

## FOCUS



Pelo Departamento de Pesquisa Econômica de Coface, em colaboração com o Institut français des relations internationales (IFRI)

## Guerra na Ucrânia: Muitos (grandes) perdedores, poucos (verdadeiros) vencedores

### SUMÁRIO EXECUTIVO

Mais de dois meses após o início da invasão russa da Ucrânia em 24 de fevereiro, e apesar de várias rodadas de negociações, as perspectivas de uma rápida resolução da guerra parecem cada vez mais improváveis. Com a intensificação do conflito, as sanções ocidentais contra a Rússia continuaram a se amontoar, com nada menos que cinco ondas de sanções - seis muito em breve - impostas pela União Europeia desde o início da guerra. Neste contexto, um rápido levantamento das sanções econômicas e um retorno à situação anterior à guerra parece completamente ilusório, mesmo que um acordo de paz seja assinado entre a Rússia e a Ucrânia. Em termos de consequências econômicas, revisamos para cima nossa estimativa inicial (publicada no início de março [1]) do custo a curto prazo para a economia global - para aproximadamente um ponto percentual em 2022.

Em um ambiente forte e persistentemente adverso, a guerra na Ucrânia terá poucos vencedores e muitos perdedores. A importância dos beligerantes - principalmente a Rússia, mas também a Ucrânia e Belarus - na produção de muitas commodities e os temores de rupturas de abastecimento levaram a um aumento dos preços, que, apesar da recente queda para alguns deles, permanecem em níveis muito altos. As pressões inflacionárias, já prevalentes na maioria das regiões, são assim exacerbadas, levando a um declínio na renda disponível das famílias e, em última instância, no consumo, já que o atual ambiente indutor de ansiedade e incerteza muito alta irá, com toda a probabilidade, encorajar a economia preventiva. A volatilidade e a incerteza também pesarão fortemente nas decisões de investimento das empresas cuja situação financeira, apesar dos altos recordes de liquidez, também é provável que se deteriore significativamente à medida que os custos de produção continuem aumentando ou permaneçam altos. Além das economias da Europa Central e Oriental, que têm vínculos econômicos e fluxos comerciais significativos com a Rússia, os países da Europa Ocidental são os mais expostos devido à sua alta dependência dos combustíveis fósseis russos. Embora a onda de choque seja sentida de forma diferente e em momentos variados em diferentes partes do mundo, nenhuma região será poupada da inflação importada, das interrupções na cadeia de abastecimento e da consequente morosidade do comércio global. Portanto, estimamos que a guerra também terá um impacto negativo significativo nos Estados Unidos, onde a Fed será forçada a realizar mais aumentos das taxas de juros do que inicialmente esperado, com consequências maciças para o resto do mundo. Como com qualquer aperto monetário significativo por parte da Fed, a maioria dos mercados emergentes terá de fato que seguir o exemplo para evitar saídas de capital e depreciação cambial - especialmente aqueles com grandes déficits em conta corrente e/ou elevada dívida externa de curto prazo. Além disso - e como já mencionado em nosso Barômetro de julho de 2021 - o risco político havia aumentado significativamente com a pandemia: esta questão permanecerá mais atual do que nunca, pois as dificuldades de abastecimento e o aumento dos preços dos alimentos provavelmente alimentarão as tensões sociais.

Vale a pena mencionar que o equilíbrio dos riscos está claramente inclinado para baixo, já que os ventos de proa estão se acumulando, principalmente o ressurgimento de casos de COVID-19 na China, o que irá alimentar tanto as pressões inflacionárias globais quanto as rupturas na cadeia de abastecimento. Neste contexto, as escolhas que as autoridades monetárias enfrentam atualmente são provavelmente tão difíceis quanto cruciais, num ambiente que combina décadas de inflação alta, necessidade de margem de manobra fiscal e níveis muito altos de dívida pública e privada.

Como as consequências econômicas da guerra na Ucrânia se materializarão principalmente a partir da segunda metade de 2022, elas obviamente afetarão os números de crescimento do PIB de 2022, mas ainda mais as de 2023 e mais além - perspectivas a longo prazo que nosso próximo Barômetro cobrirá. Em outras palavras, é provável que as cicatrizes sejam profundas e, além das baixas humanas, as consequências econômicas serão sentidas durante anos depois que esta nova guerra em solo europeu tiver terminado. Embora ainda seja muito cedo para prever como a economia global se redesenhará após os sucessivos choques do início de 2020, a percepção que temos desde o início da pandemia ainda se aplica: o mundo mudou, e nada será sempre o mesmo.

1 - Coface Focus: Economic consequences of the Russia-Ukraine conflict: Stagflation ahead. March 7, 2022.

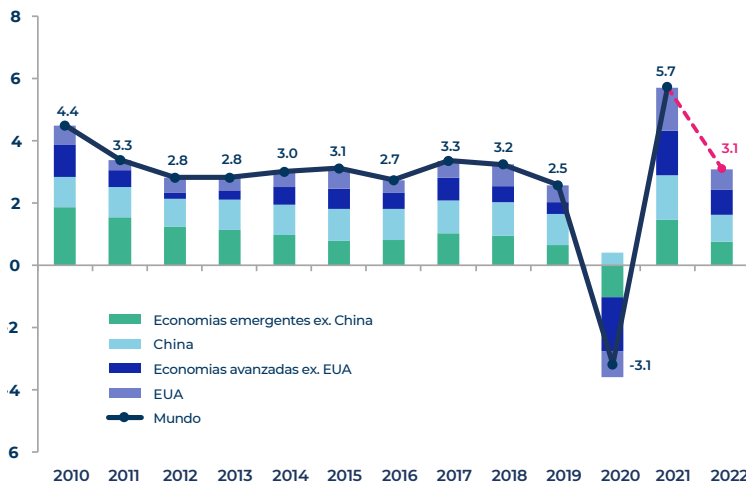
2 - Which should remain positive due to the post-pandemic rebound, still ongoing at the beginning of the year.



