CARTA DE
CONJUNTURA
NÚMERO 38 — 1 ° TRIMESTRE DE 2018

SEÇÃO IX

Economia Mundial

Paulo Mansur Levy
Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea

paulo.levy@ipea.gov.br

Sumário Executivo

Em janeiro, o Fundo Monetário Internacional (FMI) reviu para cima suas projeções para o crescimento da economia mundial, uma expressão do atual momento positivo, do ponto de vista econômico, que o mundo atravessa. De fato, após vários anos de instabilidade e baixo crescimento, a economia internacional encontra-se em um período de expansão sincronizada dos principais países, associada a taxas de inflação ainda bastante baixas. Até mesmo os fortes desequilíbrios em conta corrente no balanço de pagamentos, que caracterizaram o período anterior à eclosão da crise financeira internacional, parecem ter ficado para trás. Não obstante esse contexto favorável, o início de fevereiro marcou também o ressurgimento da volatilidade financeira, com fortes variações de preços de ativos em decorrência da expectativa de um ritmo mais acelerado que o esperado na normalização das condições monetárias nos EUA e, em menor grau, na Área do Euro (AE). Essa mudança, por seu turno, seria resultado da própria percepção de que o crescimento deve pressionar a inflação em algum momento no futuro próximo. Esse surto de instabilidade dissipou-se rapidamente, mas deixou um rastro de preocupação sobre os riscos à frente.

Outra fonte de preocupação são os desdobramentos da decisão dos EUA de sobretaxar importações de aço e alumínio. O comércio internacional voltou a crescer em 2007 a uma taxa superior à da economia mundial. Apenas as sobretaxas impostas pelos EUA às importações desses produtos específicos não parece capaz de desviar a economia mundial da atual trajetória de recuperação, mas o risco de uma guerra comercial pode desestabilizar os mercados na medida em que ela afete as percepções quanto à continuidade do atual momento do crescimento.

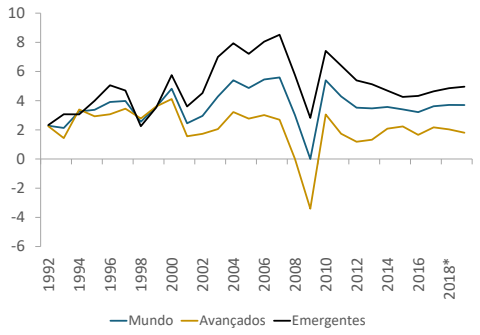
Uma das características mais marcantes da economia mundial do período recente é a inflação baixa. No caso dos EUA, isso é ainda mais surpreendente diante do mercado de trabalho aquecido e – fator comum a todas as economias – da elevação relativamente forte do preço do petróleo no mercado internacional (o preço do petróleo no mercado internacional aumentou 60% entre junho de 2017 e janeiro de 2018). No entanto, o fenômeno é global, e suas causas ainda são objeto de intenso debate: a ausência de pressões sobre o preço dos alimentos tem algum papel, mas mudanças estruturais associadas à relação entre mercado de trabalho e inflação (o "achatamento" da curva de Phillips), ou à dinâmica do comércio internacional e à ampliação das cadeias globais de valor, que tem reduzido custos de produção e barateado os bens em todo mundo, são algumas das hipóteses levantadas para explicar o fenômeno.

Economia Mundial

Em sua revisão de projeções para a economia mundial e diferentes países, divulgada em janeiro último, o FMI elevou o crescimento previsto para 2018 e 2019 para 3,9% em cada um desses anos – 0,2 ponto percentual (p.p.) a mais que nas proje-

ções de outubro. O FMI estima que o crescimento da economia mundial em 2017 tenha sido de 3,7% – 0,3 p.p. a mais que a projeção do início do ano. O Gráfico 1, a seguir, mostra a trajetória de crescimento da economia mundial, dos países avançados e dos emergentes e em desenvolvimento desde 1992.

GRÁFICO 1
Crescimento do PIB: observado e projeções do FMI em Janeiro de 2018
(Em %)



Fonte: FMI
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

A revisão decorreu apenas das previsões mais favoráveis nos países avançados – 0,2 e 0,3 p.p. a mais, respectivamente, em 2018 e 2019 – enquanto as previsões para países emergentes e em desenvolvimento mantiveram-se iguais às de outubro. Destacam-se as revisões, para cima, no crescimento dos EUA (previsão de expansão de 2,7% e 2,5%, respectivamente, em 2018 e 2019), o que representou aumentos de 0,4 e 0,6 p.p., respectivamente, em relação às previsões de outubro de 2017, e da Área do Euro (crescimento de 2,2% e 2,0%) – um aumento de 0,3 p.p. nos dois casos. Destaca-se também a revisão da projeção de crescimento no Japão este ano, para 1,2% – 0,5 p.p. a mais que o projetado em outubro, embora represente uma desaceleração em relação ao crescimento de 1,7% estimado para 2017.

No caso dos países emergentes e em desenvolvimento, a estabilidade das projeções encobre revisões significativas no crescimento projetado de alguns países ou grupos de países. É o caso da previsão de crescimento do México, revista para cima em 0,4 e 0,7 p.p., para 2,3% e 3,0% em 2018 e 2019, respectivamente, e dos países da Europa Central e Oriental (mais 0,5 p.p. em cada um dos dois anos), para 4,0 e 3,8% em 2018 e 2019, respectivamente. Do ponto de vista do ritmo de crescimento, os destaques continuam sendo China (crescimento projetado de 6,5% em 2018 e de 6,6% em 2019) e Índia (7,4% e 7,8%, respectivamente).

Por fim, as projeções para o crescimento do comércio mundial em volume mantêm-se elevadas: após forte recuperação em 2017, quando o crescimento estimado foi de 4,7%, bem superior à média de 2,6% do biênio 2015-2016, projetam-se taxas de 4,6% e 4,4% em 2018 e 2019, respectivamente (Tabela 1). Os dados recentes de comércio internacional em volume, estimados pelo Monitor do Comércio Internacional do Escritório de Análise de Política Econômica (CPB), da Holanda, corroboram as projeções do FMI, revelando que a taxa de variação do último trimestre de 2017, em relação ao trimestre anterior, após ajuste para a sazonalidade, foi de 4,7% em termos anualizados.

Os preços de *commodities* refletiram a aceleração do crescimento e reativação do comércio internacional ao longo de 2017, bem como a desvalorização do dólar. Em fevereiro último, os preços de *commodities* metálicas e relacionadas à geração de energia eram 13,7% e 15,9%, respectivamente, superiores ao observado um

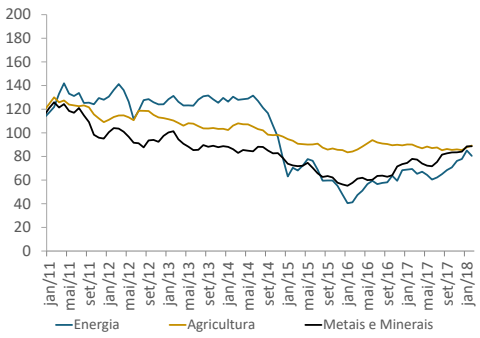
ano antes. As *commodities* agrícolas, por outro lado, caracterizaram-se por relativa estabilidade ao longo desse período (Gráfico 2). Os preços do petróleo, em particular, apresentaram forte elevação do longo do ano passado, tendo saído da faixa dos US$ 45 por barril (tipo Brent) em meados de junho para US$ 70 por barril no final de janeiro último, para recuar ligeiramente ao longo de fevereiro (Gráfico 3). Por um lado, a economia mundial aquecida tende a pressionar os preços para cima, especialmente diante da determinação da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) – juntamente com a Rússia – de manter limites estreitos para os níveis de produção; por outro, o aumento da produção nos EUA a partir de fontes não convencionais (*shale oil*) impede que os preços subam muito, conforme se observa no Gráfico 4.

