

## SEÇÃO X

# Economia Mundial

## Sumário

**Paulo Mansur Levy**

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

[paulo.levy@ipea.gov.br](mailto:paulo.levy@ipea.gov.br)

No curto prazo, as perspectivas para a economia mundial continuam sendo positivas, apesar do aumento recente das incertezas devido ao protecionismo comercial nos Estados Unidos. As projeções do Fundo Monetário Internacional (FMI), revistas em julho, indicam que a economia mundial deve crescer 3,9% ao ano (a.a.) em 2018 e 2019, o que representa uma aceleração em relação aos últimos anos. Nas economias avançadas, o crescimento projetado é de 2,4% e 2,2%, respectivamente, enquanto para os países emergentes as taxas projetadas são de 4,9% em 2018 e 5,1% em 2019.

A guerra comercial entre Estados Unidos e China alcançou um novo patamar em setembro, quando o presidente Donald Trump anunciou a imposição de tarifas sobre US\$ 200 bilhões de produtos importados da China. Com essa nova escalada, já é possível esperar efeitos negativos bastante significativos sobre o comércio mundial. Em primeiro lugar, porque boa parte dos produtos exportados pela China para os Estados Unidos contém parcela bastante elevada de insumos produzidos em diversos outros países, que também serão afetados indiretamente. Segundo, porque essas tarifas provocarão uma elevação dos preços dos produtos afetados no mercado doméstico norte-americano, com redução do consumo.

Os índices amplos de preços de *commodities* do Banco Mundial, até agosto, mostram um movimento recente de queda nos preços de produtos agrícolas e minérios e metais. A queda nas *commodities* ligadas à energia, no entanto, não capta o movimento de alta do preço do petróleo ocorrido em setembro, e que o levou a mais de US\$ 80/barril. Os dados recentes de atividade econômica seguem mostrando uma economia aquecida nos Estados Unidos, recuperação do crescimento no Japão e desaceleração na Área do Euro (AE). Na China, os sinais recentes também apontam para uma certa desaceleração, principalmente dos investimentos, movimento que pode estar relacionado ao esforço da política econômica no sentido de reduzir o excesso de endividamento acumulado nos últimos dez anos.

A inflação americana acelerou ao longo de 2018, pressionada pela elevação dos preços do petróleo; o núcleo da inflação, que exclui as variações de preços de itens relacionados à energia e à alimentação, também acelerou, porém menos. Diante de uma inflação que parece ter retornado, de forma consistente, a um patamar em torno da meta de 2% a.a., do comportamento positivo da atividade econômica, discutido anteriormente, e da perspectiva de normalização gradual da política monetária, o *Federal Reserve Board* (Fed) aumentou a taxa básica de juros da economia

americana – a taxa *Federal Funds* – em 0,25 ponto percentual (p.p.) em sua reunião de setembro, para o intervalo 2,00%-2,25% a.a. Na AE, a inflação continua muito baixa quando se exclui do índice a variação dos preços de energia: o núcleo mostra virtual estabilidade ao longo do ano, em torno de 1% a.a., indicando que o ritmo de atividade econômica na AE ainda não permitiu a recuperação do poder de fixação de preços das firmas.

## 1 Introdução

O aniversário de dez anos da crise financeira internacional de 2008 constitui o pano de fundo para discutir o atual momento da economia mundial. Por um lado, destaca-se, sob a ótica da atividade econômica, a recuperação que se seguiu à forte queda observada em 2009-2010. De acordo com o FMI, a maioria dos países já teria ultrapassado os níveis de produção registrados no final de 2007, embora o ritmo de recuperação tenha se revelado mais lento que o padrão observado em ciclos anteriores e bastante diferenciado entre países e/ou regiões. No mercado de trabalho, as taxas de desemprego caíram significativamente: no caso dos Estados Unidos, para nível inferior ao que prevalecia antes da crise e no valor mínimo dos últimos 48 anos. Na AE, a despeito da desaceleração da atividade econômica em 2018, a taxa de desemprego também tem caído de forma acentuada, e retornou ao nível do início de 2008, antes da eclosão da crise.

Por outro lado, essa recuperação relativamente lenta contrasta com o forte estímulo, principalmente monetário, com que os países responderam à crise. Nessa perspectiva, a questão mais relevante é em que medida a forte expansão de liquidez internacional promovida pelos bancos centrais dos países avançados não traria consigo também a semente de uma nova crise financeira, associada à bolha nos preços dos ativos e a um aumento muito grande do endividamento, em especial das empresas dos países emergentes. Se esse for o caso, a economia mundial estaria diante de um enorme desafio, dado que os governos nacionais disporiam de poucos instrumentos para enfrentar uma nova reversão cíclica devido aos elevados níveis de dívida pública e ao fato de as taxas de juros estarem já em patamar muito baixo.