## A Europa em meio à guerra e à agitação econômica

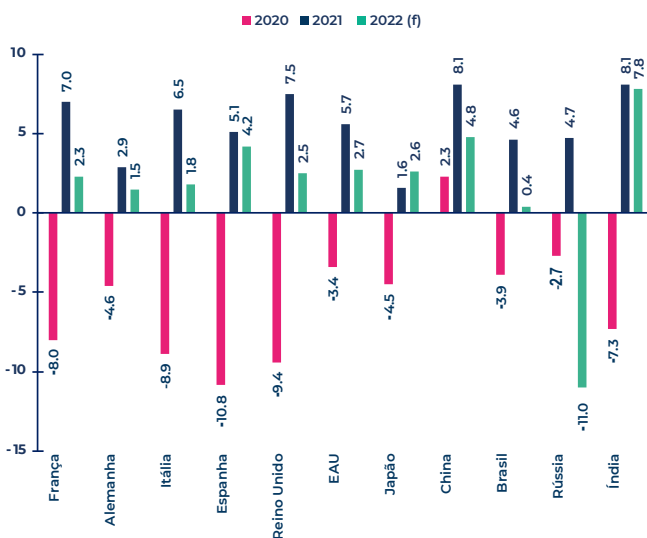
Em nosso mapa mundial do impacto econômico da guerra na Ucrânia (ver Quadro 6 página 7), os países beligerantes são, sem surpresa, os mais severamente afetados, embora seja difícil estimar com precisão a extensão do dano econômico. Enquanto a Ucrânia sofrerá uma recessão histórica devido à paralisação de muitas atividades enquanto durar a guerra, a economia russa também será fortemente afetada pelas sanções ocidentais, pela saída do país da maioria das em presas ocidentais e pelas medidas tomadas pelas autoridades locais em reação às sanções (controles de capital, aumento acentuado da taxa de juros-chave) para limitar -com sucesso- a depreciação do rublo. Também não é surpresa que os outros países que parecem ser os mais afetados são aqueles que estão próximos aos beligerantes, tanto geográfica quanto economicamente: as economias europeias e da Ásia Central, com um efeito negativo líquido estimado de ~1,5 pontos percentuais sobre o crescimento do PIB em 2022 no nível agregado (Gráficos 1 & 2).

Gráfico 1: Crescimento real do PIB global (média anual, %, contribuições por região)



Sources : IMF, Coface

Gráfico 2: Crescimento do PIB (países selecionados, média anual, %)



Sources : IMF, Coface

## CAIXA 1: PERSPECTIVAS DA GUERRA (PELO IFRI)

Após do fracasso da blitzkrieg contra a Ucrânia lançada em 24 de fevereiro, o Kremlin parece confuso sobre seus objetivos e está lutando para adaptar sua estratégia aos meios disponíveis. Nestas condições, a dinâmica militar no campo será decisiva para determinar a duração e o resultado da guerra. Esta última dependerá da capacidade de resistência do exército ucraniano e, portanto, da entrega de armas pelo Ocidente, que se adaptou rapidamente a esta questão e está agora fornecendo à Ucrânia sistemas ofensivos.

Moscou precisa mostrar um feito convincente até 9 de maio, o dia da celebração da vitória soviética sobre a Alemanha nazista. O cenário mais adequado teria sido a "libertação" do Donbass dentro de suas fronteiras administrativas e a assinatura de um acordo de cessar-fogo em termos russos. Entretanto, isto é dificultado tanto pela dificuldade das tropas russas em avançar rapidamente (inclusive para superar a resistência em Mariupol) quanto pela cessação de fato das conversações, com cada lado acusando o outro de falta de vontade de compromisso. Há um risco de impasse no Donbass, uma situação comparável àquela entre 2014 e o início de 2022, mas em uma escala diferente e dentro de fronteiras mais amplas. Este estado de coisas insatisfatório poderia levar a Rússia a escalar para um avanço com, por exemplo, o uso tático de armas de destruição em massa no campo de batalha. A reação ocidental será crucial: uma escalada poderá então ocorrer, o que poderá levar a Rússia a atingir um alvo da OTAN, como um depósito de armas ou uma escolta na Polônia, comprometendo assim a credibilidade da OTAN. Portanto, a situação é tão incerta quanto na primeira fase do conflito.

Sua evolução também dependerá do ritmo em que duas outras dinâmicas -econômica e social- pesará sobre o esforço de guerra russo. Até agora, a economia russa tem resistido e o Banco Central estabilizou o rublo. No entanto, o núcleo do modelo econômico russo, baseado em aluguéis de energia, não foi afetado até agora. Enquanto o Ocidente está dividido sobre o embargo aos hidrocarbonetos russos, calculando o custo para suas economias, a própria Rússia parece estar acelerando o processo cortando o gás para a Polônia e Bulgária. Isto indica que as considerações econômicas são secundárias ao que a Rússia percebe como uma ameaça a seus interesses vitais. No lado ocidental, a julgar pelas últimas declarações dos EUA, as sanções não serão levantadas enquanto Vladimir Putin permanecer no poder e que a Rússia é uma ameaça para os países vizinhos. Para soltar o estrangulamento das sanções, a ajuda da China será crucial para Moscou, mas aumentará gradualmente a dependência de Pequim e a tornar crítica.

Finalmente, a dinâmica política e social dentro da Rússia é, por enquanto, contida pela propaganda e repressão, inclusive contra as elites. Um palácio ou uma revolução de rua provavelmente não ocorrerá, mas uma erosão do sistema Putin já está em andamento, pois o custo de suas ações está pesando muito sobre o futuro do país. Se em 9 de maio, em vez de anunciar a vitória (mesmo que parcial), Vladimir Putin declarar oficialmente guerra e mobilização geral, é provável que as consequências acelerem esta erosão.

3 - We have lowered our 2022 GDP growth forecast from -15% to -38% for Ukraine and from -7.5% to -11% for Russia since the Focus published in early March.

4 - The Ifo Business Climate sub-index for business expectation declined from 98.4 points in February to 85.1 points in March.

