

SEÇÃO I

Economia mundial

1 Visão geral

O final de 2018 e os meses iniciais de 2019 caracterizaram-se por um aumento de incertezas e uma perda de dinamismo da economia mundial. As principais fontes de incerteza são: *i*) a desaceleração do comércio internacional, em parte associada a conflitos comerciais, em particular entre Estados Unidos e China; *ii*) questões políticas, com destaque para a até agora tumultuada perspectiva de saída (Brexit) do Reino Unido da União Europeia (UE); e *iii*) questões econômicas, associadas às perspectivas de crescimento nos Estados Unidos e ao risco de uma recessão na Europa, especialmente na Alemanha e na Itália. Na China, uma redução do ritmo de crescimento mais acentuada, que a já embutida nas projeções, permanece como um risco relevante para a economia global, não obstante as medidas fiscais e monetárias de estímulo que vêm sendo adotadas.

O panorama externo alterou-se em relação ao que prevalecia até o primeiro semestre de 2018, caracterizado por uma retomada sincronizada de crescimento envolvendo países avançados e emergentes. Esse desempenho decorria das políticas monetárias expansionistas adotadas sucessivamente desde a crise financeira internacional, impactando a liquidez, a atividade econômica e os preços dos ativos. O índice S&P 500 de preço das ações, uma referência nos mercados acionários americanos, cresceu a uma taxa superior a 20% ao ano entre o início de 2016 e o de 2018.

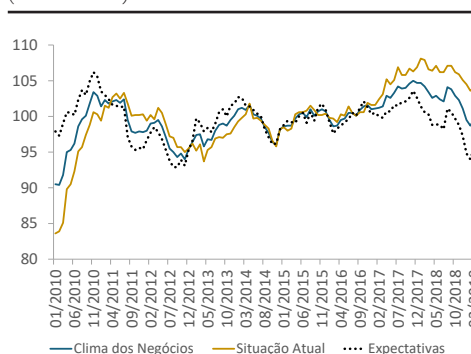
Ao longo de 2018, no entanto, os sinais de crescimento tornaram-se menos claros nos Estados Unidos, a despeito do forte impulso fiscal do início do ano, enquanto na Europa a desaceleração significou taxas trimestrais de crescimento no segundo semestre que são a metade da média registrada de 2017 até a primeira metade de 2018. O volume de comércio internacional, segundo o Centraal Planbureau (CPB), da Holanda, caiu 0,9% no último trimestre de 2018, a primeira variação negativa desde o primeiro trimestre de 2016. Dados mensais recentes mostram a economia alemã – ou, mais precisamente, as expectativas quanto a seu desempenho – em seu pior momento desde 2012 (gráfico 1).

Paulo Mansur Levy

Técnico de Planejamento e Pesquisa da
Diretoria de Estudos e Políticas
Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

paulo.levy@ipea.gov.br

GRÁFICO 1
Alemanha – Índice de Ambiente de Negócios
(100 = neutro)



Fonte: CESifo.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Diretoria de Estudos e Políticas
Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

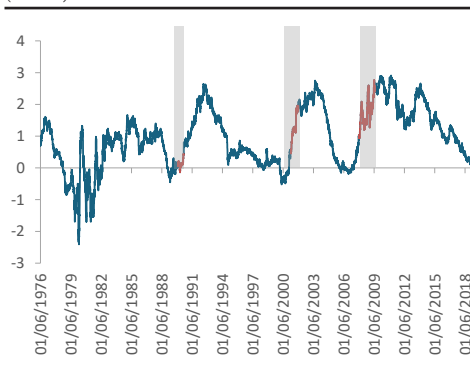
Esse quadro levou a uma reavaliação das políticas econômicas nos países avançados, principalmente sob a forma de uma redução da velocidade de normalização da política monetária e, no caso da área do euro (AE) e da China, de uma maior disposição para mobilizar a política fiscal.

Os mercados financeiros têm refletido esse aumento da incerteza. O VIX – indicador que capta a volatilidade esperada embutida no preço de opções – atingiu, em meados de janeiro, seu valor mais alto desde 2010. O mercado acionário nos Estados Unidos (com desempenho medido pelo índice S&P 500) caiu quase 20% ao longo do último trimestre de 2018. Essa forte queda foi, no entanto, sucedida por um crescimento de 13% no primeiro trimestre deste ano, à medida que o Federal Reserve Board (Fed), o banco central americano, mudou de postura e passou a sinalizar com uma trajetória menos agressiva de elevação dos juros.

Na reunião de março, o Comitê de Política Monetária (Federal Open Market Committee – FOMC) do Fed reviu fortemente para baixo a trajetória prevista para a taxa de juros *federal funds* e sinalizou com uma taxa de juros no longo prazo mais baixa que a projetada no decorrer de 2018. Pela trajetória mediana, a taxa *federal funds* permanecerá constante em 2019, no intervalo 2,25%-2,50% ao ano (a.a.), e terá apenas uma alta de 0,25 ponto percentual (p.p.) em 2020. Essa mudança corroborou, de certa forma, as expectativas do próprio mercado, que apontavam, via curva de juros, para a probabilidade de as elevações de juros anteriormente sinalizadas não acontecerem. O diferencial entre as taxas de mercado dos títulos com maturidade de dez anos e os de dois anos – que já vinha em tendência de queda desde 2014 – atingiu valores próximos aos observados pré-crise financeira, quando então pareciam anteciper a iminência de uma forte desaceleração da atividade econômica.

Os países emergentes tendem a se beneficiar da relativa melhora das condições financeiras internacionais e do aumento do apetite por risco – fatores propensos a prevalecer sobre um efeito potencialmente negativo derivado da desaceleração global. Os fluxos de capitais para países emergentes, que até o terceiro trimestre de 2018 foram negativos, reverteram no último trimestre do ano e ganharam impulso adicional nos meses iniciais de 2019. Os preços de *commodities* caíram 13,5% no último trimestre de 2018, refletindo o temor de uma desaceleração mais forte da economia mundial, além de fatores particulares a *commodities* específicas, como o petróleo. Em janeiro e fevereiro de 2019, contudo, houve recuperação nesses preços – novamente em razão da combinação de condições financeiras menos apertadas no mercado internacional com fatores específicos a determinados mercados (como o do petróleo, mas também o de minério de ferro, devido ao acidente em Brumadinho, Minas Gerais).

