

Brasil – Protecionismo e Atividade Econômica

Guerra (Comercial) Infinita:

Adriana Dupita e Rodolfo Margato

Quais os Riscos para o Brasil?

- Qual a vulnerabilidade do Brasil em um cenário de guerra comercial global? Para responder a esta questão, avaliamos dois canais de transmissão: redução do dinamismo do comércio mundial e aumento da aversão ao risco.
- Pelo lado do comércio, o maior risco para o Brasil parece vir de uma possível desaceleração chinesa, que teria impacto negativo não apenas sobre os preços de commodities, mas também sobre o crescimento de outros mercados de destino das exportações brasileiras.
- Pelo lado financeiro, uma eventual escalada das tensões comerciais entre EUA e China poderia deflagrar um movimento de maior aversão ao risco, piorando a confiança e condições financeiras, o que afetaria negativamente o crescimento econômico (principalmente via investimentos).
- Partindo da hipótese de um aumento de 25% na tarifa média imposta pelos EUA aos produtos chineses (com retaliação proporcional da China), estimamos um impacto negativo de 0,1 pp sobre o crescimento brasileiro exclusivamente pelo canal comercial. Uma vez contabilizados os efeitos indiretos pela transmissão da menor renda do setor exportador para os demais setores e, principalmente, pela piora nas condições financeiras, o impacto pode chegar a 1pp ao final de quatro trimestres. Isto sugere um risco relevante, ainda que insuficiente para reverter a trajetória de recuperação da economia brasileira.

O aumento da retórica protecionista pelo governo americano nos últimos meses vem despertando preocupação quanto aos impactos sobre as economias emergentes, dentre elas o Brasil. Os eventos mais recentes sugerem que o risco é menos de um amplo aumento de tarifas, atingindo várias economias; ao invés disso, o tema vem cada vez mais ganhando contornos de uma “guerra comercial” entre EUA e China.

Diante deste risco, cabe perguntar qual seria o impacto de uma “guerra comercial” sobre a economia brasileira. Em um relatório recente¹, discutimos o impacto sobre as exportações. Nele, já argumentávamos que dificilmente o Brasil seria alvo preferencial das tarifas americanas, já que os EUA têm superávit em suas transações com o Brasil (US\$ 7,6 bilhões em 2017, contra déficit de US\$ 375 bilhões contra a China – não por acaso, o foco da movimentação americana).

Figura 1. Exportações brasileiras: principais destinos

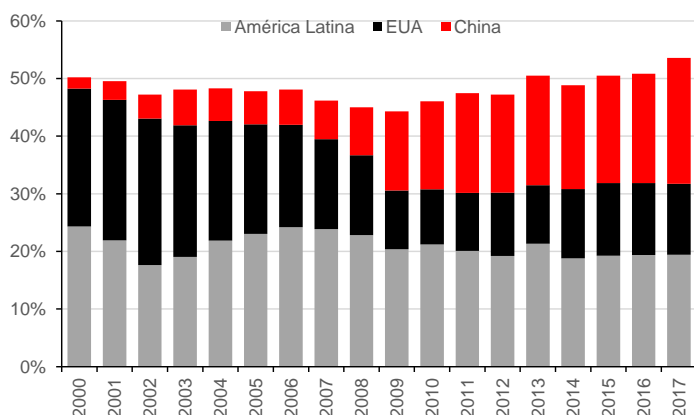
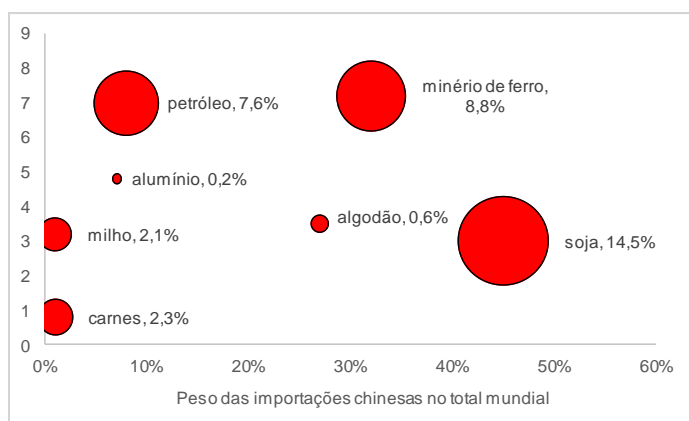


Figura 2. Preços das Commodities e Crescimento Chinês*



Fontes: MDIC e FMI. * Impacto sobre os preços da variação de 1pp no crescimento chinês. Tamanho da bolha: peso da commodity nas exportações brasileiras.