Enquanto a onda de choque será sentida de forma diferente e em épocas diferentes em diferentes partes do mundo, os países da Europa Central e Oriental (CEE) já estão sofrendo as consequências da guerra. A dependência do comércio exterior da Rússia é particularmente alta para os países bálticos (por exemplo, as exportações e importações totais com a Rússia representaram 15,1% do PIB lituano no ano passado), que devem sofrer diretamente com a queda da Rússia. Em março, apesar das medidas governamentais para limitar o impacto, vários países da CEE registraram inflação de dois dígitos: Estônia, Lituânia, República Tcheca, Polônia e Romênia. A fim de tentar conter a inflação, os bancos centrais da CEE continuaram a apertar a moeda. Desde o início da invasão russa da Ucrânia, os bancos centrais tchecos e romenos subiram as taxas de juros em 50 pontos base, os húngaros em 200 pontos base, enquanto o banco central polonês já realizou duas subidas, em 175 pontos base no total. Após a desvalorização no final de fevereiro, a coroa tcheca já recuperou seu valor médio registrado em janeiro de 2022, enquanto o zloty polonês e o forint húngaro permanecem ligeiramente mais fracos, em ~2% e ~5% respectivamente.

Na semana passada, a Rússia suspendeu completamente o fornecimento de gás à Polônia e à Bulgária. A suspensão veio depois que o presidente russo Putin assinou um novo decreto no final de março exigindo que os compradores da UE pagassem em rublos pelo gás russo através de um novo mecanismo de conversão de moeda. Embora a Polônia tenha informado que seus depósitos de gás estavam 76% cheios e tivesse infraestrutura que permitisse importações de outras direções que não a Rússia, ela ainda precisa assegurar suprimentos alternativos para o restante do ano em um mercado global já apertado. Enquanto a Bulgária importa 90% de suas necessidades de gás de fontes russas, o Ministério de Energia búlgaro disse que não tinha intenção de impor restrições ao consumo de gás, o que poderia levar a graves rupturas na indústria se o país ficasse sem gás natural.

A Zona Euro, e mais geralmente a Europa ocidental, não serão poupados, pois todos os países serão negativamente afetados devido à alta dependência da região das importações de combustíveis fósseis, especialmente da Rússia. Por enquanto, sem qualquer interrupção nos fluxos de gás natural, mas com preços muito altos, os países mais afetados são os mais dependentes do gás, independentemente de sua

procedência. Isto é ainda mais verdadeiro, pois todos os países da Zona Euro são altamente interdependentes, e entre os países mais dependentes do gás - e mais particularmente do gás da Rússia - estão sua primeira e terceira maiores economias, Alemanha e Itália.

A indústria de manufatura alemã, em particular a automotiva, química e metalúrgica, está sendo fortemente afetada por rupturas na cadeia de fornecimento, pela escassez de commodities e pelos altos preços da energia. Em março, as expectativas de negócios registraram uma queda histórica<sup>4</sup>, ainda mais forte do que ao início da pandemia. Estimamos um forte impacto negativo de 1,6 pp em ambos os países. O impacto seria mais fraco, mas ainda significativo no resto da região, muitas vezes superior a 1pp. Como evidência de que mesmo os países menos dependentes da energia russa enfrentarão uma retração, as perspectivas de produção da indústria na França registraram sua segunda maior queda de sempre (superada apenas em abril de 2020) e as expectativas de preços atingiram um histórico em abril. Alguns países, como a Espanha e a Holanda, deverão sofrer um aumento ainda mais acentuado da inflação, já que cerca da metade dos lares tem contratos de energia variável, tornando-os particularmente vulneráveis. Este último país é ainda mais afetado, já que 71% das famílias holandesas utilizam gás natural para aquecimento.

Um corte completo no fornecimento de gás natural da Rússia, um cenário mais adverso, que parece cada vez mais provável, afetaria ainda mais a atividade econômica com um impacto adicional de até 2-2,5 pp no crescimento do PIB da UE. Esta estimativa é ligeiramente menor do que no início de março, pois supomos agora que a UE encontraria fornecedores alternativos, ou mudaria do gás natural para outras fontes de energia primária (sempre que possível) que com pensariam parcialmente o corte nos fluxos russos (Caixa 2).

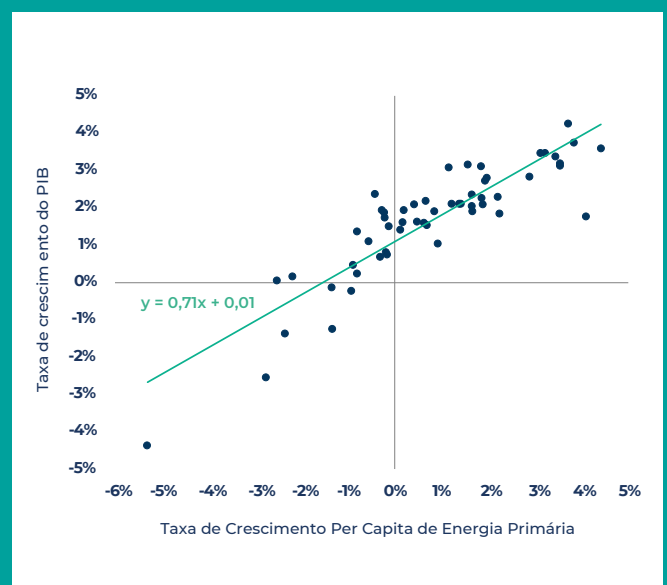
## CAIXA 2: CORTE COMPLETO NO GÁS NATURAL RUSSO: UMA RÁPIDA AVALIAÇÃO DO POTENCIAL DE ESCASSEZ NA UE E SEU IMPACTO NO CRESCIMENTO DO PIB (EM COLABORAÇÃO COM O IFRI)

Em 2021, o consumo total de gás da UE atingiu 412 bilhões de metros cúbicos (bcm), um nível muito alto devido à atividade econômica e ao clima, e importou 337,5 bcm, dos quais 155 bcm foram fornecidos pela Gazprom e 16 bcm pelo GNL através da fábrica de GNL da Yamal. No caso de uma interrupção total nas importações de gás russo, cerca de 170 bcm teriam que ser substituídos anualmente.