GRÁFICO 2
Spread de rentabilidade entre os títulos do Tesouro americano com maturidade de dez anos e os de dois anos
(Em %)



Fonte: FRED – Federal Reserve Bank of St. Louis Data.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

2 Projeções – FMI e OECD



O Fundo Monetário Internacional (FMI) divulgou em abril novas projeções para o crescimento da economia mundial. O crescimento em 2018 foi estimado em 3,6%. As revisões deste Panorama da Economia Mundial (World Economic Outlook – WEO) reduziram o crescimento previsto para 2019, de 3,7% no relatório de outubro do ano passado para 3,3% agora (a atualização de janeiro já havia reduzido a projeção de 2019 para 3,5%). A projeção para 2020 também foi revista para baixo, de 3,7% para 3,6% (estável em relação à projeção de janeiro). O crescimento dos países avançados deve ficar em 1,8% em 2019 e 1,7% em 2020. Essa desaceleração reflete, inicialmente, a esperada perda de dinamismo da economia americana, cujo crescimento se reduz de 2,9% em 2018 para os 2,3% previstos para 2019 e 1,9% em 2020. Na AE, também vem ocorrendo uma desaceleração relativamente forte, com o crescimento tendo caído de 2,4% em 2017 para 1,8% em 2018, enquanto a projeção do FMI para 2019 é de 1,3%, ante 1,9% na projeção de outubro e 1,5% em 2020. Destaca-se a revisão para baixo no crescimento esperado na Alemanha, em 2019, de 1,9% nas projeções de outubro para 0,8% agora, acelerando para 1,4% em 2020 (tabela 1).

TABELA 1
Crescimento do PIB observado e projeções do FMI (WEO – abril de 2019)
(Em %)

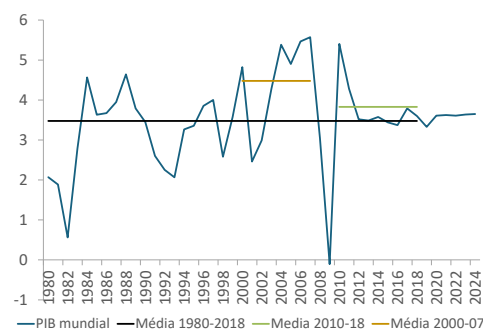
Crescimento real do PIB (%)										Projeções de Outubro/2018 (diferença)	
	Média 2000-2008	Média 2009-2011	Média 2012-2014	2015	2016	2017	2018	2019(p)	2020(p)	2019(p)	2020(p)
Mundo	4,1	2,8	3,4	3,4	3,2	3,8	3,6	3,3	3,6	-0,4	-0,1
Economias desenvolvidas	2,3	0,4	1,5	2,1	1,7	2,4	2,2	1,8	1,7	-0,3	0,0
Área do Euro	2,0	-0,3	-0,1	2,0	1,8	2,4	1,8	1,3	1,5	-0,6	-0,2
Alemanha	1,5	0,6	1,2	1,5	2,2	2,5	1,5	0,8	1,4	-1,1	-0,2
Reino Unido	2,7	-0,4	1,6	2,2	1,9	1,8	1,4	1,2	1,4	-0,3	-0,2
Estados Unidos	2,3	0,3	2,3	2,6	1,5	2,2	2,9	2,3	1,9	-0,2	0,1
Japão	1,2	-0,6	1,0	1,1	0,9	1,9	0,8	1,0	0,5	0,1	0,2
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	5,5	4,9	4,3	4,4	4,7	4,5	4,4	4,8	-0,3	-0,1
Ásia	8,5	8,2	6,8	6,8	6,4	6,5	6,4	6,3	6,3	0,0	-0,1
China	10,4	9,7	7,7	6,9	6,7	6,9	6,6	6,3	6,1	0,1	-0,1
Índia	7,0	7,5	6,3	8,0	7,1	6,7	7,1	7,3	7,5	-0,1	-0,2
América Latina e Caribe	3,7	3,0	2,4	0,1	-0,7	1,3	1	1,4	2,4	-0,8	-0,3
México	2,6	1,5	2,5	2,6	2,9	2,1	2,0	1,6	1,9	-0,9	-0,8
Brasil	3,7	3,3	1,3	-3,8	-3,5	1,1	1,1	2,1	2,5	-0,3	0,2
Europa - Emergentes	4,7	2,0	2,4	4,7	3,2	6,0	3,6	0,8	2,8	-1,2	0,0
Rússia	7,0	0,2	1,8	-2,8	-0,2	1,5	2,3	1,6	1,7	-0,2	-0,1
Oriente Médio e Norte da África	5,8	4,1	3,3	2,7	4,9	2,2	1,8	1,5	3,2	-1,2	0,2
África Subsaariana	5,8	4,5	4,9	3,4	1,4	2,9	3	3,5	3,7	-0,3	-0,2
África do Sul	4,2	1,7	2,1	1,3	0,3	1,3	0,8	1,2	1,5	-0,2	-0,2
Comércio Internacional - volume	6,7	2,8	3,3	2,6	2,2	5,3	3,8	3,4	3,9	-0,6	-0,2

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

Para os emergentes, o FMI projeta crescimento de 4,4% em 2019 – 0,3 p.p. a menos que no WEO de outubro – e 4,8% em 2020 (-0,1 p.p. na mesma comparação). Nessas projeções, a China desacelera para 6,3% este ano e para 6,1% em 2020, ante 6,6% em 2018. A Índia segue crescendo a taxas elevadas, 7,3% e 7,5%, respectivamente, após ter crescido 7,1% em 2018. Nas projeções para 2019, as maiores revisões ocorreram no agregado de países emergentes da Europa, com revisão para baixo, de 1,2 p.p. para 0,8% (3,6% em 2018), refletindo o menor crescimento esperado na Turquia; e na América Latina (revisão de -0,8 p.p.), onde o crescimento projetado para o México em 2019 e 2020 foi revisto para baixo em 0,9 p.p. e 0,8 p.p. – para 1,6% e 1,9%, respectivamente – e para o Brasil, onde elas caíram de 2,4% para 2,1% para 2019, mas onde o crescimento para 2020 foi revisto para cima, de 2,3% para 2,5%.