TABELA 1
Crescimento do PIB: observado e projeções do FMI em Janeiro de 2018
(Em %)

Crescimento real do PIB (%)	Média 2000-2008	Média 2009-2011	Média 2012-2014	2015	2016	2017(e)	2018(p)	2019(p)
Mundo	**4,1**	**2,8**	**3,4**	**3,4**	**3,2**	**3,7**	**3,9**	**3,9**
Economias desenvolvidas	**2,3**	**0,4**	**1,5**	**2,1**	**1,7**	**2,3**	**2,3**	**2,2**
Área do Euro	2,0	-0,3	-0,1	2,0	1,8	2,4	2,2	2
Reino Unido	2,7	-0,4	**1,6**	2,2	1,9	1,7	1,5	1,5
Estados Unidos	2,3	0,3	**2,3**	2,6	1,5	2,3	2,7	2,5
Japão	1,2	-0,6	**1,0**	1,1	0,9	1,8	1,2	0,9
Países emergentes e em desenvolvimento	**6,5**	**5,5**	**4,9**	**4,3**	**4,4**	**4,7**	**4,9**	**5,0**
Ásia	8,5	8,2	**6,8**	6,8	6,4	6,5	6,5	6,6
China	10,4	9,7	**7,7**	6,9	6,7	6,8	6,5	6,6
Índia	7,0	7,5	**6,3**	8,0	7,1	6,7	7,4	7,8
América Latina e Caribe	3,7	3,0	**2,4**	0,1	-0,7	1,3	1,9	2,6
México	2,6	1,5	**2,5**	2,6	2,9	2,0	2,3	3,0
Brasil	3,7	3,3	**1,3**	-3,8	-3,5	1,1	1,9	2,1
Europa Central e Oriental	4,7	2,0	**2,4**	4,7	3,2	5,2	4,0	3,8
Rússia	7,0	0,2	**1,8**	-2,8	-0,2	1,8	1,7	1,5
Oriente Médio e Norte da África	5,8	4,1	**3,3**	2,7	4,9	2,5	3,6	3,5
África Subsaariana	5,8	4,5	**4,9**	3,4	1,4	2,7	3,3	3,5
África do Sul	4,2	1,7	**2,1**	1,3	0,3	0,9	0,9	0,9
Comércio Internacional - volume	6,7	2,8	**3,3**	2,6	2,5	4,7	4,6	4,4

Fonte: FMI
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

GRÁFICO 2
Índice do preço de commodities - 2010=100

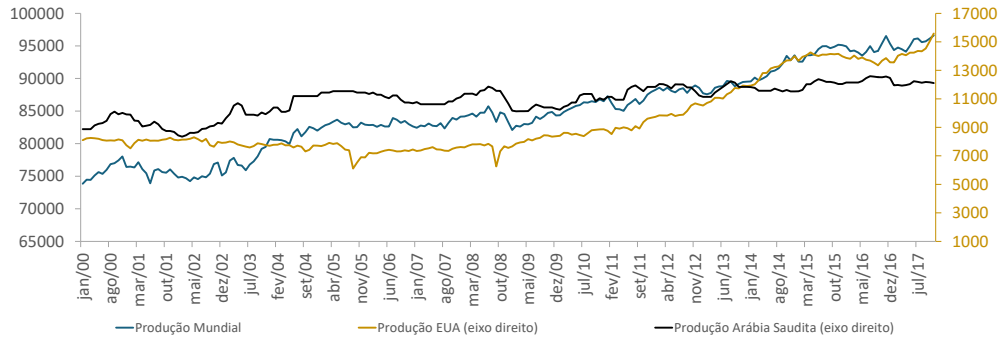


Fonte: Banco Mundial
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

GRÁFICO 3
Preço do Petróleo *(Brent)*
(Em dólares por barril)

Fonte: FRED
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

GRÁFICO 4
Produção de petróleo mensal
(Em mil barris/dia)

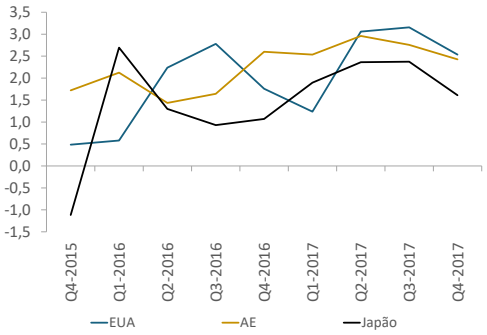


Fonte: : U. S. Energy Information Administration
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

Atividade Econômica – os dados recentes

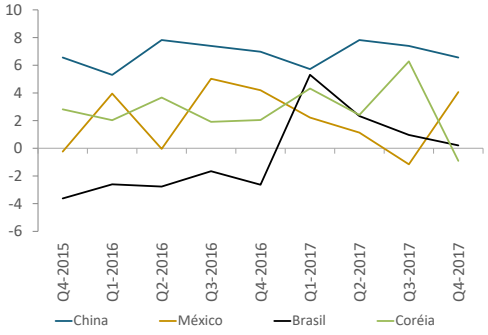
A atividade econômica mundial manteve-se aquecida no fim de 2017, mas atravessa um momento de acomodação no início deste ano. Os Gráficos 5 e 6 mostram a trajetória recente das taxas trimestrais de crescimento, em termos dessazonalizados e anualizados, do PIB dos EUA, Área do Euro e Japão, e para alguns países emergentes, inclusive o Brasil para referência. Como se pode observar, mesmo tendo havido uma desaceleração do ritmo de aumento do PIB no último trimestre de 2017, a taxa de crescimento ainda é elevada frente aos dois anos anteriores nos países avançados. Nos países emergentes a tendência de aceleração do crescimento é menos clara, com maior variabilidade nas taxas trimestrais, exceto China.

GRÁFICO 5
Crescimento do PIB - Variação Trimestral anualizada
(Em % a.a.)



Fonte: OCDE
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

GRÁFICO 6
Crescimento do PIB - Variação Trimestral anualizada
(Em % a.a.)