Em 2022, a demanda de gás natural na Europa deverá ser aproximadamente 6-7% menor devido ao clima mais ameno e aos níveis de preços extremos (-15% até agora, em parte devido a efeitos de base de 1Q). Isto deve ajudar a reduzir a necessidade de importações da Rússia, dado que a produção europeia deve ser mais ou menos estável (outras coisas sendo iguais). A queda na demanda europeia, juntamente com o fornecimento adicional de GNL (o.w. 15 bcm prometido pelos EUA) e mais entregas de gasodutos de alguns países vizinhos com o Noruega ou Argélia, sugere que ~100 bcm (~25% da demanda europeia total em 2021) de gás natural russo ainda teria que ser substituído. Assumindo um declínio de 25% na produção de eletricidade a gás devido ao maior uso de carvão e melhor disponibilidade de hidro e energias renováveis,

~30 bcm de uso de gás natural poderiam ser economizados, o que deixaria um déficit de ~70 bcm (~4% do consumo de energia primária da UE). Se as residências reduzirem suas necessidades de aquecimento de gás, um adicional de 20 bcm poderia ser economizado, resultando em um déficit final de "apenas" 50 bcm (~3% do consumo de energia primária da UE). Assumindo uma elasticidade do PIB para a energia entre 0,6 e 0,75, um a ordem de magnitude sugerida por uma simples análise de regressão (ver gráfico abaixo), o impacto final no PIB da UE seria de ~2-2,5 pp em uma base anual completa - dependendo das escolhas de redução.

Gráfico 3: Taxas de crescimento mundial de energia primária e PIB per capita (1965 - 2020)



5- See, for instance, Giraud & Kahraman (2014), How dependent is growth from primary energy? The dependency ratio of Energy in 33 countries (1970-2011).

Alguns países seriam particularmente vulneráveis, mais notadamente a Alemanha. Não tendo nenhum terminal GNL, o país tem alternativas muito limitadas. Existem programas de afretamento de navios terminais de GNL flutuantes, com dois deles começando no final de 2022/ início de 2023. Entretanto, eles podem compensar apenas uma parte muito limitada das importações de gás natural da Rússia. Terminais recentemente construídos poderiam começar a operar a partir de 2026. Portanto, uma parada completa das entregas de gás russo ou um embargo da UE ao gás russo comprometeria completamente o modelo econômico da Alemanha. Apesar de ter capacidade ociosa para importar mais gás através do gasoduto Transmed e de ter chegado a um acordo com a Argélia para expandir as entregas em 50%, a Itália também está fortemente dependente do gás russo, e a diversificação total longe da Rússia ainda não está à vista. Não há necessidade de mencionar que as incertezas seriam ainda maiores se tal cenário se materializasse, com potenciais efeitos colaterais que provavelmente causariam (muito) mais danos.

Neste ambiente que combina décadas de inflação alta, necessidade de margem fiscal - com todos os governos tomando medidas para limitar o impacto deste aumento da inflação sobre as empresas e, acima de tudo, sobre as famílias -, e níveis já altos de dívida pública e privada, a resposta do Banco Central Europeu (BCE) terá uma influência significativa em nossas previsões. O BCE concluiu o Programa de Compras de Emergência Pandêmica em março e poderá encerrar todas as compras de QE no terceiro trimestre de 2022. Embora um primeiro aumento da taxa de depósito seja esperado para o final do ano, os banqueiros centrais provavelmente serão cautelosos com o aumento das taxas, pois eles querem acalmar os mercados financeiros e manter baixos os rendimentos dos títulos europeus. Os spreads entre os títulos italianos e alemães a 10 anos têm aumentado constantemente desde outubro e estão em torno de 160 pontos base, 60 pontos acima dos níveis do início de 2021, mas ainda com apenas metade daqueles observados durante a crise política induzida por Salvini em 2018.

Ao contrário do BCE, o Banco da Inglaterra (BoE) já aumentou suas taxas três vezes consecutivas em antecipação a um fortalecimento das pressões inflacionárias e até mesmo começou a reduzir seu balanço após ter comprado enormes quantidades de títulos do governo durante a pandemia. Com a expectativa de que os preços das commodities permaneçam altos, o que levaria a Autoridade Energética do Reino Unido (Ofgem) a aumentar o limite anual do preço da energia em cerca de 30% em outubro de 2022 (depois de já ter aumentado 5 4 % em abril), o BoE provavelmente será forçado a continuar nesta direção ao longo do ano e dificultará ainda mais o crescimento da atividade no Reino Unido.

Como vizinhos e parceiros da Rússia, as economias da Ásia Central (Cazaquistão, República do Quirguistão, Tajiquistão, Turcomenistão e Uzbequistão) e do Sul do Cáucaso (Armênia, Geórgia, Azerbaijão) sendo uma exceção com o exportador de petróleo e gás) enfrentam grandes riscos geopolíticos, sociais e econômicos. O comércio com a Rússia representa 12,5 % das exportações de bens da CCA e 25% de suas importações. Uma diminuição de suas exportações para esta última já foi observada, bem como um declínio nas receitas das famílias devido a uma queda nas remessas enviadas por expatriados na Rússia: por exemplo, o Tajiquistão relatou uma queda de 75 % nas remessas recebidas nos primeiros 10 dias de março de 2022. Na região, as remessas de expatriados na Rússia são uma fonte central de receitas para os lares: 31% do PIB na República do Quirguistão, 27% no Tajiquistão, 11% no Uzbequistão, 6% na Armênia, com a Rússia sendo o maior fornecedor. Espera-se também que a Turquia esteja na linha de frente, pois o país tem fortes laços econômicos com a Rússia, tanto em termos de comércio (11% do total de importações) quanto de investimentos estrangeiros (cerca de um quinto dos projetos realizados pelo setor de construção turco no exterior estão na Rússia). Dada a dependência da Turquia das principais matérias-primas importadas, tais como o gás natural, metais e grãos, as rupturas nas cadeias de abastecimento pesam sobre os volumes de produção do país. Além disso, o aumento de todos os tipos de commodities e preços de transporte atingiu a rentabilidade do setor empresarial. Nos dois primeiros meses de 2022, as importações de energia da Turquia aumentaram em 208%, chegando a US\$ 17 bilhões em relação ao ano anterior. Espera-se que isto aumente o déficit da conta corrente e aumentar as pressões inflacionárias que já são extremamente elevadas. Por tanto, reduzimos a nossa previsão de crescimento do PIB em 1pp para 2,5%.