Apesar das revisões para baixo do crescimento, especialmente devido ao desempenho fraco da Europa, e das incertezas que cercam o comportamento da economia chinesa, o crescimento global, segundo o FMI, tende a permanecer, até 2024, em 3,6% a.a. – próximo à média histórica de 3,7% a.a. desde 1980, e não muito diferente do passado recente (2010-2018), quando alcançou, em média, 3,8% a.a. (gráfico 3).

GRÁFICO 3
PIB mundial – taxas de crescimento
 (2019-23: projeções FMI)



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

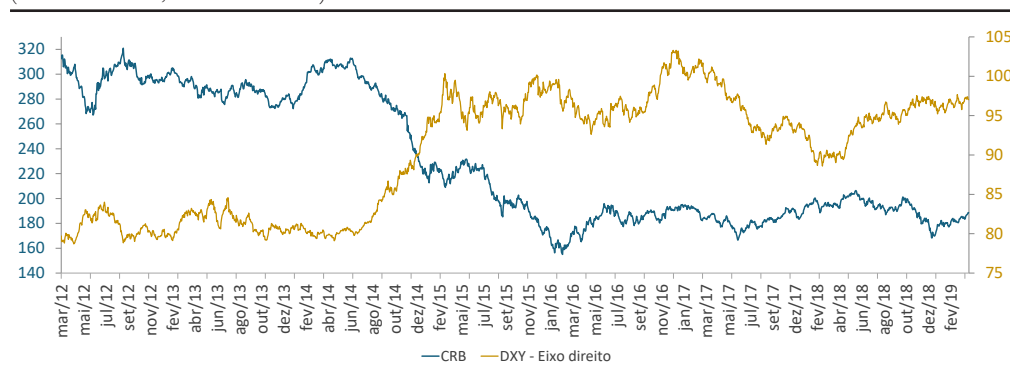
No panorama econômico de março, a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OECD) também reviu para baixo suas projeções de crescimento para o biênio 2019-2020, para 3,3% e 3,4%, respectivamente – reduções de 0,2 p.p. e 0,1 p.p. em relação às projeções do panorama de novembro. A análise enfatiza a desaceleração do comércio na Europa, tanto intra quanto extrarregião, como um dos fatores por trás da redução do crescimento: as taxas anuais de crescimento do comércio exterior, que estavam respectivamente em 4,5% (intrarregião) e 6% (extrarregião) no início de 2017, teriam caído para próximo de zero no final de 2018. O FMI projeta que a taxa de crescimento do comércio internacional em volume se reduzirá dos 3,8% estimados para 2018 para 3,4% em 2019, recuperando-se para 3,9% em 2020, numa clara desaceleração em relação a 2017, quando o crescimento foi de 5,3%.

3 Commodities

A desaceleração do ritmo de atividade global e o aumento da incerteza em relação às perspectivas à frente impactaram os preços de *commodities*. O índice Commodity Research Bureau (CRB) caiu cerca de 15% entre o início e o final do quarto trimestre de 2018, recuperando-se parcialmente com um crescimento de cerca de 8% ao final do primeiro trimestre deste ano. Um dos determinantes importantes do preço

das *commodities* é a taxa de câmbio do dólar diante de uma cesta de moedas. Como mostra o gráfico 4, a forte valorização do dólar a partir de meados do segundo trimestre do ano passado foi acompanhada por uma forte redução no índice CRB de preço das *commodities*. No primeiro trimestre de 2019, a mudança de postura do Fed levou a uma estabilização do dólar e os preços de *commodities* se recuperaram.

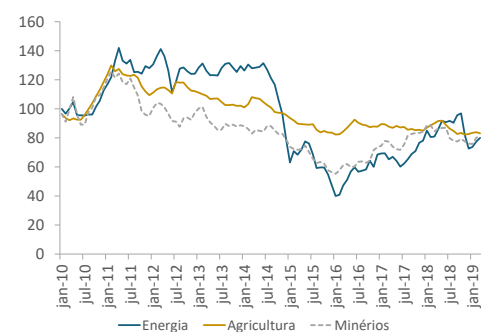
GRÁFICO 4
Índice de Preços de Commodities (CRB) e Índice da Taxa de Câmbio do Dólar frente a uma cesta de moedas (DXY)
 (CRB: 1967 = 100; DXY: 1973 = 100)



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

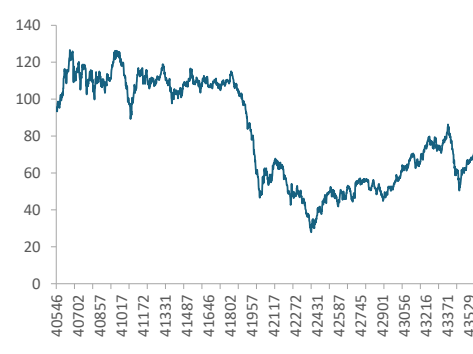
Dados do Banco Mundial (gráfico 5) mostram que as *commodities* ligadas à energia apresentaram forte queda no último trimestre do ano passado, enquanto as ligadas à agricultura e ao grupo metais e minerais tiveram queda mais suave, talvez porque essa queda já estivesse em curso. Metais e minerais e *commodities* do grupo energia apresentaram crescimento no primeiro trimestre (6,6% e 10,1%, respectivamente), enquanto as *commodities* agrícolas não apresentaram variação significativa.