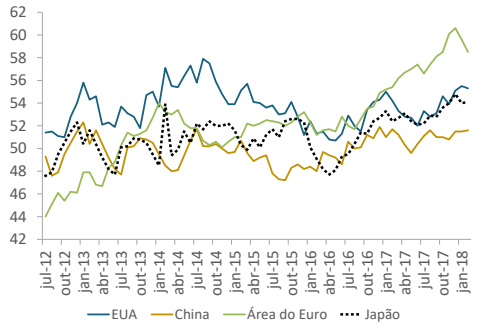


Fonte: OCDE
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

Esse comportamento contrasta um pouco com o dos índices de gerentes de compras – PMI na sigla em inglês – que mostram um dinamismo maior que os dados de contas nacionais, em particular na indústria. Destaca-se a recuperação do indicador na Área do Euro, onde o componente industrial, em dezembro de 2017, registrou o valor mais elevado da série histórica. Em termos do nível do indicador

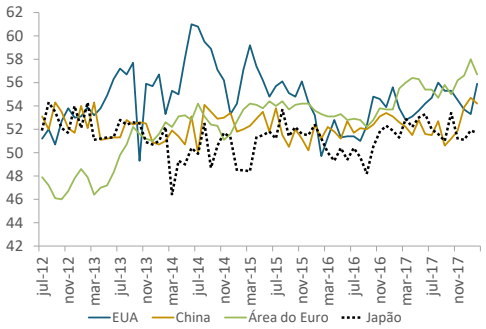
– que sinaliza o ritmo do crescimento –, a indústria também está em patamar mais elevado que os serviços. Nos EUA e no Japão, a tendência do indicador é mais forte na indústria que nos serviços: em termos do nível do indicador, no Japão é a indústria que sinaliza um crescimento mais forte, enquanto nos EUA ambos os setores encontram-se em nível semelhante. Os PMIs na China continuam acima de 50 pontos, sinalizando expansão da atividade econômica, mas esse dinamismo tem vindo mais dos serviços que da indústria, que depois de forte recuperação até meados de 2017, estabilizou-se em patamar pouco inferior a 52 pontos.

GRÁFICO 7
Índice de gerentes de compras (PMI) - Indústria



Fonte: Bloomberg
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

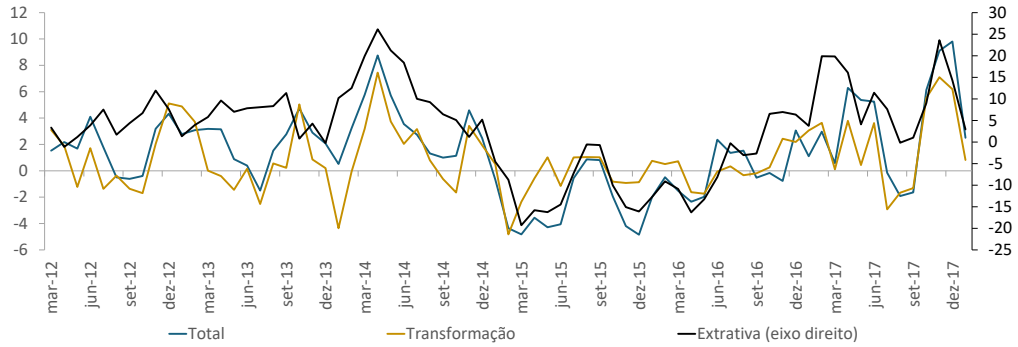
GRÁFICO 8
Índice de gerentes de compras (PMI) - Serviços



Fonte: Bloomberg
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

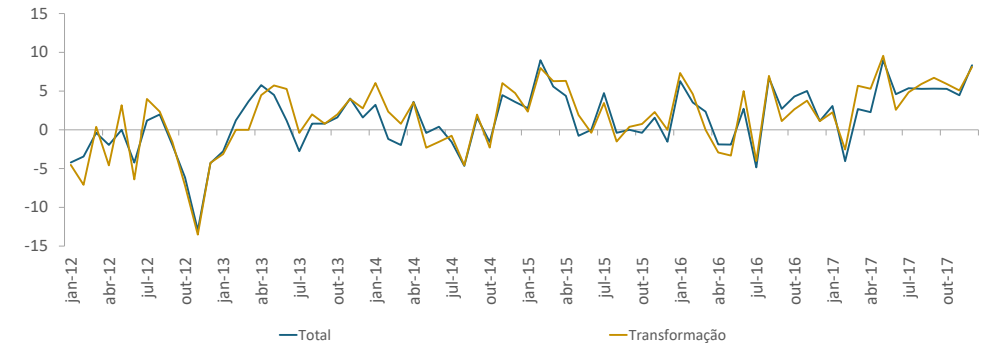
Os dados de produção industrial corroboram as sondagens de opinião. Nos EUA, o crescimento médio mensal, em termos anualizados, da média móvel trimestral até janeiro de 2018, foi de 2,5% a.a., numa desaceleração forte em relação ao final de 2017, quando essa taxa alcançou quase 10% a.a.. A aceleração e posterior perda de ritmo estão associadas ao setor de extração mineral, muito influenciado pela extração de petróleo e gás que, nesta métrica, cresceu à taxa anualizada de 14,3% a.a. no último trimestre de 2017, segundo a variação da média móvel de três meses, antes de recuar para a faixa de 3% a.a. em janeiro. A indústria de transformação crescia a taxas mais baixas no fim de 2017 (6,2% a.a.) e também desacelerou em janeiro, para 0,8% a.a.

GRÁFICO 9
EUA - Produção industrial - Taxa de variação da média móvel de três meses anualizada
(Em % a.a.)



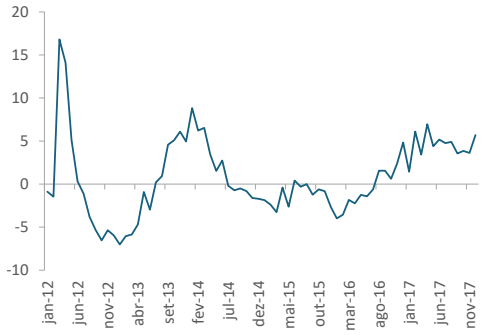
Fonte: FRED
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

GRÁFICO 10
Área do Euro - Produção industrial - Taxa de variação da média móvel de três meses, anualizada
(Em % a.a.)



Fonte: Eurostat
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

GRÁFICO 11
Japão -Produção industrial - Taxa de variação anual
(Em %)



Fonte: FRED
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

Na Área do Euro, o crescimento da produção industrial apresenta picos menores que nos EUA, mas registra uma maior estabilidade do crescimento. Em dezembro de 2017 (último dado disponível), o total da indústria e o segmento de transformação cresciam à taxa anualizada de 8% a.a.. Na média do ano, a variação da produção industrial foi de 2,9% (Gráfico 10). No Japão, houve notável retomada do crescimento da produção industrial em 2017 e, mesmo com alguma desaceleração ao longo do ano, em dezembro a produção crescia acima de 16% a.a. em termos anualizados, ou 5,7% na comparação com dezembro de 2016. O gráfico 11, a seguir, mostra essa última comparação devido à variabilidade das taxas mensais de variação anualizadas, mesmo quando suavizadas por média móvel.

Do ponto de vista dos componentes da demanda, o crescimento dos EUA em 2017 (2,3%) foi em boa medida fruto do aumento do consumo, que cresceu 2,7% e contribuiu com 1,9 p.p. para o crescimento. O investimento cresceu à taxa elevada de 4%, contribuindo com 0,6 p.p., refletindo o comportamento do componente não residencial, que cresceu 4,7%. As exportações líquidas tiveram impacto negativo de 0,2 p.p. do PIB no crescimento de 2017. As tabelas a seguir mostram, respectivamente, as taxas de crescimento trimestral anualizadas e a contribuição dos componentes da demanda para essas taxas.