## Os efeitos inflacionários da guerra empurram a Fed falcatura para esfriar a atividade mais rápido do que o esperado

Do outro lado do Atlântico, espera-se que o impacto sobre o crescimento seja mais modesto devido à limitada exposição comercial e financeira à Rússia e à Ucrânia. No entanto, como na Europa, o impacto sobre as perspectivas de inflação e as cadeias de abastecimento provavelmente pesará sobre o consumo e os investimentos residenciais, particularmente nos EUA. O rápido aumento da inflação já está desgastando a confiança dos consumidores, particularmente para suas perspectivas futuras e seus planos de gastos. O impacto da guerra na Ucrânia sobre os preços já era visível na impressão do IPC de março, já que alimentos e energia eram os principais motores da taxa de inflação principal, que atingiu uma alta de 41 anos (+8,5%). Despojados destes elementos, o crescimento dos preços diminuiu mensalmente. Embora isto possa indicar que um pico na inflação está se aproximando, permanece significativamente acima da meta de 2% da Reserva Federal, e a natureza crescente das pressões de preços nos últimos meses está levando o Banco Central dos EUA a reduzir a acomodação da política monetária implementada para responder à pandemia mais rapidamente do que anteriormente previsto.

Após um primeiro aumento de 25 pontos-base da Taxa de Fundos Federais na reunião de março, a maioria dos membros do comitê de política monetária expressou apoio para levar a taxa a um nível "neutro" - ou seja, a taxa na qual a política monetária não é restritiva nem acomodatória. - Até o final do ano. Com a maioria das estimativas colocando a taxa neutra entre 2% e 3%, este seria um dos ciclos de aperto mais agressivos desde os anos 90. Embora estas subidas de taxas não sejam fixadas em pedra, é provável que a Fed aumente sua taxa de juros em meio ponto percentual em cada uma de suas reuniões de maio (3-4) e junho (14-15). Por sua vez, uma política mais restritiva contribuirá para moderar o crescimento dos EUA, uma vez que amortecerá a demanda agregada, a começar pelo investimento residencial. Com binado com a erosão da inflação no consumo, este é o principal fator por trás de nossa revisão para baixo de nossa previsão de crescimento do PIB dos EUA em 2022 para 2,7% (-1 ppt versus nossa previsão anterior à guerra de fevereiro). As perspectivas econômicas parecem definitivamente menos robustas e mais incertas do que no início do ano. No Canadá, enquanto nossa previsão de crescimento do PIB para 2022 permanece inalterada em 3,8%, a guerra também está afetando a economia, mas o impacto negativo de um a inflação mais alta e de uma política monetária mais rígida sobre o consumo e o investimento em habitação deverá ser compensado por maiores receitas de commodities, começando com as da energia.

## Embora a situação seja desigual na África, alguns países enfrentarão todos os desafios: aperto monetário, escassez de alimentos e risco político

O continente africano, onde estimamos um efeito negativo líquido global de 0,5 pp, é um exemplo perfeito de como a situação atual está afetando as economias emergentes e em desenvolvimento. Com a intensificação das pressões inflacionárias, sua possível amplificação pela depreciação da moeda e expectativa s mal ancoradas, a Reserva Federal dos E.U.A começando a apertar sua política e seu impacto nos fluxos de capital, a maioria dos mercados emergentes terá que seguir o exemplo. Portanto, alguns bancos centrais africanos já levantaram suas principais taxas de juros de seus pontos baixos: África do Sul (75 bp), Moçambique (200 bp), Namíbia (50 bp), Zâmbia (50 bp), Zimbábue e (2000 bp), Gana (250 bp), e Egito (100 bp).

Os países da África Ocidental e Central, que fazem parte das uniões monetárias (WAEMU e CAEMU), são relativamente protegidos pela ligação entre suas moedas compartilhadas e o Euro. No resto do continente, são esperadas mais subidas das taxas de juros.

As contas fiscais, já atingidas pela pandemia, correm o risco de se deteriorar ainda mais. A maioria dos governos optará por amenizar o impacto do aumento dos preços dos alimentos e da energia (e possivelmente alguma escassez) sobre sua população para evitar agitação social e um aumento da insegurança alimentar, aumentando seus subsídios e/ou transferências sociais. Consequentemente, sua carga de dívida aumenta, podendo empurrar muitos em risco de angústia, enquanto alguns já estão nesta situação (Cabo Verde, Chade, Etiópia, Moçambique, Somália, Sudão, Zâmbia e Zimbábue).

Como durante a pandemia, seu destino, nesse sentido, dependerá das implicações financeiras dos organismos multinacionais (FMI, Banco Mundial, Banco Africano de Desenvolvimento) e dos parceiros bilaterais (UE, Reino Unido, países do Golfo, China). Além disso, desta vez, alguns (principalmente no Horn of the Sahel) verão seu abastecimento alimentar ainda mais dependente dos programas alimentares da ONU, que estarão sob pressão devido ao aumento dos preços dos alimentos. Além disso, durante a pandemia, as contas públicas foram enfraquecidas. Desta vez, as contas externas serão igualmente devido ao aumento da conta de importação. A esse respeito, os países africanos emergentes e em desenvolvimento que têm acesso aos mercados financeiros estarão mais expostos do que aqueles sem acesso, pois dependem principalmente de empréstimos concessionais.

Outra característica a ser levada em conta é sua dotação de recursos naturais. Exportadores líquidos de petróleo e gás como Argélia, Angola e Gabão -os únicos países do continente para os quais estimamos um impacto positivo-, assim como o Congo, Chade, Guiné Equatorial, Gana, Níger e Sudão do Sul, poderão equilibrar parte de sua conta de alimentos. Entretanto, as receitas de exportação de petróleo bruto e GNL da Nigéria serão equilibradas por suas importações de produtos petrolíferos, pelo menos até o final do ano, quando uma refinaria gigante deverá entrar em operação. Países que possuem minérios metálicos (possivelmente preciosos) e exportam culturas, como a África do Sul, que é um exportador de platina, paládio, ouro, cromo e manganês, também conseguirão pagar a conta, pelo menos parcialmente. Os países da África Ocidental têm cultura s alimentícia s (arroz, milho, mandioca, sorgo- miúdo, inhame, amendoim, lentilhas, feijão e feijão-fra de) que constituem uma grande parte de seu consumo alimentar, reduzindo sua dependência das importações. O Norte da África, com exceção da Argélia e da Líbia produtoras de petróleo, será duramente atingido devido a sua alta dependência de cereais importados, óleo de cozinha e energia. Além disso, Marrocos e Tunísia estão envolvidos na cadeia de valor automotiva europeia, ainda confrontados com a escassez de insumos. O Egito, apesar de mais receitas provenientes de ouro, exportações de gás e

receitas do Canal de Suez, sofrerá com a deserção dos turistas russos e Ucrânia nos. A ajuda multilateral e bilateral será muito apreciada, especialmente pela Tunísia, devido à fragilidade das contas fiscais e externas.