GRÁFICO 5
Índices de Preços de Commodities segundo grupos
 (Índice: 2010=100)



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

GRÁFICO 6
Preço do petróleo – tipo Brent
 (Em US\$ / barril)



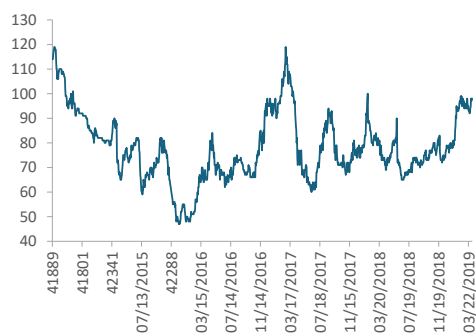
Fonte: Bloomberg.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

O preço do petróleo oscilou fortemente nos últimos trimestres: subiu mais de 90% entre junho de 2017 e outubro de 2018, despencando no último trimestre do ano passado, de US\$ 86,30/barril para US\$ 50,50/barril na véspera do Natal, diante de expectativas de continuidade da alta dos juros nos Estados Unidos e desaceleração

da atividade econômica. Antes disso, prevaleciam: *i)* a visão de um mercado apertado pelo lado da oferta, refletindo os efeitos do controle da produção pelos países da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP); *ii)* as sanções impostas ao Irã pelos Estados Unidos; *iii)* a queda da produção na Venezuela; *iv)* e a reação menos intensa que o esperado dos produtores americanos que exploram o shale oil à conjuntura de preços elevados. A mudança de postura do Fed no início deste ano e a percepção de que as políticas de estímulo na China devem evitar uma desaceleração mais forte da atividade econômica contribuíram para que os preços voltassem a subir nos primeiros meses de 2019, tendo aumentado 30% desde o início do ano (gráfico 6).

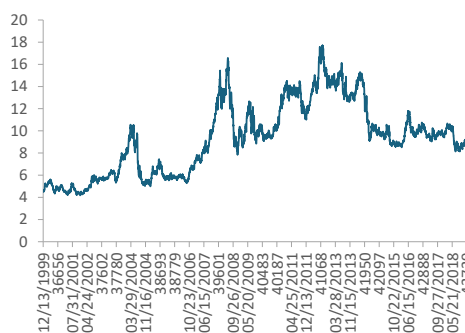
Commodities importantes na pauta brasileira de exportações, o minério de ferro e a soja divergiram das tendências mais amplas do mercado. O preço do minério de ferro caiu fortemente na primeira metade do ano, mas recuperou-se na segunda metade – este preço tem apresentado tendência de queda nos meses iniciais de 2019, oscilando em patamar ainda relativamente elevado, possivelmente refletindo o impacto da redução da produção brasileira em função da interrupção após a tragédia de Brumadinho. Os preços da soja tiveram queda superior a 20% entre o final de maio e meados de julho do ano passado, recuperando-se ligeiramente a partir de setembro. Os meses iniciais de 2019 registram estabilidade em torno de US\$ 9,0/*bushel* (US\$ 330/t) (gráficos 7 e 8).

GRÁFICO 7
Preço do minério de ferro
(Em CNY / Tonelada)



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

GRÁFICO 8
Preço da Soja
(Em US\$ / bushel)



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

4 Atividade econômica

4.1 PIB

O PIB americano aumentou 2,9% em 2018, na comparação da média anual com 2017, e 3,1% na comparação dos respectivos quartos trimestres – as mais altas taxas desde 2007. A comparação com 2017 mostra forte influência dos investimentos fixos, que aumentaram 5,2% e contribuíram com 31% do crescimento (para uma participação média do setor no PIB de 17,4%), e em menor escala

do consumo, que cresceu 2,6%. Destaca-se o investimento não residencial, com crescimento de 6,9% no ano, enquanto o investimento residencial teve queda de 0,3%. Entre os fatores que podem ter estimulado o investimento não residencial em 2018, estão a redução de impostos corporativos e o aumento da atividade de exploração de petróleo, particularmente na primeira metade do ano.

O crescimento em 2018 foi declinante na margem a partir do segundo trimestre, quando a taxa trimestral anualizada atingiu 4,2%, a mais elevada desde o terceiro trimestre de 2014. Naquele trimestre, houve forte impulso do consumo e do investimento não residencial, que cresceram 3,8% e 8,7%, respectivamente. Não surpreende, portanto, que a visão do Fed tenha se tornado mais agressiva (*hawkish*) nesse momento. O crescimento, porém, perdeu ritmo na segunda metade do ano, e o do último trimestre foi de 2,2% a.a. O investimento residencial teve duas fortes quedas consecutivas: -3,6% no terceiro trimestre e -4,7% no quarto, possivelmente já como reflexo do aumento das taxas de juros mais longas (tabelas 2 e 3).

TABELA 2

Estados Unidos – PIB segundo componentes da demanda – Variação trimestral, com ajuste sazonal e anualizada

(Em %)

	1º tri. 2017	2º tri. 2017	3º tri. 2017	4º tri. 2017	1º tri. 2018	2º tri. 2018	3º tri. 2018	4º tri. 2018
PIB	1,8	3,0	2,8	2,3	2,2	4,2	3,4	2,2
Consumo das Famílias	1,8	2,9	2,2	3,9	0,5	3,8	3,5	2,5
Investimento Privado Bruto	4,9	5,7	8,8	0,8	9,6	-0,5	15,2	3,7
Investimento Fixo	9,9	4,3	2,6	6,2	8,0	6,4	1,1	3,1
Investimento Não-Residencial	9,6	7,3	3,4	4,8	11,5	8,7	2,5	5,4
Investimento Residencial	11,1	-5,5	-0,5	11,1	-3,4	-1,3	-3,6	-4,7
Variação de Estoques	....	....	....	....	....	....	....	....
Exportação Líquida de Bens e Serviços	....	....	....	....	....	....	....	....
Exportações	5,0	3,6	3,5	6,6	3,6	9,3	-4,9	1,8
Importações	4,8	2,5	2,8	11,8	3,0	-0,6	9,3	2,0
Gastos do Governo em Consumo e Investimento	-0,8	0,0	-1,0	2,4	1,5	2,5	2,6	-0,4