## 2 Previsões do FMI

No curto prazo, as perspectivas para a economia mundial continuam sendo positivas, apesar do aumento recente das incertezas em razão do protecionismo comercial nos Estados Unidos. As projeções do FMI, revistas em julho, indicam que a economia mundial deve crescer 3,9% a.a. em 2018 e 2019, o que representa uma aceleração em relação aos últimos anos. Nas economias avançadas, o crescimento projetado é de 2,4% e 2,2%, respectivamente, enquanto para os países emergentes as taxas projetadas são de 4,9% em 2018 e 5,1% em 2019. A revisão de julho das projeções do FMI implicou uma redução do crescimento previsto para o comércio internacional em volume relativamente às projeções de abril: 4,8% em 2018 (-0,3

p.p.) e 4,5% em 2019 (-0,2 p.p.), refletindo a escalada do protecionismo comercial americano.



TABELA 1

Crescimento do produto interno bruto (PIB) observado e projeções do FMI em julho de 2018  
(Em %)

Crescimento real do PIB (%)	Média 2000-2008	Média 2009-2011	Média 2012-2014	2015	2016	2017	2018(p) <sup>1</sup>	2019(p) <sup>1</sup>	PIB em 2017, 2007 = 100
<b>Mundo</b>	<b>4,1</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>139</b>
Economias desenvolvidas	2,3	0,4	1,5	2,1	1,7	2,4	2,4	2,2	113
Área do Euro	2,0	-0,3	-0,1	2,0	1,8	2,4	2,2	1,9	106
Reino Unido	2,7	-0,4	1,6	2,2	1,8	1,7	1,4	1,5	112
Estados Unidos	2,3	0,3	2,3	2,6	1,5	2,3	2,9	2,7	115
Japão	1,2	-0,6	1,0	1,1	1,0	1,7	1,0	0,9	105
<b>Países emergentes e em desenvolvimento</b>	<b>6,5</b>	<b>5,5</b>	<b>4,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>164</b>
Ásia	8,5	8,2	6,8	6,8	4,9	5,3	5,3	5,3	164
China	10,4	9,7	7,7	6,9	6,7	6,9	6,6	6,4	221
Índia	7,0	7,5	6,3	8,0	7,1	6,7	7,3	7,5	197
América Latina e Caribe	3,7	3,0	2,4	0,1	-0,6	1,3	1,6	2,6	123
México	2,6	1,5	2,5	2,6	2,9	2,0	2,3	2,7	122
Brasil	3,7	3,3	1,3	-3,8	-3,5	1,0	1,8	2,5	116
Europa Central e Oriental	4,7	2,0	2,4	4,7	3,2	5,9	4,3	3,6	143
Rússia	7,0	0,2	1,8	-2,8	-0,2	1,5	1,7	1,5	112
Oriente Médio e Norte da África	5,8	4,1	3,3	2,7	5,0	2,2	3,5	3,9	140
África Subsaariana	5,8	4,5	4,9	3,4	1,5	2,8	3,4	3,8	154
África do Sul	4,2	1,7	2,1	1,3	0,6	1,3	1,5	1,7	119
<b>Comércio internacional – volume<sup>2</sup></b>	<b>6,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>5,1</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	

Fonte: FMI.

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

Notas:

<sup>1</sup> (e) – estimado; (p) – projetado.

<sup>2</sup> Média simples de taxas de crescimento do volume de exportação e importação (bens e serviços).

Relativamente a abril, as projeções individuais por país envolveram redução do crescimento projetado para a AE, o Reino Unido e o Japão (-0,2 p.p. em 2018 em cada um deles) e manutenção da trajetória em 2019, exceto pela AE, onde houve redução de 0,1 p.p. no crescimento projetado. Para os Estados Unidos, as projeções não foram alteradas, mantendo-se em 2,9% em 2018 e 2,7% em 2019. Entre os países emergentes, as projeções se mantiveram constantes, com revisão significativa de crescimento no Brasil em 2018 (-0,5 p.p., para 1,8%), compensada por aumento da previsão na Europa Central e Oriental (+0,3 p.p.). A China e a Índia continuam sendo os países com maior crescimento projetado: 6,6% e 7,3% em 2018 e 6,4% e 7,5% em 2019, respectivamente.

### 3 Comércio Internacional e “Guerra Comercial”<sup>1</sup>

A guerra comercial entre Estados Unidos e China alcançou um novo patamar em setembro, quando o presidente Trump anunciou a imposição de tarifas sobre US\$ 200 bilhões de produtos importados da China.