## A Ásia não será poupada das consequências da guerra, mais a desaceleração relacionada à Omicron na China

Embora a região tenha sido relativamente menos impactada por enquanto, muitas economias na Ásia são importadoras líquidas de petróleo e gás, portanto, os altos preços da energia agravam a inflação. Na região, Cingapura, Camboja, Mongólia, Laos e Tailândia estão entre as mais dependentes da importação de combustíveis. Os preços mais altos dos combustíveis também se alimentam do aumento dos preços dos fertilizantes, somando-se aos custos dos insumos para os produtores agroalimentares da região. Com a Ucrânia e a Rússia respondendo por três quartos do mercado global de óleo de girassol e as exportações paralisadas, os preços dos óleos comestíveis aumentaram, com relatos da Índia e da Indonésia sendo atingidas pela escassez e pelos altos preços do óleo de cozinha. Tudo isso se refletiu nos dados do IPC de março, que indicaram taxas de inflação notavelmente mais altas para muitas economias da Ásia, impulsionadas pelos custos de alimentos e energia, com a Índia e a Tailândia relatando grandes aumentos. Os governos da região utilizaram alavancas fiscais para conter os preços da energia. O Japão aumentou os subsídios aos distribuidores de petróleo, enquanto os varejistas de combustíveis estatais indianos congelaram os preços das bombas. A Tailândia fornece subsídios em dinheiro para óleo de cozinha e combustível. Entretanto, países que já possuem subsídios para combustíveis, como Indonésia e Malásia, verão um aumento substancial nos gastos fiscais se os preços internacionais do petróleo permanecerem elevados ao longo do ano, o que colocará maior pressão sobre seus orçamentos governamentais. Enquanto isso, os exportadores líquidos de energia primária como Austrália, Indonésia, Brunei e Mongólia, se beneficiariam de preços mais altos de energia. Com as pressões inflacionárias subjacentes permanecendo um risco chave, várias economias apertaram suas políticas monetárias, incluindo Cingapura, Taiwan, Coreia do Sul e Nova Zelândia. Se espera que outros bancos centrais asiáticos sigam su exemplo, sobre todo porque se prevê que a Reserva Federal adelante sus subidas de tipos de interés en los próximos dos meses. Espera-se que outros bancos centrais asiáticos sigam o exemplo, especialmente porque a Reserva Federal deverá antecipar suas subidas de taxas de juros nos próximos dois meses.



### CAIXA 3: SURTOS EM CASOS COVID-19 NA CHINA

O surto de novas infecções na China desde o início de março exigiu medidas de controle pandêmico mais amplas e duras, já que o país continua comprometido com uma política dinâmica de COVID zero, onde as autoridades visam quebrar a cadeia de transmissão do vírus tomando medidas precoces para detectar, relatar e colocar em quarentena novos casos.

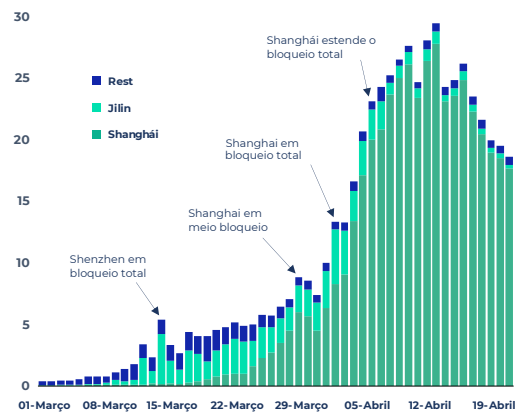
A ampliação dos controles da COVID em toda a China tem um impacto negativo sobre o consumo, a atividade econômica e as operações logísticas. De acordo com a Gavekal Dragonomics, 87 das 100 principais cidades da China, responsáveis por 70% do PIB, impuseram alguma forma de controle da COVID. Shenzhen, um importante centro de fabricação e tecnologia, entrou em um bloqueio de uma semana em 14 de março, enquanto Xangai começou a apertar as restrições a partir de 11 de março, antes de impor um bloqueio em toda a cidade a partir de 28 de março. Com novas infecções aumentando rapidamente durante a primeira quinzena de abril, dominadas por novos casos relatados em Xangai, a cidade chinesa lançou uma terceira rodada de testes em massa em 21 de abril.

O forte desempenho nos dois primeiros meses do ano ajudou o crescimento do PIB do primeiro trimestre a superar as expectativas em 4,8% em relação ao ano anterior, mas os dados de março refletiram o impacto precoce da atual onda Omicron. As vendas no varejo caíram 3,5% em relação a março (vs. +6,7% em Jan-Fev), enquanto a produção de serviços contraiu 0,9% em relação a fevereiro (vs. +4,2% em Jan-Fev). As pesquisas do PMI para março também indicaram a primeira deterioração das condições comerciais em sete meses, com a produção manufatureira e a atividade de serviços piorando tanto em relação aos níveis de fevereiro. A taxa de desemprego também subiu para 5,8% em março, a mais alta em quase dois anos, em meio a sinais de deterioração no mercado de trabalho. Houve também novos relatos de graves interrupções nas operações de logística terrestre devido ao fechamento temporário de armazéns e à redução da capacidade dos serviços de transporte de caminhões.