¹ “Protecionismo: onda, tsunami ou marolinha?”, publicado em abril de 2018 e disponível no nosso site (www.santander.com.br/economia).



Do ponto de vista das exportações, o principal risco para o Brasil é que a “guerra comercial” leve a uma desaceleração do crescimento chinês que, por sua vez, poderia reduzir os preços das commodities (quase 60% das exportações brasileiras) e contagiar outros parceiros comerciais importantes, como os países latino-americanos, muito expostos à China (19% das exportações brasileiras vão para a América Latina, e 22% vão para a China). Levando em consideração a sensibilidade destas variáveis a uma desaceleração chinesa, apontamos, naquele relatório, que para cada 1pp de redução do crescimento da China, as exportações brasileiras poderiam cair cerca de 3% pela combinação de menor preço e menor quantidade exportada. Dado o peso relativamente baixo das exportações no PIB, tal queda teria um efeito direto muito pequeno sobre o crescimento econômico.

Neste relatório, por sua vez, expandimos a análise para incorporar não apenas os efeitos indiretos de uma menor receita exportadora sobre outros setores, mas também – e principalmente – o impacto que uma piora nas condições financeiras teria sobre o crescimento brasileiro. Vale notar que o canal financeiro é, no Brasil, muito mais amplo que o canal do comércio: o grau de abertura comercial, medido pela corrente de comércio (exportações + importações) sobre o PIB, é um dos menores do mundo, mas o país é razoavelmente bem inserido no mercado financeiro internacional. Por isto, a expansão da análise faz sentido.

Para tanto, desenvolvemos um exercício em dois estágios. Primeiro, procuramos simular (econometricamente) qual seria o impacto sobre o comércio global caso os EUA elevassem em 25% as tarifas de todos os produtos importados da China neste momento (com a China reagindo da mesma forma em relação dos produtos americanos).

Então, desenvolvemos um modelo de Vetores Autoregressivos em que são tratadas como endógenas as variáveis de comércio global (índice CPB como *proxy*), volatilidade do mercado financeiro internacional (mensurada pelo índice VIX da bolsa de Chicago), preços de *commodities* (índice *spot* CRB), PIB da China e PIB dos EUA; enquanto isso, a tarifa média nas relações comerciais entre esses dois países é tratada como variável exógena (série calculada a partir de dados da Organização Mundial do Comércio), para a qual assumimos um choque (alta de 25%) no processo de estimação. Alguns detalhes sobre o modelo são apresentados no Apêndice.

No segundo estágio, estimamos outro modelo de Vetores Autoregressivos, desta vez considerando o PIB do Brasil, a taxa real de juros (*ex-ante*) e o índice de confiança do consumidor como variáveis endógenas, ao passo que os índices de comércio e volatilidade global – cujas respostas ao “choque de guerra comercial” foram obtidas na estimação no primeiro estágio – entraram como variáveis exógenas, representando a influência do setor externo sobre a economia brasileira.

Esse segundo estágio visou estimar o impacto de uma eventual guerra comercial sobre o PIB Brasileiro abrangendo tanto os efeitos diretos e indiretos do comércio quanto a deterioração nas condições financeiras e confiança dos agentes econômicos, as quais são cruciais para as decisões de investimento e consumo.