A escalada protecionista americana começou ainda em janeiro de 2018<sup>2</sup>, com a imposição de *salvaguardas* contra as importações de painéis solares e máquinas de

<sup>1</sup> Com a colaboração de Marcelo Nonnenberg

<sup>2</sup> Ver Bown, C.; Kolb, M. “Trump’s Trade War Timeline: an up-to-date guide”. Peterson Institute for International Economics, Aug. 2018. Disponível em: <<https://piie.com/system/files/documents/trump-trade-war-timeline.pdf>>.

lavar. Embora não visassem diretamente a China, as restrições a afetam significativamente na medida em que ela respondia, em 2016, por 47% das importações americanas de máquinas de lavar e 21% dos painéis solares. A China retaliou com a imposição de tarifas sobre as importações de sorgo dos Estados Unidos, as quais foram suspensas posteriormente no contexto de uma retomada de negociações comerciais.

Em março, os Estados Unidos anunciaram tarifas sobre importações de aço (25%) e alumínio (10%) com base em argumentos de segurança nacional envolvendo importações de US\$ 58 bilhões de países como Canadá, União Europeia, México e Coreia do Sul. Posteriormente, as importações de Canadá e México foram excluídas da medida, o mesmo acontecendo, num segundo momento, com as importações de União Europeia, Coreia do Sul, Argentina, Brasil e Austrália. Quando as tarifas foram efetivamente colocadas em prática, incidiram sobre apenas um terço das importações dos dois produtos. Eventualmente, as exclusões, que tinham caráter temporário, foram substituídas por quotas – caso da Coreia do Sul – enquanto foram estendidas para Argentina, Austrália e Brasil. Em junho, as isenções de União Europeia, Canadá e México foram revogadas (abrangendo cerca de metade das importações americanas de aço e alumínio); Argentina e Brasil aceitaram quotas em troca de isenção permanente de tarifas.

Ainda em junho, a União Europeia impôs tarifas em itens exportados pelos Estados Unidos – cerca de um terço correspondendo a produtos de aço e alumínio, além de produtos agrícolas e alimentícios e outros bens de consumo, num total de US\$ 3,2 bilhões. O Canadá seguiu essa iniciativa, impondo tarifas sobre exportações americanas de US\$ 12,8 bilhões. Os Estados Unidos recorreram à Organização Mundial do Comércio (OMC), com processos individuais contra Canadá, China, União Europeia, México e Turquia, contestando os aumentos de tarifas a exportações americanas adotadas em resposta ao aumento das tarifas às importações de aço e alumínio com base em considerações de segurança nacional. Adotaram, ainda, subsídios aos agricultores norte-americanos para compensá-los pela perda de exportações de até US\$ 12 bilhões em decorrência das medidas retaliatórias de parceiros comerciais, que envolviam US\$ 27 bilhões de exportações agrícolas, como soja, milho, frutas e carnes.

Em paralelo às medidas restritivas às importações de aço e alumínio, os Estados Unidos aplicaram medidas restritivas específicas à China com base na adoção de práticas desleais de comércio relacionadas a tecnologia e propriedade intelectual. Dessa investigação inicial resultaram sanções, sob a forma de tarifas de 25% sobre importações de 1.333 produtos chineses (posteriormente revistas para baixo) no valor de cerca de US\$ 50 bilhões. Conforme o estudo do *Peterson Institute for International Economics*, “aproximadamente 85% das importações-alvo das tarifas constituem insumos intermediários e bens de capital, impactando negativamente as cadeias de suprimento e a competitividade das empresas na produção de bens

e serviços vendidos nos EUA e no resto do mundo”<sup>3</sup>. A primeira etapa dessas tarifas entrou em vigor no início de julho e a segunda em agosto. A China, por sua vez, retaliou, anunciando tarifas adicionais de 25% sobre US\$ 50 bilhões de importações originárias dos Estados Unidos, principalmente produtos agrícolas e alimentos. Essa medida compreendeu uma primeira fase, referente a US\$ 34 bilhões, a ser complementada por outra, de US\$ 16 bilhões, que deverá entrar em vigor em breve.

Após várias ameaças de novas elevações de tarifas ao longo dos meses de julho e agosto, os Estados Unidos anunciaram, no dia 17 de setembro, a imposição de tarifas sobre US\$ 200 bilhões de produtos importados da China. Inicialmente, essas tarifas serão de 10%, aumentando para 25% em 1º de janeiro de 2019. Além disso, foi feita a ameaça de impor tarifas adicionais sobre o restante das importações provenientes da China (cerca de US\$ 260 bilhões, com base nos dados de 2017). A alegação é que este país utiliza práticas desleais de comércio ao exigir que as empresas norte-americanas forneçam informações sobre tecnologias estratégicas aos seus parceiros em investimentos realizados na China. Esta retaliou no dia seguinte, anunciando tarifas entre 5% e 10% sobre US\$ 60 bilhões de importações originárias dos Estados Unidos. Esse valor é limitado pelo fato de as exportações dos Estados Unidos para a China, com base nos dados de 2017, serem de apenas US\$ 120 bilhões.