Fonte: Bureau of Economic Analysis.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

TABELA 3

Estados Unidos – PIB segundo componentes da demanda – Contribuições para a variação trimestral, com ajuste sazonal e anualizada

(Em % e pontos percentuais)

	1º tri. 2017	2º tri. 2017	3º tri. 2017	4º tri. 2017	1º tri. 2018	2º tri. 2018	3º tri. 2018	4º tri. 2018
PIB	1,8	3,0	2,8	2,3	2,2	4,2	3,4	2,2
Consumo das Famílias	1,2	2,0	1,5	2,6	0,4	2,6	2,4	1,7
Investimento Privado Bruto	0,8	1,0	1,5	0,1	1,6	-0,1	2,5	0,7
Investimento Fixo	1,6	0,7	0,4	1,0	1,3	1,1	0,2	0,5
Investimento Não-Residencial	1,2	0,9	0,5	0,6	1,5	1,2	0,4	0,7
Investimento Residencial	0,4	-0,2	0,0	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
Variação de Estoques	-0,8	0,2	1,0	-0,9	0,3	-1,2	2,3	0,1
Exportações Líquidas de Bens e Serviços	-0,1	0,1	0,0	-0,9	0,0	1,2	-2,0	-0,1
Exportações	0,6	0,4	0,4	0,8	0,4	1,1	-0,6	0,2
Importações	-0,7	-0,4	-0,4	-1,7	-0,5	0,1	-1,4	-0,3
Gastos do Governo - consumo e investimento	-0,1	0,0	-0,2	0,4	0,3	0,4	0,4	-0,1

Fonte: Bureau of Economic Analysis.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Na AE, o crescimento do PIB desacelerou de uma variação interanual de 2,8% no terceiro trimestre de 2017 para 1,1% no último trimestre de 2018. Em termos de taxas trimestrais, a desaceleração foi de uma média de 0,7% ao trimestre em 2017 para 0,2% no quarto trimestre de 2018. O principal determinante dessa desaceleração foi o consumo, cuja taxa de crescimento interanual caiu de 2% a.a. em meados de 2017 para 1% a.a. no final de 2018. O investimento fixo, em contrapartida, registrou ligeira aceleração, passando de uma média de 2,9% em 2017 para 3,1% em 2018. Observa-se também uma forte desaceleração do crescimento das exportações na segunda metade de 2018, quando o crescimento médio foi de 2,2%, ante 5,5% em 2017 (tabela 4).

TABELA 4

Área do Euro - PIB segundo componentes da demanda - Variação trimestral ante igual período do ano anterior, sem ajuste sazonal (AsA) e Variação ante o trimestre anterior, com ajuste sazonal (TsT)

(Em %)

	2017	18Q1		18Q2		18Q3		18Q4		2018
	AsA	AsA	TsT	AsA	TsT	AsA	TsT	AsA	TsT	AsA
PIB	2,4	2,4	0,4	2,1	0,4	1,6	0,1	1,1	0,2	1,8
Consumo das Famílias	1,6	1,7	0,5	1,4	0,2	1,0	0,1	1,0	0,2	1,3
FBKF	2,6	3,3	0,0	2,8	1,5	3,5	0,6	2,8	0,6	3,0
Gastos do Governo	1,1	1,1	0,0	1,1	0,4	0,7	0,1	1,2	0,7	1,0
Exportações	5,2	3,9	-0,7	4,0	1,1	2,9	0,2	1,5	0,9	3,0
Importações	3,9	2,8	-0,5	2,7	1,3	3,7	1,1	2,4	0,5	2,9

Fonte: Eurostat

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

O PIB japonês cresceu 0,8% em 2018, mas com comportamento distinto entre o primeiro e segundo semestres: em termos dessazonalizados, ele caiu no primeiro e segundo trimestres, recuperando-se na segunda metade do ano. O investimento privado não residencial foi o principal responsável pelo crescimento do PIB, com variação de 4% no ano. O consumo cresceu 0,4%, o investimento privado residencial caiu 5,7% e as exportações aumentaram 3,2%, porém com forte queda nessa taxa no segundo semestre (tabela 5).

TABELA 5

Japão - PIB segundo componentes da demanda - Variação trimestral ante igual período do ano anterior, sem ajuste sazonal (AsA) e Variação ante o trimestre anterior, com ajuste sazonal (TsT)

(Em %)

	2017	18Q1		18Q2		18Q3		18Q4		2018
	AsA	AsA	TsT	AsA	TsT	AsA	TsT	AsA	TsT	AsA
PIB	1,9	1,4	-0,1	0,5	1,4	-0,6	0,2	0,5	0,3	0,4
Consumo Pessoal	1,1	-0,2	0,4	0,6	0,0	-0,2	0,7	0,4	0,6	0,1
Investimento Fixo	3,0	0,3	2,1	1,3	1,9	-2,1	-0,6	1,6	1,0	0,2
Investimento Não-Residencial	3,9	1,0	4,4	2,5	6,1	-2,6	1,6	2,7	3,6	0,9
Investimento Residencial	2,1	-2,0	-5,3	-2,0	-8,8	0,6	-6,5	1,1	-2,3	-0,6
Exportações	6,8	0,4	5,1	0,4	5,6	-1,4	1,5	1,0	0,3	0,1
Importações	3,4	0,0	3,7	1,3	3,0	-0,7	2,9	2,7	3,4	0,8
Gastos do Governo em Consumo	0,3	0,2	0,5	0,1	0,7	0,2	0,6	0,7	1,3	0,3

Fonte: Economic and Social Research Institute, Cabinet Office, Government of Japan