A escalada da política de COVID zero e as interrupções crescentes da atividade econômica em abril significam que a economia chinesa começou o segundo trimestre em uma base notavelmente mais fraca. Portanto, revisamos a taxa de crescimento do PIB de 2022 para 4,8% (de 5,4% anteriormente). Dado o papel proeminente da China na economia mundial, a desaceleração da demanda chinesa e os gargalos na oferta local afetarão o comércio e a produção. Por exemplo, metade dos 200 principais fornecedores da Apple estão operando em áreas atingidas pelos controles da COVID. Um período de bloqueio prolongado poderia atingir ainda mais abaixo os setores automotivo e tecnológico.

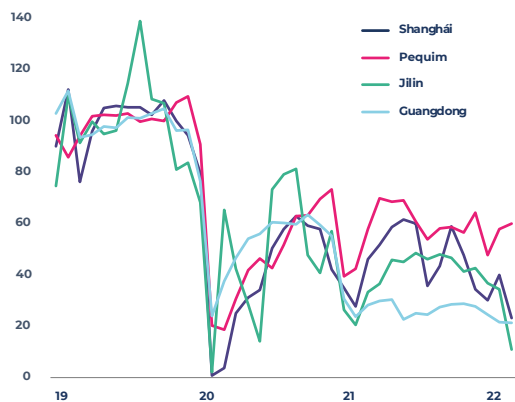
Um prolongado conflito Rússia-Ucrânia ou uma nova escalada terá repercussões a longo prazo na confiança dos consumidores e das empresas na Ásia, com um impacto negativo líquido estimado no crescimento do PIB em 2022 de 0,5 no total. Na China, nas últimas semanas, o impacto na atividade econômica foi mais infligido localmente do que devido ao conflito Rússia-Ucrânia (Ver Quadro 3 acima). No entanto, o país será inevitavelmente atingido pelo declínio da demanda global, particularmente da Europa (Gráficos 4 e 5).

**Quadro 4: Novas infecções diárias da China (número de casos, milhares)**



Sources: China's NHC, Coface

**Quadro 5: Tráfego de passageiros nas rodovias da China (média de 2019 = 100)**



Sources: China Ministry of Transport, Coface

## Impacto líquido incerto na América Latina, mas forte risco de agitação social

A América Latina é outra região particularmente vulnerável ao súbito aperto da política monetária pelo Fed, mas deve se beneficiar do aumento dos preços das commodities. Com as maiores receitas de exportação mitigando um pouco o impacto sobre o PIB, o efeito líquido da guerra na região - que estimamos em -0,1 pp no nível agregado - é incerto no momento da redação e pode não ser plenamente sentido no futuro próximo. Os importadores líquidos de petróleo (Chile, Peru, México e Argentina) são mais vulneráveis, pois os preços mais fortes da agricultura e dos metais (favorecem as exportações) podem não compensar totalmente o impacto dos preços mais altos da energia. Ainda assim, a principal preocupação com o comércio é com os fertilizantes, já que as importações da América Latina provenientes da Rússia estão altamente concentradas nesse segmento (representando 48% do total de bens adquiridos), o que poderia afetar a rentabilidade das safras do próximo ano. Em geral, os riscos para a atividade estão inclinados para baixo, dependendo da extensão do conflito e, portanto, dos efeitos colaterais nas rupturas da cadeia de abastecimento global.

Dependendo da extensão do conflito e, portanto, dos efeitos colaterais nas rupturas da cadeia de abastecimento global. Além disso, isto também turvou as perspectivas para a já elevada inflação global na região. De fato, os preços ao consumidor nas principais economias latino americanas subiram acentuadamente em março de 2022. Os aumentos mensais de preços atingiram altas de várias décadas no Brasil (1,6% MoM, 11% YoY), Chile (1,9% MoM, 9% YoY) e Peru (1,5% MoM, 7% YoY).

Mais preocupante, na Argentina, o IPC subiu 6,7% no mês e 55% nos últimos 12 meses. Portanto, a erosão geral do poder de compra na América Latina provavelmente aumentará a insatisfação com os poderes dominantes, aumentando os riscos de agitação social. Isto é particularmente verdadeiro em uma região com baixo PIB per capita, onde alimentos e energia desempenham um papel significativo na grande maioria das cestas de consumo da população. Cientes deste cenário, os governos tomaram medidas para suavizar o choque inflacionário negativo (como subsídios e cortes de impostos). Entretanto, os riscos sociais já se materializaram em alguns casos. Em abril, grandes protestos foram desencadeados no Peru pelo forte aumento dos preços dos combustíveis e fertilizantes.

É importante ressaltar que, em relação à política monetária, a alta inflação e o aumento nascento das taxas políticas nas economias desenvolvidas pressionaram os bancos centrais da região a restringir ainda mais suas próprias taxas (afetando os custos de financiamento). De fato, o Brasil tem implementado a política monetária mais radical em toda a região. Seu banco central elevou a taxa de referência Selic para 11,75% durante sua reunião de março de 2022, acumulando um aumento de 975 pontos-base nos últimos 12 meses.

Como resultado, o Brasil é o primeiro país a atingir uma taxa de juros real positiva. No entanto, os outros bancos centrais com regimes de metas de inflação também estão seguindo a mesma tendência (incluindo as autoridades monetárias no Chile, Colômbia, México e Peru). Além disso, o programa da Argentina com o FMI exige que a Argentina transfira sua taxa de política real para território positivo para enfrentar a inflação alta. Portanto, a taxa de política subiu de 38% em janeiro de 2022 para 47% em abril. De modo geral, as altas pressões de custo (devido a interrupções na cadeia de fornecimento e preços mais altos de commodities) e o aperto das condições globais de crédito devem ter um impacto na experiência de pagamento na região.