No último trimestre de 2017, o PIB americano desacelerou para 2,6%, devido ao forte desempenho tanto do consumo (cresceu 3,8%) quanto do investimento fixo (7,9%), em especial do componente residencial, com variação de 11,6%. Essa forte

expansão da demanda interna foi em parte acomodada pelo aumento das importações (13,9%), o que resultou em contribuição negativa das exportações líquidas de -1,1 p.p. (Tabelas 2 e 3).

TABELA 2
EUA - PIB - Variação Trimestral, com ajuste sazonal e anualizada
(Em % a.a.)

	4º tri. 2015	1º tri. 2016	2º tri. 2016	3º tri. 2016	4º tri. 2016	1º tri. 2017	2º tri. 2017	3º tri. 2017	4º tri. 2017
PIB	**0,5**	**0,6**	**2,2**	**2,8**	**1,8**	**1,2**	**3,1**	**3,2**	**2,6**
Consumo Pessoal	2,7	1,8	3,8	2,8	2,9	1,9	3,3	2,2	3,8
Investimento Privado Bruto	-6,2	-4,0	-2,7	2,4	8,5	-1,2	3,9	7,3	3,6
Investimento Fixo	-2,4	-0,2	1,4	1,5	1,7	8,1	3,2	2,4	7,9
Investimento Não-Residencial	-5,1	-4,0	3,3	3,4	0,2	7,2	6,7	4,7	6,8
Investimento Residencial	7,3	13,4	-4,7	-4,5	7,1	11,1	-7,3	-4,7	11,6
Variação de Estoques	.....	.....	.....	.....	.....	.....	....	....	.....
Exportação Líquida de Bens e Serviços	.....	.....	.....	.....	.....	.....	....	....	.....
Exportações	-2,3	-2,6	2,8	6,4	-3,8	7,3	3,5	2,1	6,9
Importações	0,0	-0,2	0,4	2,7	8,1	4,3	1,5	-0,7	13,9
Gastos do Governo em Consumo e Investimento	**0,3**	**1,8**	**-0,9**	**0,5**	0,2	-0,6	-0,2	0,7	3,0

Fonte: BEA
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

TABELA 3
EUA - PIB - Contribuições para a Variação Trimestral com ajuste sazonal e anualizada
(Em % e p.p.)

	4º tri. 2015	1º tri. 2016	2º tri. 2016	3º tri. 2016	4º tri. 2016	1º tri. 2017	2º tri. 2017	3º tri. 2017	4º tri. 2017
PIB	0,5	0,6	2,2	2,8	1,8	1,2	3,1	3,2	2,6
Consumo das Famílias	1,8	1,2	2,6	1,9	2,0	1,3	2,2	1,5	2,6
Investimento Privado	-1,1	-0,7	-0,5	0,4	1,3	-0,2	0,6	1,2	0,6
Investmento Fixo	-0,4	-0,1	0,2	0,3	0,3	1,3	0,5	0,4	1,3
Não-residencial	-0,7	-0,5	0,4	0,4	0,0	0,9	0,8	0,6	0,8
Residencial	0,3	0,5	-0,2	-0,2	0,3	0,4	-0,3	-0,2	0,4
Variação de Estoques	-0,7	-0,6	-0,7	0,2	1,1	-1,5	0,1	0,8	-0,7
Exportações Líquidas de Bens e Serviços	-0,3	-0,3	0,3	0,4	-1,6	0,2	0,2	0,4	-1,1
Exportações	-0,3	-0,3	0,3	0,7	-0,5	0,9	0,4	0,3	0,8
Importações	0,0	0,0	0,0	-0,4	-1,1	-0,6	-0,2	0,1	-2,0
Gastos do Governo - consumo e investimento	0,1	0,3	-0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,5

Fonte: BEA
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

O crescimento do consumo das famílias tem se refletido na redução de sua taxa de poupança, que caiu de 7,6% da renda disponível em 2012 para 3,8% em 2017. O movimento de redução do endividamento após a crise parece ter se concluído, e a relação dívida/renda disponível das famílias, depois de ter alcançado 134,5% no início de 2008, agora se encontra em 107,6%. Mais recentemente, a relação dívida/renda disponível das famílias voltou a crescer, ainda que de forma moderada, aumentando em relação ao valor mínimo observado no início de 2016, de 105,6% do PIB.

Na Área do Euro, o PIB cresceu 2,7% no último trimestre de 2017 ante igual período de 2016. Na média do ano, o crescimento foi de 2,3%. O crescimento do PIB no final de 2017 na Área do Euro, da mesma forma que nos EUA, também registrou desaceleração, de 2,8% a.a. no terceiro trimestre para 2,4% a.a. no quarto. Porém, enquanto nos EUA o consumo acelerou e o investimento perdeu ritmo, na AE ocorreu o inverso: o ritmo de expansão do consumo das famílias desacelerou no terceiro e quarto trimestres, ficando em 0,8% a.a. neste último, frente a 2% a.a.

na média do primeiro semestre do ano, enquanto os investimentos aceleraram para 3,6% a.a. – depois de terem caído à taxa de -0,8% a.a. no terceiro trimestre. Exportações e importações aceleraram o ritmo de crescimento: as primeiras passaram de um crescimento anualizado de 6,6% a.a. no terceiro trimestre para 7,8% no quarto; para as importações, essas taxas foram de 2,4% e 4,5%, respectivamente. Assim, as exportações líquidas tiveram contribuição positiva de cerca de 1,7 p.p. (anualizados) para o crescimento do PIB no período. Em sentido inverso, a variação de estoques contribuiu negativamente com -0,7 p.p. (anualizados) para a variação do PIB no período. A Tabela 4 apresenta a trajetória recente do PIB e de seus componentes pelo lado da demanda em termos de variações trimestrais anualizadas.

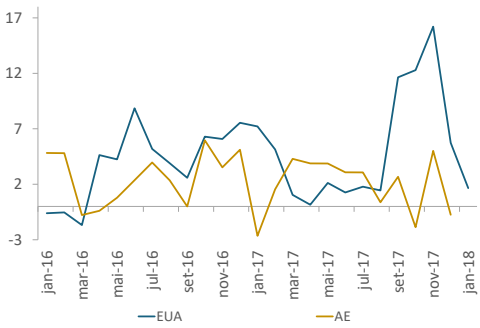
TABELA 4
AE - Variações Trimestrais, com ajuste sazonal e anualizadas
(Em % a.a.)