Com essa nova escalada, já é possível esperar efeitos negativos bastante significativos sobre o comércio mundial. Em primeiro lugar, porque boa parte dos produtos exportados pela China para os Estados Unidos contém parcela bastante elevada de insumos produzidos em diversos outros países, que também serão afetados indiretamente. Segundo, porque essas tarifas deverão provocar uma elevação dos preços dos produtos afetados no mercado doméstico norte-americano, com impactos negativos sobre o consumo. Recente estudo do FMI<sup>4</sup> calcula que uma elevação das tarifas norte-americanas sobre todos os produtos, da ordem de 10%, compensadas por análogas medidas tomadas pelos parceiros, reduziria o comércio global em 1% e o PIB mundial em 0,5%. As medidas adotadas até o momento ainda não compreendem todas as importações dos Estados Unidos, mas as tarifas, na média, estão bem acima dos 10%.

#### 4 Preços de *Commodities*

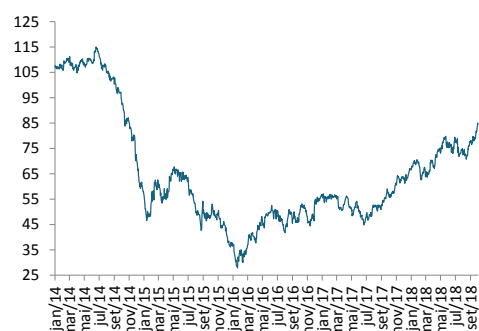
O preço do petróleo voltou a crescer no mercado internacional, ultrapassando US\$ 82/ barril no final de setembro – o valor mais elevado desde novembro de 2014 e 40% mais alto que um ano antes. A pressão sobre os preços já vinha desde meados do ano passado e resulta de uma combinação de crescimento da demanda e restrições de oferta – no caso, devido aos limites acordados pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep) e Rússia –, que vêm provocando quedas

<sup>3</sup> Bown, C.; Kolb, M, op. cit., p. 6.

<sup>4</sup> LINDÉ, J.; PESCATORI, A. *The macroeconomic effects of trade tariffs: revisiting the Lerner symmetry result*. Washington: IMF, July 2017. (*Working Paper*, n. 17/151).

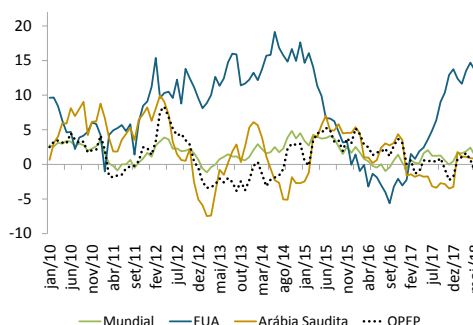
dos estoques mundiais, conforme se pode ver pelas variações muito baixas da produção mundial e da Arábia Saudita em particular. Mais recentemente, a ameaça de nova imposição de sanções comerciais ao Irã pelos Estados Unidos agravou a perspectiva de desequilíbrio no mercado, voltando a pressionar os preços. Vale notar que a elevação dos preços vem ocorrendo a despeito do aumento da produção norte-americana a partir de fontes não convencionais, crescimento que atingiu 15,7% em junho na comparação interanual.

**GRÁFICO 1**  
**Preço do petróleo – Brent**  
(US\$ / barril)



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

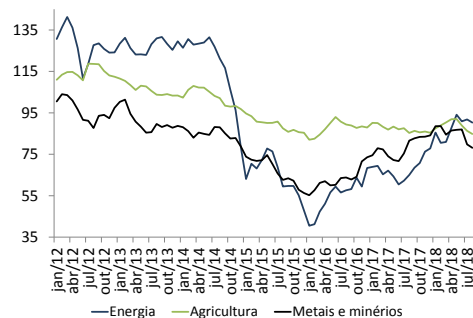
**GRÁFICO 2**  
**Produção de petróleo – Mundo, Opep, Estados Unidos e Arábia Saudita**  
(Taxas de Variação em relação a igual mês do ano anterior, em %)