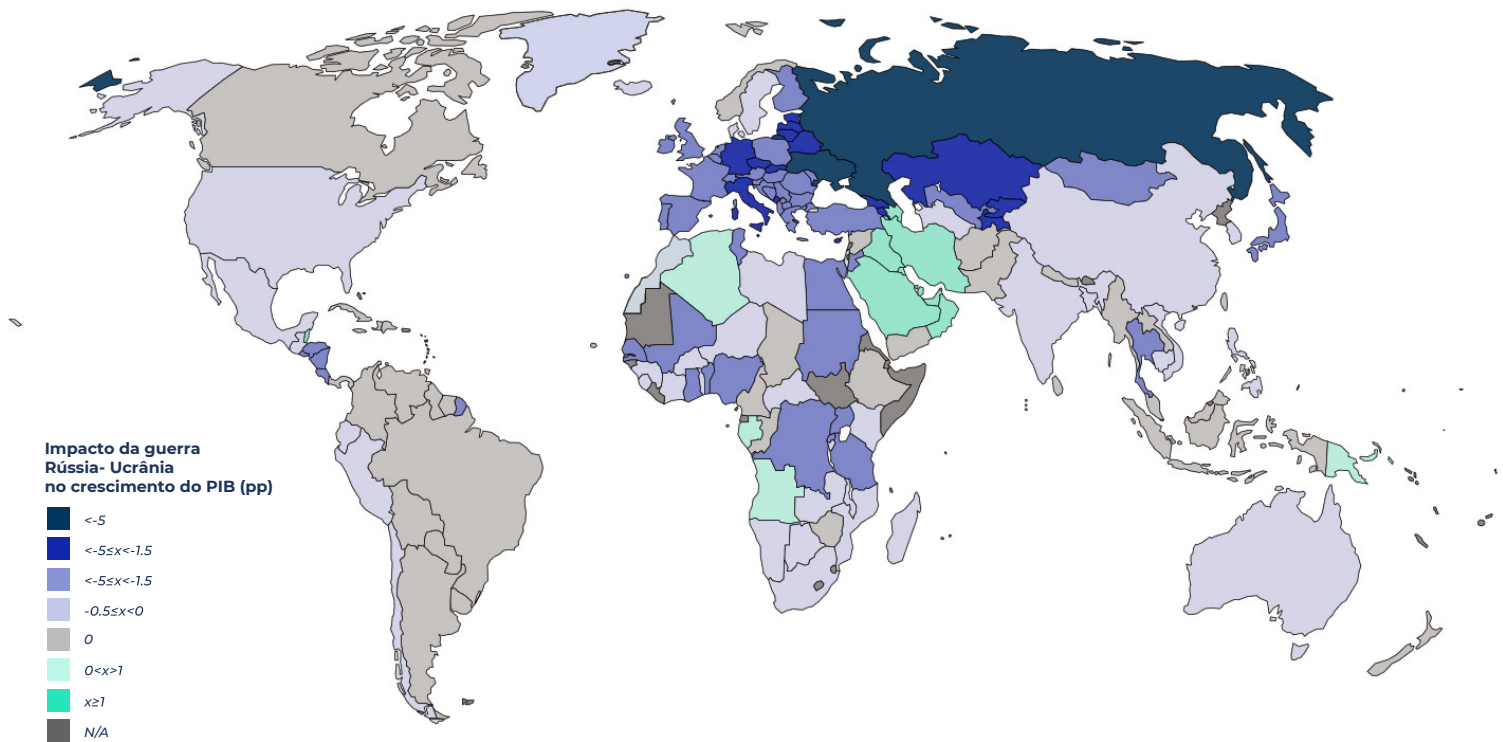
## Os países do Golfo estão entre os poucos para se beneficiar da situação, mas não sem riscos

Espera-se que os países do GCC estejam entre os poucos vencedores da situação atual, com um efeito líquido positivo estimado de +1,1 pp sobre o crescimento do PIB em 2022. Apesar dos esforços de diversificação econômica, a maioria das economias do GCC ainda está fortemente dependente das receitas do petróleo. O aumento dos preços do petróleo permitirá maiores gastos de consumo e investimento por parte do setor público.

Assim, ele impulsionará o sentimento no setor privado e levará a maiores investimentos também em atividades não petrolíferas. Conseqüentemente, espera-se que o aumento dos preços dos hidrocarbonetos e dos metais sustente o desempenho do crescimento e melhore os equilíbrios fiscais nos países do GCC.

Os dados mais recentes do PMI indicam que o crescimento da produção permaneceu forte nos Emirados Árabes Unidos e na Arábia Saudita. Estes últimos registraram a taxa de crescimento econômico mais rápida em uma década no primeiro trimestre de 2022, com o PIB subindo 9,6% em relação ao ano anterior, impulsionado pelo aumento dos preços do petróleo e da produção. Entretanto, vale notar que os países do GCC importam cerca de 85% de seus alimentos, de modo que o aumento dos preços das commodities agrícolas pode comprometer a segurança alimentar da região. Portanto, nenhuma região está imune aos riscos colocados pelas consequências econômicas da guerra na Ucrânia (Quadro 6).

Gráfico 6: Revisões da Coface 2022 previsão de crescimento do PIB devido à guerra na Ucrânia (em pontos percentuais)



Source: Coface

#### DISCLAIMER

Este documento reflete a opinião do Departamento de Pesquisa Econômica da Coface, a partir da data de sua elaboração e com base nas informações disponíveis; ele pode ser alterado a qualquer momento. As informações, análises e opiniões contidas neste documento foram compiladas a partir de múltiplas fontes consideradas confiáveis e respeitáveis; entretanto, a Coface não garante a exatidão, completude ou realidade dos dados contidos neste documento. As informações, análises e opiniões são fornecidas apenas para fins informativos e destinam-se a complementar as informações disponíveis para o leitor. A Coface publica este documento de boa fé e com base em uma obrigação de meios (entendidos como meios comerciais razoáveis) quanto à exatidão, integridade e realidade dos dados. A Coface não será responsável por quaisquer danos (diretos ou indiretos) ou perdas de qualquer tipo incorridos pelo leitor como resultado do uso das informações, análises e opiniões do leitor. Portanto, o leitor é o único responsável pelas decisões e consequências das decisões tomadas com base neste documento. Este documento e as análises e opiniões aqui expressas são de propriedade exclusiva da Coface; o leitor está autorizado a consultá-los ou reproduzi-los apenas para uso interno, desde que estejam claramente marcados com o nome "Coface", que este parágrafo seja reproduzido e que os dados não sejam alterados ou modificados. Qualquer uso, extração, reprodução para uso público ou comercial é proibido sem o consentimento prévio da Coface. O leitor é convidado a consultar os avisos legais no site da Coface: <https://www.coface.com/Home/General-informations/Legal-Notice>.