. Isso inviabiliza negócios e torna o ritmo desse processo mais lento do que deveria para os mercados funcionarem”, afirma.

Também faz parte dessa lista a ação da União Europeia, com menor fôlego financeiro, que joga suas cartas no poder de criar novas regulações relacionadas ao meio ambiente – a legislação para o combate ao desmatamento em cadeias de produção de *commodities* que incluem o setor agropecuário –, e o Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM), cuja lista de importações sujeitas a fiscalização inclui cimento, ferro e aço, alumínio, fertilizantes, eletricidade e hidrogênio. O

Crescimento chinês: ajuda das exportações na ponta

contribuição - demanda - 1º semestre

	2020	2021	2022	2023	2024
Investimento	1,3	3,3	0,5	1,9	1,3
Consumo	-2,6	7	1	4,3	3
Exportações líquidas	-0,3	2,7	1,1	-0,7	0,7



Fonte: NBS, elaborado por BRCCG.

CBAM prevê uma exigência para que as importações que entrem no mercado europeu cumpram o mesmo grau de exigência de descarbonização que o produto europeu.

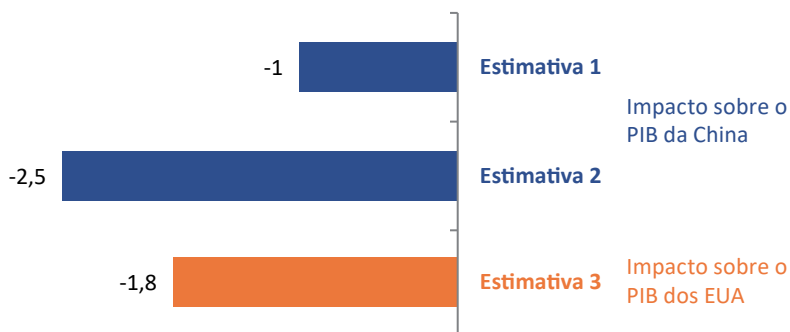
Tatiana Prazeres, secretária de Comércio Exterior do Ministério de Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços (MDIC), destaca a preocupação do governo com “barreiras que são adotadas com discurso legítimo, mas que na verdade escondem interesses protecionistas”, e cita frentes de atuação governo nesse campo. “Colocamos esse tema como uma das quatro prioridades na agenda de comércio e investimento do G20 que coordenamos com o Itamaraty. O objetivo é atingir um consenso entre países-membros a respeito de como fazer com que normas adotadas com o objetivo ambiental contribuam para a agenda comercial, para evitar que medidas adotadas por motivos ambientais sejam mais restritivas ao comércio do que o necessário”, diz.

Outro desafio que já se apresenta no campo comercial para o Brasil,

afirma Canuto, vem da China, relativo aos efeitos que as perspectivas econômicas e o conflito com os Estados Unidos tenda a evoluir. “Sempre que me perguntam se o Brasil e outros emergentes podem se beneficiar de alguma maneira da rivalidade dos Estados Unidos com a China, sempre me reporto a um provérbio swahili, que diz o seguinte: quando dois elefantes brigam, a grama sofre; quando dois elefantes fazem amor, a grama

também sofre”, ilustra. Voltando às promessas de ampliação das tarifas de importação, estimativa do Goldman Sachs aponta que, se Trump de fato operar um aumento de 60% nas tarifas a produtos chineses, e de 10% para os demais países, isso poderá representar um impacto de 1 ponto percentual no PIB chinês. “Dependendo da reação do mundo – já vemos a mudança tarifária nos Estados Unidos e Europa –, e levando em

Estimativas de impacto sobre o PIB de aumento da tarifa de importação dos EUA



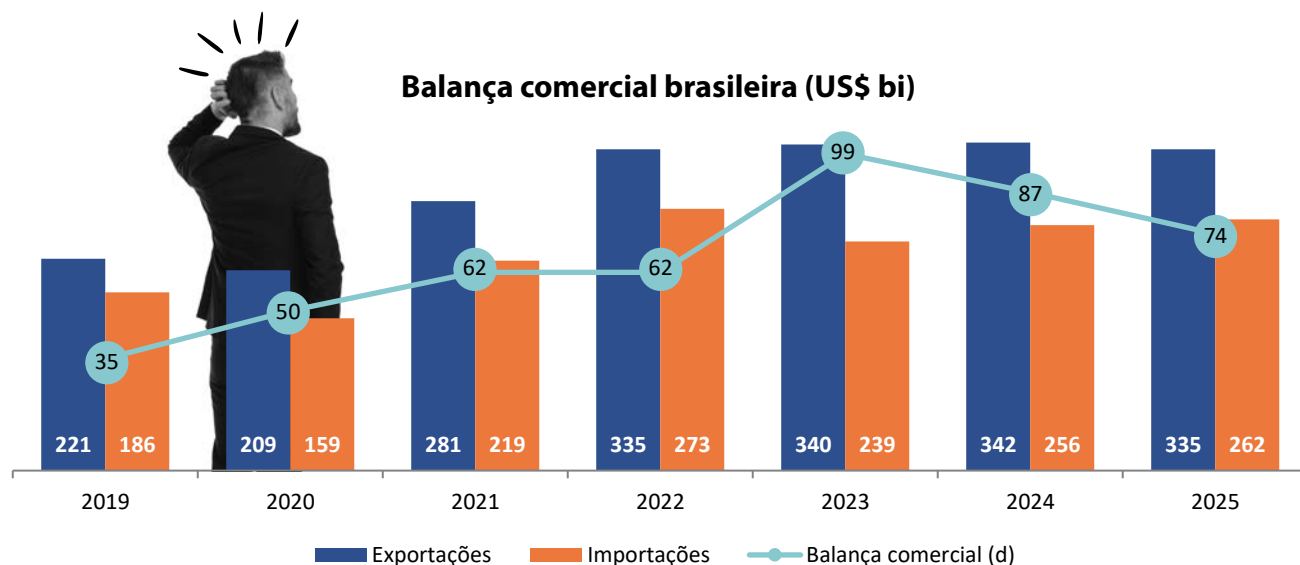
Estimativa 1 (Goldman Sachs): aumento de tarifa geral de 10% e 60% sobre a China

Estimativa 2 (UBS): aumento de tarifa sobre a China de 60%

Estimativa 3 (Peterson Institute): aumento de tarifa geral de 10% e 60% sobre a China

Fonte: Elaborado por BCB.

Balança comercial brasileira (US\$ bi)



Fontes: Siscomex e BRCG.



Importações no primeiro semestre de 2024: efeito China

participação (%)

Destino	em 2023	1º sem 2024
China	22,3	23,3
Zona do Euro	16,5	18,7
EUA	15,8	15,5
Argentina	5	4,8
Chile	2,3	4,2
Outros	38	33,5



Pauta	em 2023	1º sem 2024
Combustíveis e óleos minerais	14,7	14
Adubos e fertilizantes	5	4,3
Veículos automotores	5,9	9,4
Máquinas e instrumentos mecânicos	5,7	6,2
Máquinas e materiais elétricos	5,4	5,4
Outros	63,4	60,7

Fonte: ComexStats.

conta a política industrial chinesa voltada para a eletrificação, o impacto ao crescimento chinês pode de fato ser relevante, com forte implicação no preço de commodities e para as economias emergentes”, afirmou Campos na FGV EESP.

Uma reconfiguração do comércio a partir de medidas protecionistas pode implicar, ainda, em desvios, em especial sob um contexto no qual a diretriz chinesa tende a ser de exportar a qualquer custo para compensar a falta de demanda doméstica. “Sabemos que a China atravessa desde o começo da década passada o rebalanceamento em direção a taxas mais baixas de crescimento, com uma atividade menos dependente de investimentos e de exportações para ser mais apoiada do consumo doméstico. Mas a China não fez essa transição integralmente, e quando a bolha imobiliária – sustentada pelo financiamento via *shadow banking* – estourou, sem o avanço, por outro lado, da agenda de proteção social, viu-se que as condições para que a de-

manda doméstica substituísse o papel do investimento e das exportações, ainda não estavam dadas”, descreve. Ou seja, a China ainda de hoje ainda se mostra extremamente dependente de exportar, mas agora sob um contexto de rivalidade geopolítica e tecnológica. Para Canuto, a velocidade com que chegaram carros elétricos chineses ao Brasil e outros mercados no primeiro semestre deste ano pode ser uma boa ilustração disso. A corrente de comércio Brasil-China no primeiro semestre também aponta para esse movimento: enquanto as importações totais cresceram 13% em volume, as chinesas tiveram alta de 32% na mesma comparação. Setores específicos como o siderúrgico e o químico sentiram mais esse aumento. O de pneus é um dos mais significativos: registrou 200% de aumento do volume importado em relação ao primeiro semestre de 2023.

Apesar de ressaltar que o mais relevante para o país é intensificar a corrente de comércio, considerando que as importações também são rele-

vantes para uma maior inserção internacional do país, Prazeres reconhece um aumento na demanda para verificação de práticas desleais. Apenas no primeiro semestre, o número de pedidos de investigação de defesa comercial, 45, superou o total de 44 em 2023. São petições que incluem pedidos contra medidas antidumping, salvaguardas e medidas compensatórias. Desses 45, 22 eram contra importações de produtos chineses; segundo lugar é da Índia, com três.

“Vivemos um momento geopolítico de revisão do papel do comércio exterior, do modelo das cadeias globais de valor que dominou as últimas décadas, do formato dos acordos comerciais”, enumera Armando Castelar. “Trata-se de uma transição para uma nova realidade que não sabemos ainda qual é, mas para a qual é preciso estar atento”, diz, lembrando que se o Brasil não foi bem-sucedido como competidor no modelo de globalização vigente até agora, terá de colocar atenção dobrada para ganhar seu espaço nesse novo normal em construção. ▼