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

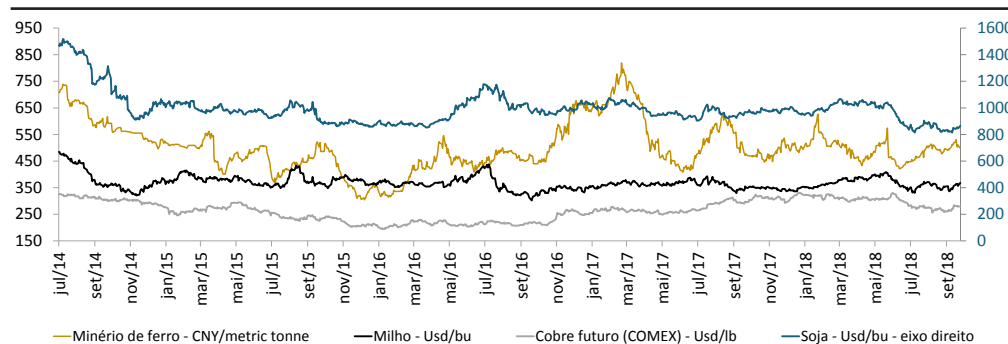
Os índices amplos de preços de *commodities* do Banco Mundial mostram um movimento recente de queda nos preços de produtos agrícolas e minérios e metais. A queda nas *commodities* ligadas à energia não capta o movimento de alta do preço do petróleo ocorrido em setembro. No caso de produtos agrícolas, a queda segue um breve período de crescimento nos primeiros cinco meses do ano, refletindo o impacto da seca sobre a produção argentina. No caso de minérios e metais, o recuo dos últimos meses pode estar acarretando um crescimento mais lento da demanda e o aumento da oferta. Destacam-se nesse grupo a estabilidade dos preços do cobre e o crescimento dos preços do minério de ferro – este último associado, entre outros fatores, ao fechamento de minas ineficientes ou que produziam minério de baixa qualidade na China. Nas comparações interanuais, os preços de soja e milho registravam queda de 12,1% e aumento de 3,9%, respectivamente, em relação ao final de setembro do ano passado, enquanto o preço do minério de ferro crescia 8,7% e o do cobre caía 3,8% na mesma comparação.

**GRÁFICO 3**  
**Índices de preços de commodities**  
(Índice 2010 = 100)



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

GRÁFICO 4  
Preços de *commodities* selecionadas



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

Por fim, vale destacar que o comportamento do preço das *commodities* vem sendo influenciado pela valorização do dólar norte-americano, associada à normalização da política monetária pelo Fed. Há dois canais pelos quais esse efeito se manifesta: o primeiro decorre do aumento do preço das *commodities*, para uma dada cotação em dólares, na moeda local dos países, que se desvaloriza em relação ao dólar. Esse efeito levaria a uma redução da demanda pela *commodity* em questão. O segundo canal decorre do aumento do custo de carregamento dos estoques de *commodities* no mercado internacional devido à elevação da taxa de juros, o que amplia a oferta dos produtos durante o ajuste para um nível de estoques mais baixo. O gráfico 5 mostra o comportamento do índice de preços de *commodities* CRB e do valor do dólar norte-americano contra uma cesta de moedas.

GRÁFICO 5  
Índice de preço de *commodities* (CRB) e valor do Dólar (DXY)  
(CRB: 1967 = 100; DXY: 1973 = 100)



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

## 5 Atividade Econômica e Mercado de Trabalho

Os dados recentes de atividade econômica seguem mostrando uma economia aquecida nos Estados Unidos, recuperação do crescimento no Japão e desaceleração na AE e, em menor grau, na China.

## Estados Unidos



Nesse país, o PIB do segundo trimestre acelerou fortemente em relação ao primeiro, de 2,2% para 4,2% em termos de variações trimestrais dessazonalizadas e anualizadas. Houve forte aceleração do consumo (cuja taxa de crescimento passou de 0,5% no primeiro trimestre para 3,8% no segundo) e ligeira desaceleração do investimento privado (de um crescimento de 8% para 6,2%), conforme a tabela 2. Houve ainda aceleração das exportações (de 3,6% para 9,1%) e queda nas importações, de um crescimento de 3% no primeiro trimestre para queda de 0,4% no segundo. Os gastos do governo (em consumo e investimentos) aceleraram de um crescimento de 1,5% no primeiro trimestre para 2,3% no segundo.