	1º tri. 2014	2º tri. 2014	3º tri. 2014	4º tri. 2014	1º tri. 2015	2º tri. 2015	3º tri. 2015	4º tri. 2015	1º tri. 2016	2º tri. 2016	3º tri. 2016	4º tri. 2016	1º tri. 2017	2º tri. 2017	3º tri. 2017	4º tri. 2017
PIB	1,6	0,4	1,6	2,0	3,2	1,2	1,6	1,6	2,0	1,6	1,6	2,4	2,4	2,8	2,8	2,4
Consumo das Famílias	0,4	1,2	1,6	2,0	1,6	1,6	2,0	2,0	2,8	1,2	1,2	2,0	2,0	2,0	1,2	0,8
FBKF	4,0	-2,8	2,8	2,8	5,2	0,4	4,4	5,6	2,0	9,6	2,8	3,2	0,8	6,8	-0,8	3,6
Gastos do Governo	0,0	0,8	1,6	0,8	2,0	0,8	2,0	1,6	3,2	1,2	0,8	1,2	0,8	1,6	1,6	1,2
Exportações	3,6	4,0	7,2	5,2	10,0	5,6	1,2	4,4	1,6	5,2	1,6	6,4	5,2	4,8	6,4	7,6
Importações	5,2	5,2	6,4	4,0	11,2	3,6	4,4	7,2	1,6	8,0	2,4	7,2	0,8	7,2	2,4	4,4

Fonte: Eurostat
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

Da mesma forma que os dados mais recentes de produção industrial indicam alguma desaceleração do crescimento, os dados de vendas no varejo, das atividades no setor de construção residencial e de encomendas de bens capital também apontam para uma relativa perda de dinamismo sem, contudo, implicar em retração da atividade econômica. No caso das vendas no varejo nos EUA, após fortes crescimentos na margem em setembro, outubro e novembro, as vendas caíram em dezembro e janeiro. Na Área do Euro, as flutuações na taxa de crescimento têm sido menos acentuadas, mas também mostram queda em dezembro.

GRÁFICO 12
EUA e AE: Vendas no varejo - Taxa de variação da média móvel de três meses, com ajuste sazonal e anualizada
(Em % a.a.)

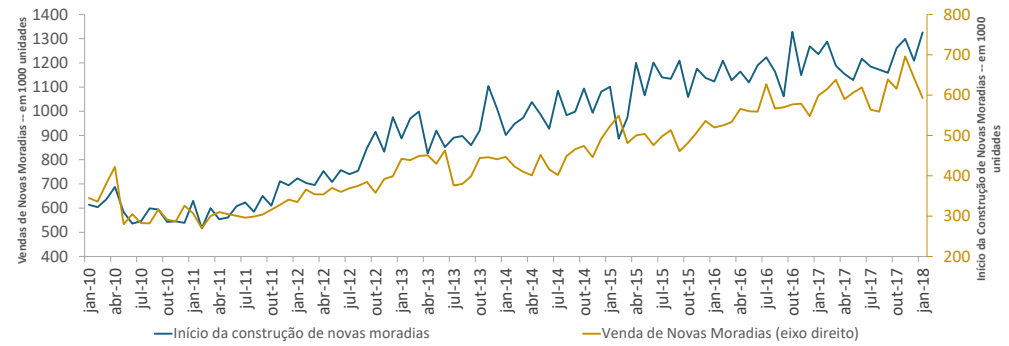


Fonte: FRED
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

No setor de construção, o que se observa é grande variabilidade das taxas de crescimento em torno de uma tendência de recuperação (ver Gráficos 13 e 14). No gráfico que mostra as taxa de variação, observa-se que em novembro de 2017 houve uma rara convergência de crescimento nos indicadores de atividade no setor de construção: vendas de residências novas, vendas de residências já existentes, início de construção de novas residências e gastos com construção apresentaram taxas de variação relativamente elevadas, desacelerando posteriormente, com as vendas

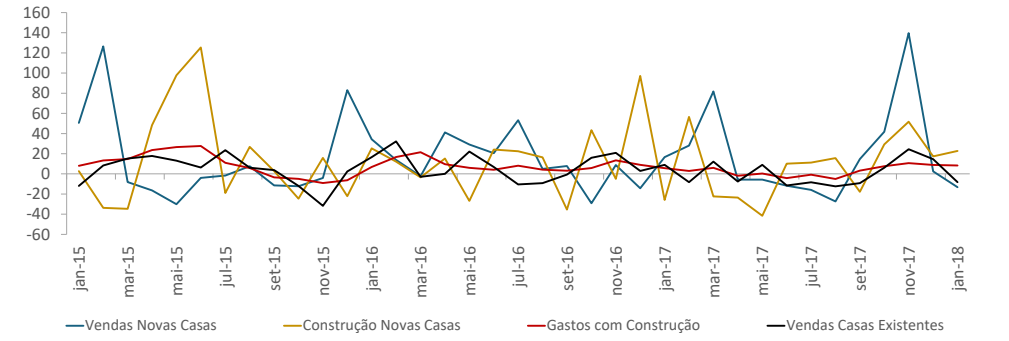
de residências já existentes e as novas construções refluindo para valores negativos em janeiro. Vale notar, também, que esse setor é particularmente sensível ao rigor do inverno, o que parece ter sido o caso no período considerado, não obstante tratarem-se de variações construídas a partir de séries com ajuste sazonal.

GRÁFICO 13
EUA - Início da Construção e Vendas de novas moradias
(Dados com ajuste sazonal e anualizados)



Fonte: FRED
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

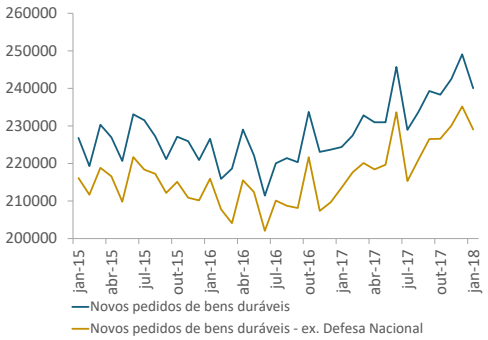
GRÁFICO 14
EUA - Indicadores do Setor de Construção -Taxas de variação da média móvel de três meses, com ajuste sazonal e anualizadas
(Em % a.a.)



Fonte: FRED
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

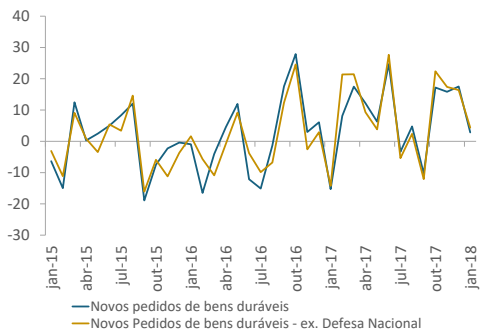
Por fim, para caracterizar a tendência de crescimento no período recente, a despeito de alguma desaceleração em janeiro, mostra-se nos gráficos a seguir, para os EUA, o comportamento de novos pedidos no setor de bens duráveis, excluindo bens de consumo e o setor de defesa nacional. Como reflexo do aquecimento da economia norte-americana no final de 2017, as taxas de crescimento anualizadas das médias móveis trimestrais dos dados dessazonalizados mostram um ritmo muito forte entre outubro e dezembro, antes de desacelerarem fortemente em janeiro, mantendo-se ainda em terreno positivo.

GRÁFICO 15
EUA - Pedidos de bens duráveis (com ajuste sazonal)
(Em milhões de US$)



Fonte: FRED
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

GRÁFICO 16
EUA - Pedidos de bens duráveis - Taxas de Variação da média móvel de três meses, com ajuste sazonal e anualizadas
(Em % a.a.)