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

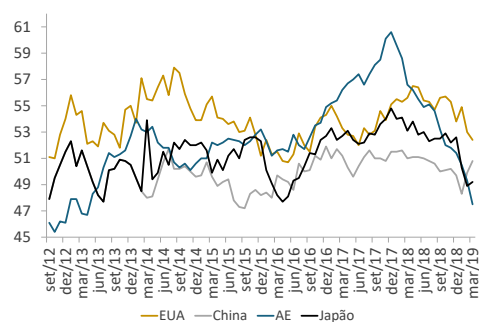
4.2 Indicadores mensais

Os sinais de curto prazo indicam que a desaceleração da atividade econômica, apesar de intensa, pode estar se revertendo. Os Purchasing Managers' Indexes (PMIs) – índice de gerentes de compras, calculado a partir de sondagens junto às empresas – mostram, no caso da indústria de transformação, forte queda na maio-

ria dos países/regiões desde o início de 2018, particularmente na AE e no Japão, e em menor escala na China (gráfico 9). Na AE, o índice de março (47,5 pontos) registrou a oitava queda consecutiva, e as perspectivas, dadas pelo indicador antecedente encomendas às fábricas, não são animadoras, tendo caído em fevereiro pelo segundo mês consecutivo – principalmente pela retração da demanda externa de fora da AE. Na China, em contrapartida, após quedas quase contínuas ao longo de 2018 até janeiro deste ano, o índice da indústria cresceu pelo segundo mês em março e voltou ao terreno expansionista. Os Estados Unidos destacam-se pelo nível elevado do indicador em comparação aos demais, mostrando ainda algum dinamismo, mas também com um declínio grande ao longo de 2018 e neste início de 2019: em abril do ano passado, o PMI da indústria marcava 56,5 pontos, tendo caído em março para 52,4 pontos.

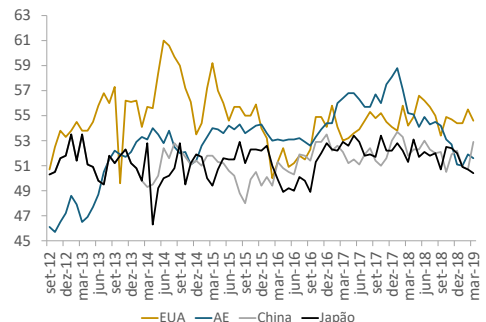
Os PMIs compostos (gráfico 10) incorporam ao índice industrial a percepção dos empresários do setor serviços. Ao incluir os serviços, a percepção dos empresários em relação ao ritmo dos negócios ainda mostra crescimento, já que todos os indicadores em março encontram-se acima dos 50 pontos. Em termos de trajetória, eles apresentam quedas bem menos acentuadas que no caso da indústria: na comparação com o início de 2018, os índices médios do primeiro trimestre revelam estabilidade no caso dos Estados Unidos, quedas moderadas no caso de China e Japão e redução mais forte na AE. A maior resiliência dos serviços pode ser vista como uma evidência indireta do peso que a desaceleração do comércio internacional teve sobre o comportamento da indústria, bem como uma razão para as taxas de desemprego se manterem em patamar historicamente baixo, a despeito dessa desaceleração do ritmo da atividade econômica.

GRÁFICO 9
Índices de Gerentes de Compras (PMIs) – Indústria
(50 = neutro)



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

GRÁFICO 10
Índices de Gerentes de Compras (PMIs) – Composto
(50 = neutro)



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

Os indicadores de produção industrial propriamente ditos confirmam a trajetória mais geral de desaceleração desenhada pelos PMIs, mas divergem no caso da Alemanha. Nos Estados Unidos, houve crescimento de 4% em 2018, com destaque para a indústria extrativa, ligada ao petróleo, que cresceu 12,7% no ano. O gráfico 11 mostra desde outubro de 2018 uma leve tendência de queda, mas,

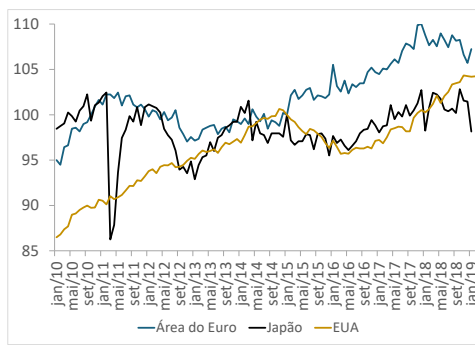
devido ao crescimento do segundo e terceiro trimestres, a variação interanual no primeiro bimestre de 2019 ainda é relativamente robusta: 3,8%. Na AE, a produção industrial cresceu 1,1% em 2018, contrastando com expansão de 2,9% em 2017. Em janeiro, a produção industrial da AE cresceu 1,5%, em termos dessazonalizados, ante dezembro, mas ainda apresentava queda de 1,6% na comparação com janeiro de 2018. Dados de fevereiro na Alemanha registram expansão de 0,7% da produção industrial, após estabilidade em janeiro. No entanto, a queda ao longo de 2018 foi tão acentuada que a comparação interanual mostra redução de 0,4%. O resultado de fevereiro refletiu a reação do setor de construção; para a indústria de transformação, as variações em fevereiro foram de -0,2% na dessazonalizada e -1,7% na interanual. No Japão, a produção industrial cresceu 1% em 2018, mas a trajetória foi volátil ao longo do ano; em janeiro, a produção industrial caiu 3,4% ante dezembro, mas cresceu 0,1% ante janeiro de 2018.

Os indicadores de vendas no varejo também têm se mostrado voláteis, refletindo choques localizados em torno de uma tendência de redução do crescimento na comparação anual. Nos Estados Unidos, a taxa interanual em 2018 oscilou em torno de 5% a.a. até novembro, mas caiu para 2% a.a. na média dos três meses até fevereiro de 2019. Entre os fatores apontados para uma desaceleração tão grande, estão a forte queda do mercado acionário em dezembro, o frio excessivo de janeiro e o atraso na devolução do Imposto de Renda (IR), devido à interrupção das atividades do governo ao longo da maior parte de janeiro. Na AE, também ocorreu uma desaceleração das vendas no varejo, mas de forma menos intensa que nos Estados Unidos: o crescimento interanual da média móvel de três meses em janeiro era de 1,4%, 1 p.p. a menos que no início de 2018.