TABELA 2

Estados Unidos – PIB – Variação trimestral, com ajuste sazonal e anualizada (Em %)

	1º tri. 2016	2º tri. 2016	3º tri. 2016	4º tri. 2016	1º tri. 2017	2º tri. 2017	3º tri. 2017	4º tri. 2017	1º tri. 2018	2º tri. 2018
<b>PIB</b>	1,5	2,3	1,9	1,8	1,8	3,0	2,8	2,3	2,2	4,2
<b>Consumo Pessoal</b>	2,4	3,4	2,7	2,6	1,8	2,9	2,2	3,9	0,5	3,8
<b>Investimento Privado Bruto</b>	-1,8	-1	-0,4	8,1	4,9	5,7	8,8	0,8	9,6	0,4
Investimento Fixo	1,9	2,8	3,2	1,7	9,9	4,3	2,6	6,2	8,0	6,2
Investimento Não-Residencial	-1,2	3,8	4,6	0	9,6	7,3	3,4	4,8	11,5	8,5
Investimento Residencial	13,7	-1	-1,7	7,7	11,1	-5,5	-0,5	11,1	-3,4	-1,6
Variação de Estoques	....	....	....	....	....	....	....	....	....	....
<b>Exportação Líquida de Bens e Serviços</b>	....	....	....	....	....	....	....	....	....	....
Exportações	-2,4	3,4	6,1	-3,6	5,0	3,6	3,5	6,6	3,6	9,1
Importações	0,5	0,8	4,9	6,2	4,8	2,5	2,8	11,8	3,0	-0,4
<b>Gastos do Governo em Consumo e Investimento</b>	3,4	-0,8	1,0	0,2	-0,8	0,0	-1,0	2,4	1,5	2,3

Fonte: Bureau of Economic Analysis.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Apenas a observação das taxas de crescimento não permite avaliar inteiramente os fatores por trás da dinâmica do PIB. Quando se analisam as contribuições (calculadas pela multiplicação da taxa de variação de cada item por seu peso na composição do PIB), observa-se que a variação de estoques contribuiu com -1,0 p.p. para o PIB do período. Em sentido contrário, refletindo a aceleração das exportações e a queda das importações, as exportações líquidas contribuíram com 1,2 p.p., após contribuição nula no trimestre anterior. A tabela 3 mostra, ainda, que a maior contribuição para o forte crescimento do período veio do consumo das famílias, que passou de 0,4 p.p. no primeiro trimestre para 2,6 p.p. no segundo.

TABELA 3

Estados Unidos – PIB – Contribuições para a variação trimestral, com ajuste sazonal e anualizada (Em % e p.p)

	1º tri. 2016	2º tri. 2016	3º tri. 2016	4º tri. 2016	1º tri. 2017	2º tri. 2017	3º tri. 2017	4º tri. 2017	1º tri. 2018	2º tri. 2018
<b>PIB</b>	1,5	2,3	1,9	1,8	1,8	3,0	2,8	2,3	2,2	4,2
<b>Consumo das Famílias</b>	1,6	2,3	1,8	1,8	1,2	2,0	1,5	2,6	0,4	2,6
<b>Investimento Privado</b>	-0,3	-0,2	-0,1	1,3	0,8	1,0	1,5	0,1	1,6	0,1
Investimento Fixo	0,3	0,5	0,5	0,3	1,6	0,7	0,4	1,0	1,3	1,1
Não-residencial	-0,2	0,5	0,6	0,0	1,2	0,9	0,5	0,6	1,5	1,1
Residencial	0,5	0,0	-0,1	0,3	0,4	-0,2	0,0	0,4	-0,1	-0,1
Variação de Estoques	-0,6	-0,6	-0,6	1,0	-0,8	0,2	1,0	-0,9	0,3	-1,0
<b>Exportações Líquidas de Bens e Serviços</b>	-0,4	0,3	0,0	-1,3	-0,1	0,1	0,0	-0,9	0,0	1,2
Exportações	-0,3	0,4	0,7	-0,4	0,6	0,4	0,4	0,8	0,4	1,1
Importações	-0,1	-0,1	-0,7	-0,9	-0,7	-0,4	-0,4	-1,7	-0,5	0,1
<b>Gastos do Governo - consumo e investimento</b>	0,6	-0,2	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,2	0,4	0,3	0,4

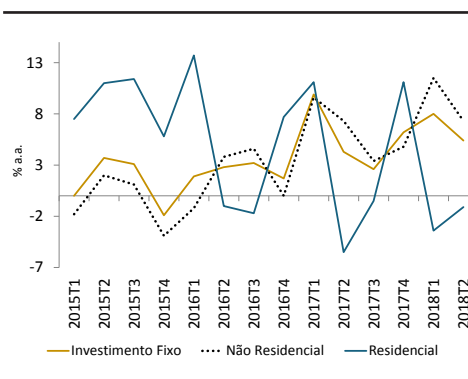
Fonte: Bureau of Economic Analysis.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.