Os resultados fornecidos pelos modelos vieram em linha com nossas expectativas em termos de direção, magnitude e tempo. De acordo com nossas estimativas, um aumento de 25% na tarifa bilateral entre EUA e China sobre todos os produtos (cenário um tanto extremo) reduziria o crescimento do comércio global em 1,3pp em 2018 e 7,6pp em 2019. Por sua vez, os preços das commodities exibiriam queda de 2,5% e 15% neste e no próximo ano, respectivamente, na esteira de uma menor expansão do comércio e PIB mundial. O impacto na aversão global ao risco também seria considerável e, sendo uma medida de sentimento econômico, a resposta também seria mais rápida: o indicador VIX subiria cerca de 55% em 2018 e outros 5% em 2019, retornando a níveis observados pela última vez em 2011, quando as preocupações com a sustentabilidade da dívida nas economias avançadas estavam em alta. Além disso, embora não seja o foco deste estudo, vale mencionar que o primeiro modelo prevê uma desaceleração significativa no crescimento do PIB dos EUA e China, especialmente no próximo ano (cerca de 1pp e 2pp, respectivamente), em linha com a ampla avaliação de que o protecionismo prejudica - ao invés de estimular - o crescimento econômico.

A partir do segundo modelo, estimamos que a resposta do PIB Brasileiro ao choque protecionista seria relativamente pequena em 2018 (-0,4pp), mas significativa em 2019 (ao redor de -1pp), levando o crescimento econômico doméstico para perto de 2%. Conforme já mencionado, esses impactos derivam direta e indiretamente de uma retração do comércio global *per se* e também de uma piora nas condições financeiras – a taxa real de juros seria 1pp mais alta e a confiança do consumidor ficaria deprimida no cenário com guerra comercial ante nosso cenário base.

Assumindo o ritmo de desaceleração nas economias americana e chinesa previsto pelo primeiro modelo, e considerando o perfil das exportações brasileiras, esperamos um declínio de 5% nas receitas de exportação decorrente da guerra comercial, com o recuo nos preços de exportação respondendo pela maior parte do impacto.

Logo, o impacto do maior protecionismo global sobre a economia brasileira parece bastante estreito via canal de comércio: considerando que as exportações pesam somente cerca de 12% do PIB do Brasil, calculamos um efeito direto sobre o PIB correspondente a -0,1pp. **A diferença em relação ao impacto de 1pp estimado pelos modelos mais completos pode ser atribuída ao contágio da menor renda das exportações sobre outros setores e, mais importante do que isso, aos canais financeiro e de expectativas.**



Conclusão: o Brasil não é uma ilha, mas não está no olho da tormenta

A visibilidade sobre uma possível “guerra comercial” ainda é bastante baixa: apesar de um respiro recente, ainda não está claro se haverá novos movimentos de ambas as partes. Ainda assim, este exercício provê alguns *insights* interessantes. Embora – justamente por ser uma economia fechada – o Brasil provavelmente seja menos afetado diretamente que outras economias emergentes mais abertas, a inserção brasileira nos mercados financeiros globais torna a economia mais exposta pelo canal financeiro que muitos de seus pares. A alta estimada no juro real *ex-ante* é um exemplo de como esta exposição se materializa, e ajuda a compreender como o crescimento pode ser afetado para além do estreito canal comercial. Contudo, mesmo assumindo um choque significativo sobre as tarifas, nossos resultados sugerem que o efeito total sobre o crescimento brasileiro, embora longe de ser irrelevante, não seria suficiente para reverter a recuperação econômica em curso.

Resultados dos Modelos – Cenários Base e Adverso (“Choque Protecionista”)

Variáveis	Variação Anual (%)			
	Cenário Base		Cenário Adverso	
	2018	2019	2018	2019
PIB Brasil	3.2	3.2	2.8	2.1
Taxa Real de Juros*	2.7	3.8	3.2	4.8
Confiança do Consumidor	7.8	4.6	5.6	-9.5
Comércio Global	5.4	5.0	4.1	-2.6
Índice de Volatilidade**	18	20	27	30
Preços <i>Commodities</i>	2.5	4.5	-6.5	-15
PIB China	6.7	6.5	6.2	4.7
PIB EJA	2.7	2.5	2.3	1.6

Fonte: IBGE, BCB, FGV, CPB, CBOT, CRB, Bloomberg e estimativas Santander

* Nível – fim de período

** Nível – média anual



APÊNDICE

Dois modelos econométricos para compreender o impacto de uma “guerra comercial” sobre o Brasil