O setor da construção civil nos Estados Unidos tem sido parte importante da desaceleração pela qual passou a economia norte-americana ao longo de 2018, como visto na análise do PIB do ano passado. Refletindo a elevação dos juros de mais longo prazo, as vendas de residências existentes caíram 5,1% no primeiro bimestre de 2019, diante de igual período de 2018, e o início de novas construções residenciais foi 7,2% menor. O índice de preços de imóveis (índice S&P-Case/Shiller para vinte cidades), que no primeiro semestre de 2018 crescia à taxa anual de 6,5%, em janeiro havia desacelerado para 3,5%. Apenas os gastos em construção mostraram algum dinamismo, tendo crescido 1,8% no primeiro bimestre ante igual período de 2018, refletindo os gastos em construção não residencial, que aumentaram 4,9%, enquanto aqueles em construção residencial caíram 2,3%.

GRÁFICO 11

Produção Industrial – índice dessazonalizado
(Estados Unidos, Área do Euro e Japão)
(Índice: jan/2015=100)



Fonte: FRED – Federal Reserve Bank of St. Louis Data e Eurostat
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.



Os indicadores do mercado de trabalho seguem mostrando uma situação favorável. Nos Estados Unidos, foram gerados em média 180 mil postos de trabalho no primeiro trimestre, cerca de 50 mil a menos que no último trimestre de 2018. A taxa de desemprego em março foi de 3,8%, e o crescimento dos salários segue robusto, em 3,2% em março, ante igual período de 2018. Na AE, a taxa de desemprego foi 7,8% em janeiro, ainda cerca de 0,5 p.p. acima do mínimo observado no início de 2008, mas em queda quase monotônica desde o início de 2013, quando atingiu 12,1%.

4.3 China

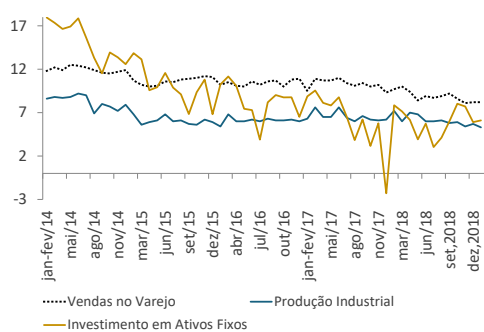
O PIB chinês cresceu 6,6% em 2018, ante 6,9% em 2017. A trajetória ao longo do ano foi declinante, de modo que a taxa de crescimento do último trimestre foi de 6,4% na comparação com igual período de 2017. Os primeiros meses de 2019 apontam para uma recuperação ainda incipiente, refletindo medidas de política adotadas no segundo semestre em resposta ao aprofundamento do conflito comercial com os Estados Unidos.

A produção industrial cresceu 6,2% em 2018, ante 6,6% em 2017. No primeiro bimestre de 2019, o crescimento foi de 5,3% – a menor taxa interanual desde 1995. As vendas no varejo cresceram 8,2% na mesma comparação, variação muito menor que no início de 2018, quando o crescimento foi de 9,7%. Por fim, os investimentos em ativos fixos cresceram 6,1%, ritmo próximo à média de 2018. O gráfico 12 mostra o comportamento das taxas de crescimento dessas três variáveis desde 2014, a fim de ilustrar a relativa redução do ritmo de crescimento da economia chinesa. O impacto da guerra comercial com os Estados Unidos transparece quando se considera o comportamento de exportações e importações, cujas taxas de crescimento despencaram no segundo semestre do ano passado em comparação ao primeiro: de 14,3% para 8,4% nas exportações e de 20% para 13% nas importações (gráfico 13).

GRÁFICO 12

China: indicadores de atividade econômica – produção industrial, vendas no varejo e investimentos em ativos fixos

(Variação anual, em %)

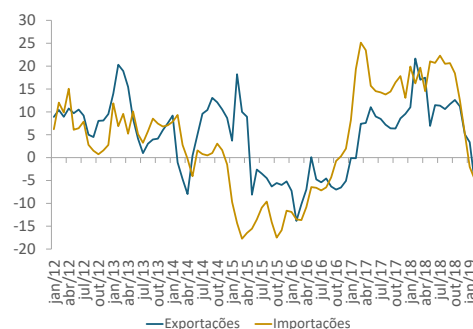


Fonte: National Bureau of Statistics
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 13

China - Exportações e Importações – variação interanual da média móvel de 3 meses

(Em %)



Fonte: National Bureau of Statistics.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

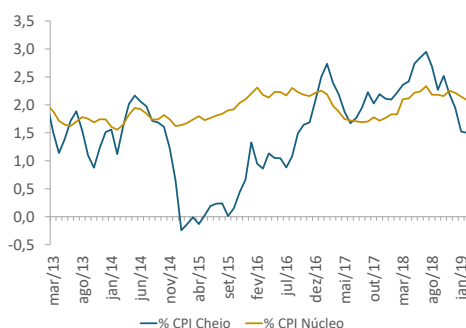
5 Políticas monetária e fiscal como resposta à desaceleração



A desaceleração da atividade econômica ao longo de 2018 levou a uma reviravolta na postura das autoridades monetárias nos países avançados. As baixas taxas de juros prevalecentes por um longo período e a percepção de que a atividade econômica ganhava ritmo haviam levado os bancos centrais a dar início, a partir de 2015, e com mais força em 2017 e 2018, à normalização da política monetária. Outro fator que pode também ter influenciado a decisão de normalizar a política monetária nesse período foi o risco representado pela manutenção da liquidez abundante na formação de bolhas nos mercados de ativos.

Havia, pelo menos nos Estados Unidos, sinais de aceleração da inflação, mais fortes no índice “cheio” e menos na variação dos núcleos – porque a aceleração do índice cheio refletiu, em parte, aumentos de preços do petróleo. Do início de 2014 ao início de 2017 (gráfico 14), a inflação do índice de preços ao consumidor (Consumer Price Index – CPI) passou, em termos anuais, de -0,24% para 2,73%. Nova aceleração se seguiu entre meados de 2017 e de 2018, seguida por recente desaceleração. A inflação do núcleo do CPI obviamente apresenta menor volatilidade e manteve-se ao longo de 2018 e dos meses iniciais de 2019 acima de 2% – referência informal para a inflação perseguida pelo Fed –, mas com tendência de queda na margem.

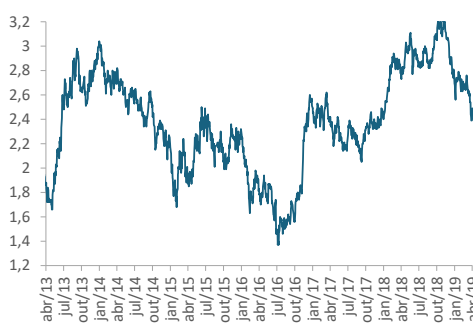
GRÁFICO 14
EUA – Inflação – Índice de Preços ao Consumidor (CPI) – Índice “Cheio” e Núcleo
(Variação anual, em %)



Fonte: FRED – Federal Reserve Bank of St. Louis Data
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

O debate em torno da postura adequada da autoridade monetária passa pela percepção de qual seria a taxa de juros neutra, que, por sua vez, encaixa-se no debate mais amplo sobre a tendência de longo prazo do crescimento da economia dos países avançados e da economia mundial. A elevação de juros longos ocorrida a partir de 2015, e com mais intensidade depois de 2017, parece ter impactado a atividade econômica além do que antecipava a autoridade monetária. Esse parece ter sido o caso, em particular, do setor de construção residencial, como mostrado anteriormente, o que sugere uma taxa neutra mais baixa. O fato é que os juros longos – os quais, de meados de 2017 e ao longo de 2018, subiram com força – nesses meses iniciais de 2019 declinaram de forma também acentuada (gráfico 15).

GRÁFICO 15
Taxa de Juros (Rendimento) dos Títulos do Tesouro Americano com Maturidade de 10 Anos
(Em % a.a.)

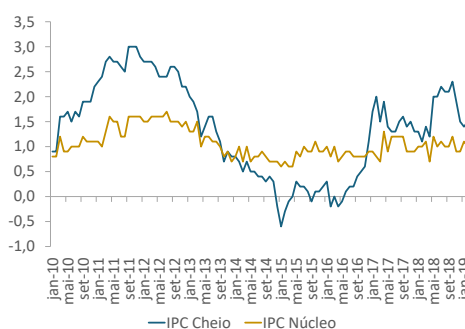


Fonte: FRED – Federal Reserve Bank of St. Louis Data
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

A debilidade da inflação, reflexo da falta de dinamismo da atividade econômica, foi talvez o principal fator determinante da reversão da política monetária na AE. Em contraste com o que ocorreu nos Estados Unidos, na AE o núcleo da inflação ao consumidor, mesmo tendo registrado uma pequena alta em 2017, manteve-se em torno de 1% a.a. (gráfico 16). Obviamente, incertezas quanto aos rumos e ao impacto do Brexit e às perspectivas na Itália representam um freio importante à atividade econômica. Como destacado antes, a Alemanha também vem enfrentando os efeitos negativos tanto de choques idiossincráticos (a exemplo da mudança regulatória para a adequação dos motores de veículos de transporte a novos padrões de emissão) quanto dos choques globais, representados pela desaceleração do comércio internacional. O Banco Central Europeu, em sua reunião de março, decidiu pela sinalização de que não haverá alta dos juros este ano, além de ter reintroduzido um esquema de refinanciamento de empréstimos bancários de longo prazo para estimular o crédito. Além disso, pode-se contar com um aumento do *deficit* fiscal agregado.

Na China, diante dos sinais de desaquecimento da economia, o aperto ao crédito que vinha sendo perseguido desde meados de 2017, visando à redução da alavancagem das empresas (considerada excessiva), foi revertido na segunda metade 2018, com a flexibilização dos limites para a tomada de crédito por governos locais e empresas a eles associadas. O fluxo de novos empréstimos voltou a crescer no início de 2019, registrando aumento de 40% no primeiro trimestre, na comparação com igual período de 2018, após um ano inteiro de taxas negativas nessa comparação. Medidas de ampliação de liquidez – como a redução dos depósitos compulsórios dos bancos no Banco Popular da China (People’s Bank of China, o banco central chinês), a diminuição de taxas de juros e a criação de linhas de crédito para financiar pequenas e médias empresas, de modo a estimular o setor privado – foram também mobilizadas para fazer frente à queda do crescimento. Destaca-se, ainda, o uso da política fiscal via forte redução dos impostos corporativos, em montante estimado em 2% do PIB. É possível, portanto, que a economia chinesa mantenha um ritmo de crescimento ainda relativamente forte, enquanto avançam as mudanças estruturais, inclusive tecnológicas, que visam torná-la menos dependente dos grandes projetos de infraestrutura e do investimento habitacional.

GRÁFICO 16
 Área do Euro - Inflação – Índice de Preços ao Consumidor (CPI) – Índice “Cheio” e Núcleo
 (Variação anual, em %)



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



Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac)

José Ronaldo de Castro Souza Júnior – Diretor
Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos – Diretor Adjunto



Grupo de Conjuntura

Equipe Técnica:

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos
Leonardo Mello de Carvalho
Marcelo Nonnenberg
Maria Andréia Parente Lameiras
Mônica Mora Y Araujo de Couto e Silva Pessoa
Paulo Mansur Levy
Sandro Sacchet de Carvalho

Equipe de Assistentes:

Adriana Cabrera Baca
Ana Cecília Kreter
Augusto Lopes dos Santos Borges
Felipe dos Santos Martins
Felipe Simplicio Ferreira
Janine Pessanha de Carvalho
Leonardo Simão Lago Alvite
Matheus Rabelo de Souza
Pedro Mendes Garcia

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.