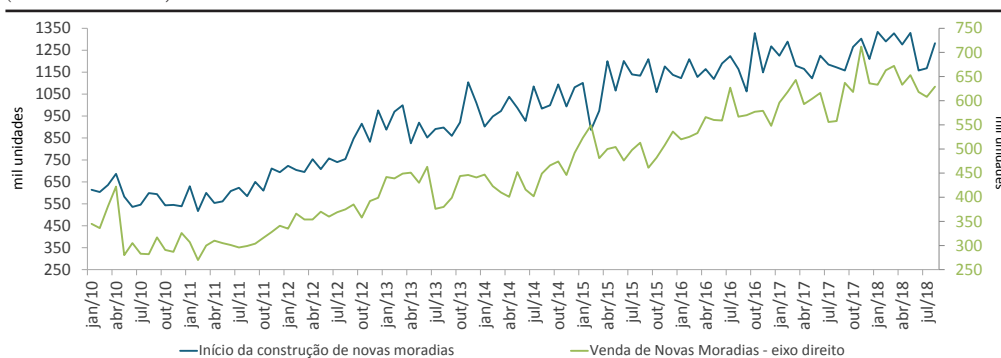
O comportamento do investimento tem sido muito influenciado pelas oscilações do investimento residencial, como se pode observar no gráfico 6. Essas flutuações têm um componente associado às condições climáticas<sup>5</sup> – não inteiramente captadas pelo ajuste sazonal –, assim como às perspectivas econômicas. As variações negativas dos dois últimos trimestres podem estar refletindo um aperto das condições monetárias associadas ao aumento da taxa de juros pelo Fed e seus reflexos sobre os juros cobrados em hipotecas. Essa percepção é reforçada pela observação dos indicadores de frequência mensal relacionados ao início da construção e das vendas de novas residências: o gráfico 7 mostra uma trajetória ascendente para as duas séries desde 2011, mas uma queda na venda de novas residências ao longo do primeiro semestre de 2018, além de uma forte queda no início da construção de novas residências em junho último.

GRÁFICO 6  
Estados Unidos – Investimento fixo e componentes  
(Variações trimestrais dessazonalizadas e anualizadas)



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

GRÁFICO 7  
Início da construção e das vendas de novas residências (séries dessazonalizadas e anualizadas)  
(Em 1 mil unidades)



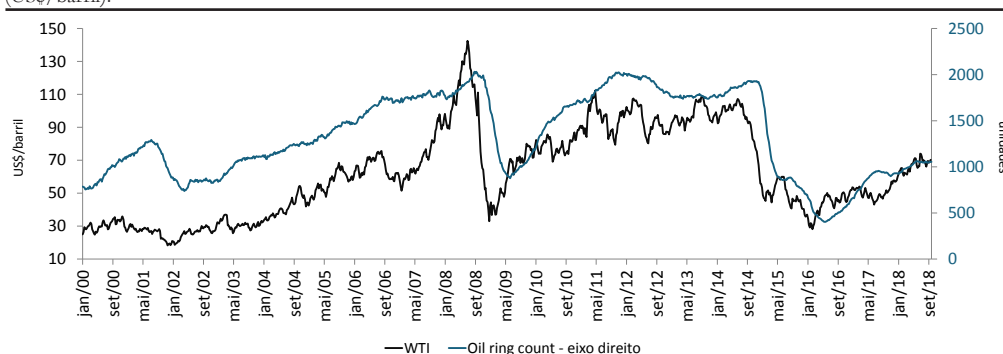
Fonte: Federal Reserve Economic Database (FRED).  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

O investimento não residencial, por seu turno, tem crescido a taxas relativamente altas (6,7% a.a., em média, nos quatro últimos trimestres), refletindo o comportamento positivo de seus três componentes: estruturas, com crescimento médio de 5,7% desde o terceiro trimestre de 2017 e de 13,6% a.a. nos dois últimos trimestres; equipamentos, com variação média anualizada de 8% desde o terceiro trimestre de 2017, mas que desacelerou para 3,9% no segundo trimestre de 2018; e intangíveis – isto é, bens sujeitos a direitos de propriedade intelectual –, que cresceram em média 6,2% nos últimos quatro trimestres e 11,2% nos dois últimos trimestres.

<sup>5</sup> Invernos muito rigorosos tendem a restringir a atividade da construção civil.

Por fim, destaca-se que o crescimento do investimento fixo não residencial em estruturas está influenciado pela retomada da atividade de extração de petróleo e gás a partir de fontes não convencionais – o chamado *shale oil*, conforme comentado anteriormente, quando se discutiu a evolução recente do preço do petróleo. O número de sondas de exploração desses mananciais petrolíferos tem aumentado continuamente, como se pode ver no gráfico 8, respondendo ao aumento do preço do petróleo no mercado internacional desde meados do ano passado, conforme a trajetória apresentada no mesmo gráfico.