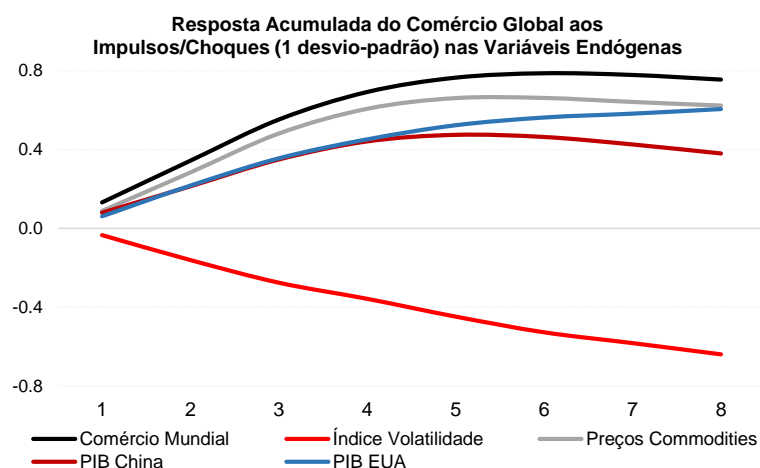
1) Modelo de Vetores Autoregressivos – “Economia Global”

Variáveis: (i) *Índice de Comércio Global* (fonte: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis); (ii) *VIX – Índice de Volatilidade* (source: Chicago Board Options Exchange); (iii) *Preços de Commodities - CRB Spot Index* (fonte: Commodity Research Bureau); (iv) *PIB da China* (fonte: National Bureau of Statistics of China); (v) *PIB dos EUA* (fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis); (vi) *Tarifa Bilateral Média EUA-China* (fonte: World Trade Organization).

Período Amostral: 1º Tri/2000 a 4º Tri/2017

Períodos de Defasagem: 3

Função Impulso Resposta (Comércio Global):



Fontes: IBGE, BCB, FGV, CPB, CBOT, CRB, Bloomberg e estimativas Santander

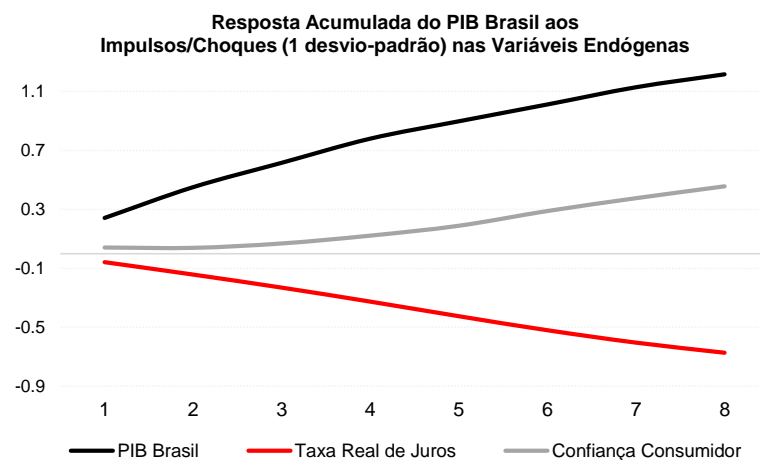
2) Modelo de Vetores Autoregressivos – “PIB Brasil”

Variáveis: (i) *PIB do Brasil* (fonte: IBGE); (ii) *Taxa Real de Juros Ex Ante – Taxa Swap DI 1 ano descontada à expectativa de inflação 12 meses à frente* (fonte: BM&FBOVESPA e Banco Central do Brasil); (iii) *Índice de Confiança do Consumidor* (fonte: FGV - Fundação Getúlio Vargas); (iv) *Índice de Comércio Mundial* (fonte: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis); (v) *VIX – Índice de Volatilidade* (fonte: Chicago Board Options Exchange).

Período Amostral: 1º Tri/2000 a 4º Tri/2017

Períodos de Defasagem: 2

Função Impulso Resposta (PIB Brasil):



Fontes: IBGE, BCB, FGV, CPB, CBOT, CRB, Bloomberg e estimativas Santander



Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. A informação nele contida baseia-se na melhor informação disponível, recolhida a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A..

©2017 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados