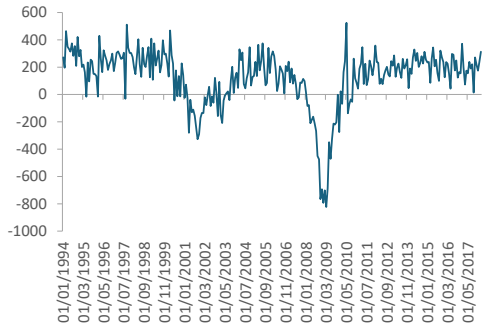
Fonte: FRED
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

Mercado de Trabalho

Os dados recém-divulgados sobre o comportamento do mercado de trabalho nos EUA mostram que, não obstante a desaceleração dos indicadores de atividade entre o final do ano passado e início deste ano, as contratações têm se mantido em nível elevado e a taxa de desemprego muito baixa. Em fevereiro, foram criados 313 mil novos empregos no setor não agrícola. Em termos da média móvel de três meses, é o valor mais elevado desde agosto de 2016.

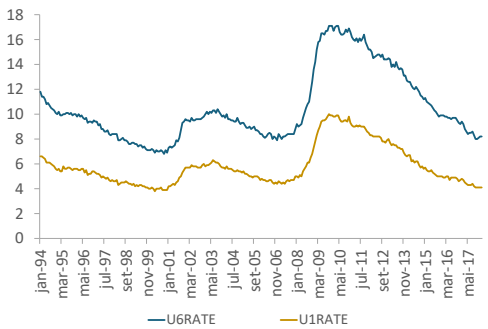
A taxa de desemprego foi de 4,1%, estável nesse patamar desde outubro de 2017 e 0,6 p.p. inferior à de fevereiro do ano passado. Esse patamar tem se sustentado a despeito da elevação da taxa de participação na força de trabalho, de 62,7%, nível que prevaleceu de outubro de 2017 a janeiro deste ano, para 63,0% em fevereiro. Tem também se mostrado compatível com taxas de desemprego que levam em conta potenciais situações de subemprego (a chamada taxa U6, que inclui entre os desempregados trabalhadores desencorajados ou que trabalham em tempo parcial por razões econômicas) bastante baixas: o nível de fevereiro de 2018, 8,2%, é semelhante ao que prevalecia no final de 2006 e início de 2007, antes da eclosão da crise financeira internacional.

GRÁFICO 17
EUA - Novos postos de trabalho (com ajuste sazonal)
(Em 1000 unidades)



Fonte: FRED
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

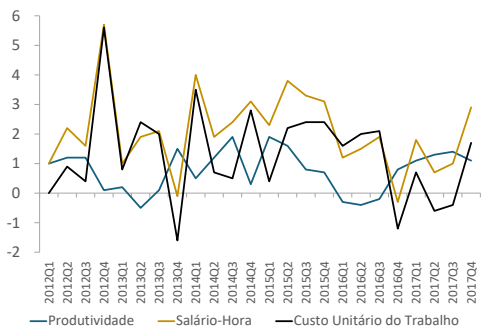
GRÁFICO 18
Taxas de desemprego (com ajuste sazonal)
(Em %)



Fonte: FRED
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

Por fim, vale notar que o surto de volatilidade observado no início de fevereiro foi detonado pela divulgação do dado de crescimento dos salários naquele momento: em janeiro, segundo o *Bureau of Labor Statistics* (BLS), aquele crescimento teria sido de 2,9% ante igual período de 2017. Como esse valor era superior à média de variação anual de 2,4% observada no último trimestre de 2017, o mercado o interpretou como sinal de que as pressões inflacionárias tenderiam a aumentar, o que forçaria o *Federal Reserve* (Fed, o banco central americano) a elevar os juros mais rapidamente que o até então precificado nas curvas de juros. A divulgação de fevereiro reviu aquela variação ligeiramente para baixo, para 2,8%, e revelou também que em fevereiro o crescimento foi de 2,6%. O gráfico a seguir mostra a trajetória da variação anual do salário real por hora trabalhada: não há tendência perceptível no período recente, e a média das variações anuais permanece em torno de 2,5% a.a.. Não obstante, boa parte da preocupação com a trajetória dos salários num contexto de baixa taxa de desemprego vem do comportamento da produtividade, cujo crescimento tem se mostrado muito baixo para uma fase de recuperação cíclica, o que tem pressionado o custo unitário do trabalho.

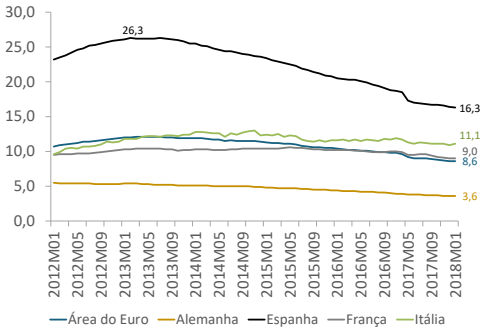
GRÁFICO 19
EUA - Variação anual do salário-hora, da produtividade e do custo unitário do trabalho
(Em %)



Fonte: U.S. Bureau of Labor Statistics
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

Na Área do Euro, a taxa de desemprego vem se reduzindo de forma bastante gradual, porém consistente. Para a AE como um todo, a taxa de desemprego atingiu um pico em meados de 2013, em 12,1% da força de trabalho, passando a declinar a partir daí para atingir 8,6% em janeiro último. Entre as principais economias, o comportamento é semelhante, destacando-se a trajetória na Espanha, onde declina de 26,3% em meados de 2013 para 16,3% em janeiro. Na Alemanha, a taxa não só é bem mais baixa que nos outros países como também apresentou tendência de declínio, enquanto na França e na Itália a tendência recente é de queda, porém em níveis ainda bastante elevados e, no caso da Itália, superiores aos que prevaleciam no início do período.

GRÁFICO 20
AE - Taxa de desemprego (com ajuste sazonal)
(Em %)



Fonte: Eurostat
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

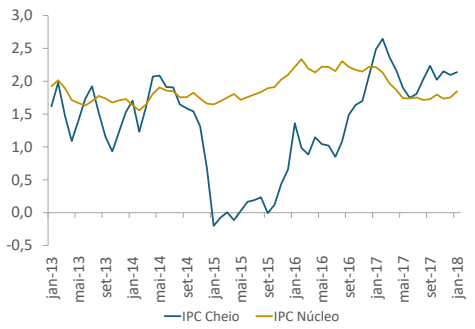
Inflação, Política Monetária e Taxas de Câmbio

Uma das características mais marcantes da economia mundial do período recente é a inflação baixa. No caso dos EUA, isso é ainda mais surpreendente diante do mercado de trabalho aquecido e – fator comum a todas as economias – da elevação relativamente forte do preço do petróleo no mercado internacional (o preço do petróleo no mercado internacional aumentou 60% entre junho de 2017 e janeiro de 2018). No entanto, o fenômeno é global, e suas causas ainda são objeto de intenso debate: a ausência de pressões sobre o preço dos alimentos tem algum papel, mas mudanças estruturais associadas à relação entre mercado de trabalho e inflação (o "achatamento" da curva de Phillips), ou à dinâmica do comércio internacional e à ampliação das cadeias globais de valor, que tem reduzido custos de produção e barateado os bens em todo mundo, são algumas das hipóteses levantadas para explicar o fenômeno.

Como se pode ver no gráfico a seguir, a taxa de inflação dos preços ao consumidor acelerou de níveis próximos de zero, ou mesmo negativos, em termos anuais até o segundo semestre de 2015 para atingir 2,65% em fevereiro de 2017. Depois disso, a taxa declinou até 1,7% em junho do ano passado, voltando a aumentar novamente, alcançando 2,3% em fevereiro deste ano. No entanto, quando se exclui do cálculo os componentes mais voláteis, como alimentos e energia (gasolina), observa-se que essa medida de núcleo da inflação apresenta comportamento bem mais estável. Depois de declinar de 2,2% em janeiro do ano passado para 1,7% em maio, a taxa se manteve aproximadamente constante em torno desse patamar, aumentando um pouco a partir de novembro: em fevereiro, atingiu 1,9%. Vale notar que os preços da gasolina e óleo combustível acumulam alta em 12 meses de 12,6% e 20,7%, respectivamente.

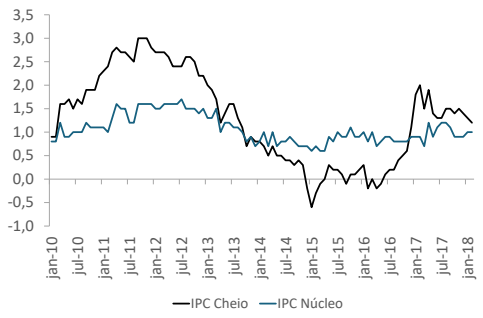
Na AE, a inflação segue extremamente baixa. A pressão do preço dos combustíveis levou o índice cheio a acelerar a partir do segundo trimestre de 2016, quando registrou variação anual de -0,2% em abril, atingindo 1,5% em agosto do ano passado, mantendo-se nesse patamar até novembro. Os dois meses seguintes, contudo, foram de queda, e em janeiro último a inflação anual aos consumidores registrou 1,3%. Em contraste, o núcleo da inflação (excluídos os itens relacionados à energia e aos alimentos não processados) manteve-se relativamente estável entre 2015 e o terceiro trimestre de 2016, em torno de 0,8% a.a., acelerando para 1,3% até setembro do ano passado. Houve ligeiro recuo no final de 2017, para 1,1% a.a., e em janeiro uma pequena aceleração, para 1,2% a.a. No Japão, o quadro é semelhante: a inflação até acelerou, tendo passado de 0,4% anual em julho do ano passado para 1,4% em janeiro deste ano. No entanto, o núcleo ainda se mantém virtualmente zero.

GRÁFICO 21
EUA - Inflação e seu núcleo - Variação anual
(Em %)



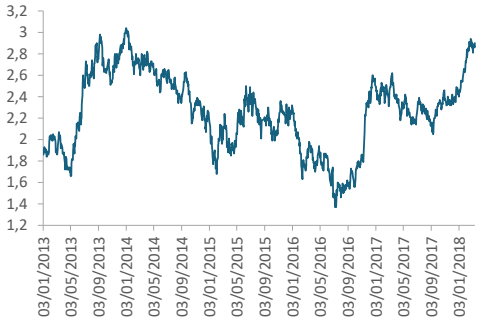
Fonte: FRED
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

GRÁFICO 22
AE - Inflação e seu núcleo - variação anual
(Em %)



Fonte: Eurostat
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

GRÁFICO 23
EUA - Rendimento dos Títulos do Tesouro Americano com maturidade constante de 10 anos
(Em % a.a.)



Fonte: FRED
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

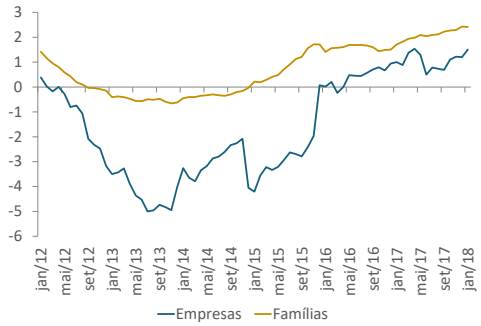
Diante desse quadro de inflação relativamente estável e, no caso da AE, muito inferior à meta do Banco Central Europeu (BCE), não parece haver risco de uma mudança acentuada na postura monetária por parte dos respectivos bancos centrais. No caso do *Fed*, o ritmo definido para a redução do balanço não parece ter influenciado as taxas de juros de longo prazo, enquanto a trajetória dos juros de curto prazo – a taxa *Fed Funds* – ainda embute alguma incerteza no que se refere ao número de elevações previstas para este ano. Na última reunião de 2017, em dezembro, o Comitê de Mercado Aberto (FOMC, na sigla em inglês) aumentou a *Fed Funds* em 0,25 p.p., para o intervalo 1,25 – 1,50% a.a.. As projeções dos membros do FOMC reveladas nesta reunião parecem apontar para três altas da *Fed Funds* em 2018, o que levaria essa taxa para o intervalo 2,0 – 2,25% a.a. no final deste ano. No entanto, não se descarta a necessidade de uma elevação adicional caso o crescimento (que foi revisto para cima na reunião de dezembro, para 2,5% em 2018, ante previsão mediana de 2,1% na reunião de setembro) pressione a inflação mais que o esperado (expectativa de variação de 1,9% para o deflator das despesas de consumo, PCE, ante 1,7% em 2017). O comportamento do rendimento dos títulos de 10 anos do Tesouro americano (T10) reflete essa visão de que os aumentos da taxa de juros pelo *Fed* tendem a ser moderados: a despeito da elevação a partir de meados de setembro de 2017, quando a taxa encontrava-se próxima a 2% a.a., até se aproximar de 3% a.a. em fevereiro deste ano, houve uma pequena redução no período mais recente, para a faixa 2,8 – 2,9% a.a. (Gráfico 23). Em sua última reunião, realizada no final de janeiro, o FOMC manteve a taxa de juros constante no patamar definido na reunião anterior, sem mudança de sinalização para a trajetória futura da *Fed Funds*.

A elevação no final do ano passado da taxa de juros do T10 foi causada, também, pelo anúncio e posterior aprovação da redução de impostos proposta pelo governo Trump. Na ausência de medidas de redução de gastos – na verdade, no processo de negociação no Congresso americano para evitar a paralização do governo (shutdown), aprovou-se, já em 2018, um pequeno aumento dos limites de gastos – o corte de impostos, mesmo levando em conta o impacto positivo que deve ocorrer sobre a demanda agregada, vai provocar um aumento do *deficit* fiscal. Em 2017, esse *deficit* foi de cerca de US$ 700 bilhões, e, mesmo sem considerar os cortes de impostos, o *Congressional Budget Office* (CBO) já estimava, em seu relatório de junho do ano passado, que o déficit aumentaria de 4,7% do PIB estimado em 2017 para 5,7% do PIB daqui a 10 anos. Novas projeções para o orçamento do governo federal americano incorporando a redução de impostos devem ser divulgadas no início de abril, mas em sua avaliação da legislação aprovada no Congresso, o CBO estima que o aumento acumulado do *deficit* deve ser da ordem de US$ 1,5 trilhão ao longo dos próximos 10 anos, o equivalente a 7,7% do PIB de 2017.

Na Área do Euro, a última reunião do BCE, realizada em 8 de março, manteve a taxa de juros para operações de refinanciamento constante em zero e a taxa para depósitos de instituições financeiras junto ao banco central em -0,4% a.a.. Ainda assim, no comunicado divulgado após a reunião foi retirada a menção à possibilidade de se ampliar os estímulos monetários, via programa de aquisição de ativos, caso isso se mostrasse necessário. Essa mudança sinaliza a percepção por parte da autoridade monetária europeia de que a atividade econômica estaria se firmando, o que abre caminho para a normalização das condições monetárias. Isso inclui a redução ou eventual interrupção do atual programa de aquisição de ativos, previsto para durar até setembro deste ano, e cujo ritmo de aquisições já foi reduzido, de € 60 bilhões para € 30 bilhões por mês, em outubro do ano passado, ou ainda a elevação das taxas de juros.

Com a inflação ainda muito abaixo da meta defendida pela BCE, é provável que a reversão das medidas de estímulo monetário seja gradual. Enquanto isso, observa-se uma retomada forte dos empréstimos do sistema financeiro ao setor privado não financeiro, particularmente às famílias, para as quais o saldo dos empréstimos crescia à taxa anual de 2,4%, maior variação desde junho de 2011. No caso dos empréstimos[1] às empresas, a recuperação tem sido mais lenta, embora tenha acelerado a partir de junho do ano passado, registrando crescimento de 1,5% em janeiro de 2018 ante igual mês do ano passado (Gráfico 24).

GRÁFICO 24
AE - Empréstimos do Sisitema Financeiro ao Setor Privado Não-Financeiro - variação anual
(Em %)

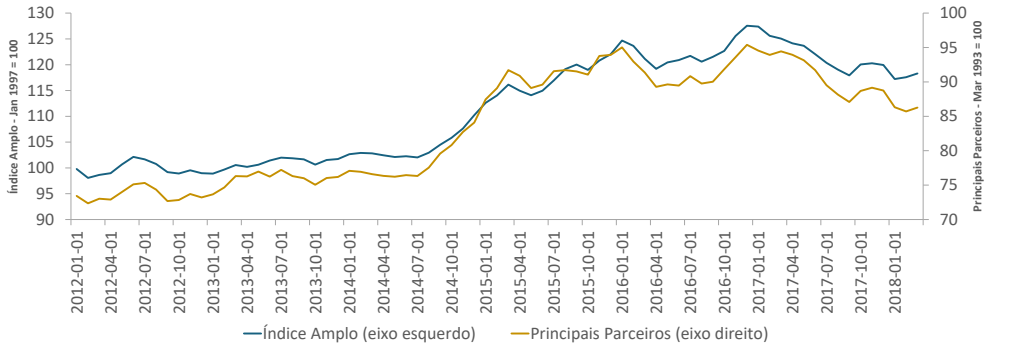


Fonte: FRED
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

1 Ajustado para vendas e securitização

Os desenvolvimentos recentes relativos às perspectivas de crescimento e inflação, bem como seus reflexos sobre a política monetária nos países desenvolvidos, têm impactado as taxas de câmbio, em particular a relação entre o dólar, o euro e o iene. Apesar da perspectiva de elevação da taxa de juros nos EUA, o dólar apresentou valorização relativamente modesta, sem conseguir reverter a perda de valor ocorrida ao longo de 2017, até setembro, e que implicou em desvalorização de cerca de 9% no índice restrito aos principais parceiros comerciais dos EUA, e de aproximadamente 7,5% no caso do índice amplo (Gráfico 25). Em relação ao euro, o dólar desvalorizou quase 16% até setembro do ano passado, e voltou a ficar pressionado de novembro do ano passado a fevereiro deste ano, quando aproximou-se da marca de US$ 1,25/€, depois de ter atingido a marca de US$ 1,04/€ no final de 2016. O gráfico mostra também uma leve recuperação do valor do dólar a partir de meados de fevereiro deste ano.

GRÁFICO 25
Taxa de Câmbio Efetiva do Dólar -- índice amplo e principais parceiros



Fonte: FRED
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac / Ipea.

China

A economia chinesa continua mantendo um ritmo relativamente forte de crescimento. No último trimestre de 2017, o PIB cresceu 6,8% em relação a igual período de 2016, e 1,6% em relação ao terceiro trimestre. No ano, o crescimento foi de 6,9%.

Esse desempenho segue firme em 2018, conforme os dados da atividade econômica no primeiro bimestre do ano.[2] A produção industrial no período cresceu 7,2% ante o primeiro bimestre de 2017, acelerando ligeiramente em relação ao final do ano (variação média anual de 6,2% na média de novembro e dezembro). Da mesma forma, o investimento fixo também acelerou em relação ao crescimento anual de dezembro, avançando 7,9%, ante 7,2% no bimestre final de 2017, enquanto as vendas no varejo mantiveram o ritmo acelerado de crescimento, registrando variações anuais de 9,7% no primeiro bimestre de 2018 e de 9,8% no último bimestre do ano passado.

2 Devido ao feriado móvel do Ano Novo lunar, que ocorre ou em janeiro ou em fevereiro, o NBS divulga as estatísticas mensais relativas à atividade econômica apenas de forma agregada para o primeiro bimestre.

O órgão oficial de estatísticas da China, o *National Bureau of Statistics* (NBS), destaca no setor industrial o desempenho dos segmentos de alta tecnologia (com variação anual de 11,9% no primeiro bimestre) e de produção de máquinas e equipamentos (8,4%). Nos investimentos em ativos fixos, destacam-se aqueles em infraestrutura, com variação de 16,1%, e os imobiliários (9,9%), entre os quais os residenciais cresceram 12,3%. Refletindo a expansão sincronizada em curso no mundo, o comércio exterior chinês registrou forte crescimento no primeiro bimestre de 2018. O valor das exportações aumentou 18% e o das importações cresceu 15,2%, ante igual período de 2017.

A inflação de preços ao consumidor acelerou em fevereiro para 1,2% na taxa mensal e 2,9% na taxa anual. Em fevereiro do ano passado, essas taxas foram 0,8% e -0,2%, respectivamente, e em janeiro deste ano, 1,5% e 0,6%, respectivamente. Embora a maior pressão tenha vindo do preço dos alimentos, que avançou 4,4% em termos anuais devido ao inverno rigoroso deste ano e à base extremamente baixa de fevereiro do ano passado (quando a taxa anual foi de -2,4%), os demais componentes do índice também registraram variação elevada (2,5%) quando comparados à trajetória dos últimos anos – destacando-se o aumento de 6% no componente Saúde. O núcleo da inflação acelerou de 1,9% em janeiro para 2,5% em fevereiro. Parte da aceleração da taxa anual se deve também ao fato de o Ano Novo chinês – período em que há um forte aumento do consumo – ter caído em fevereiro neste ano e em janeiro no ano passado.

Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac)

José Ronaldo de Castro Souza Júnior – Diretor
Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti – Diretor Adjunto

Grupo de Conjuntura

Equipe Técnica:

Christian Vonbun
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos
Leonardo Mello de Carvalho
Marco Aurélio Alves de Mendonça
Marcelo Nonnenberg
Maria Andréia Parente Lameiras
Mônica Mora Y Araujo de Couto e Silva Pessoa
Paulo Mansur Levy
Vinicius dos Santos Cerqueira
Sandro Sacchet de Carvalho

Equipe de Assistentes:

Augusto Lopes dos Santos Borges
Felipe dos Santos Martins
Felipe Simplicio Ferreira
Leonardo Simão Lago Alvite
Luciana Pacheco Trindade Lacerda

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.
É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.