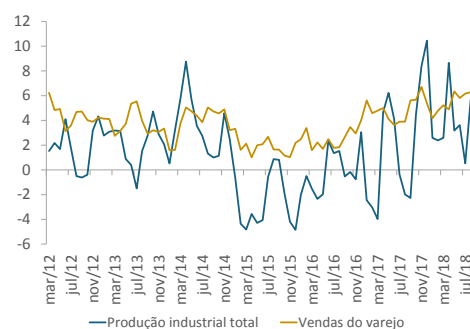
GRÁFICO 8  
Estados Unidos – número de sondas de exploração de petróleo em operação (unidades) e preço do petróleo – WTI (US\$/barril).



Fonte: Baker Hughes Rig Count e FRED.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Os indicadores de produção industrial e de vendas no varejo também apontam para uma economia aquecida. Em agosto, a produção industrial cresceu 0,4% em relação a julho e 4,9% na comparação com agosto do ano passado. O crescimento médio mensal da produção industrial nos Estados Unidos nos primeiros oito meses do ano foi de 3,5% anualizados; na indústria de transformação essa taxa foi de 2,6% e na extrativa mineral, de 11,9%. As vendas no varejo também têm se mostrado robustas: em agosto, ficaram praticamente estáveis (variação de 0,07% ante julho), mas na comparação com igual período do ano anterior a variação foi de 6,3%. No acumulado no ano até agosto, o crescimento é de 5,5%.

GRÁFICO 9  
Estados Unidos – produção industrial e vendas no varejo (Taxas de variação interanual, em %)



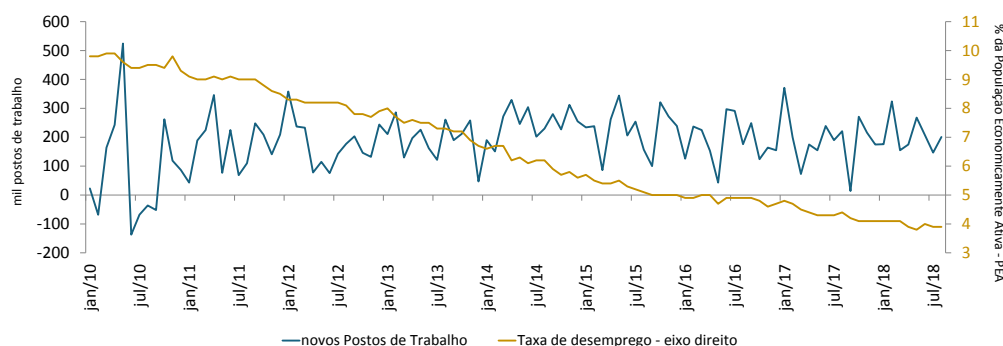
Fonte: FRED.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

No mercado de trabalho, os indicadores vêm refletindo o dinamismo da atividade econômica. A taxa de desemprego em agosto manteve-se constante em relação ao mês anterior, em 3,9%, e foram criados 201 mil novos postos de trabalho no setor não agrícola – valor que, com oscilações, tem se mantido aproximadamente cons-

tante desde o início do ano: a média mensal desde janeiro é de 207 mil (gráfico 10).



GRÁFICO 10  
Estados Unidos – criação mensal de novos postos de trabalho e taxa de desemprego  
(Em 1 mil postos de trabalho e em %)



Fonte: Bureau of Labor Statistics (BLS).  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

## Área do Euro

Na AE, o crescimento do PIB no segundo trimestre mostrou estabilidade em relação ao primeiro, com taxa trimestral de 0,4% (tabela 4). Esse desempenho contrasta com o ritmo de 2017, quando o crescimento trimestral médio foi de 0,7% por trimestre. No segundo trimestre, houve uma inversão entre os fatores que impulsionaram o crescimento: enquanto no primeiro trimestre o consumo cresceu 0,5%, desacelerando para 0,2% no segundo, com o investimento aconteceu o inverso – crescimento de 0,3% no primeiro trimestre e de 1,2% no segundo. O consumo do governo em bens e serviços finais também tem contribuído para o crescimento do PIB da AE, apresentando variações de 0,1% no primeiro trimestre e de 0,4% no segundo. As exportações líquidas tiveram contribuição negativa de 0,2 p.p. para a variação do PIB em cada um dos dois primeiros trimestres de 2018. Em 2017, essa contribuição foi positiva, de 0,4 p.p., em média, por trimestre. Embora a contribuição das exportações líquidas para a variação trimestral do PIB nos dois primeiros trimestres deste ano tenha sido semelhante, a dinâmica de seus componentes variou significativamente: no primeiro trimestre, tanto exportações quanto importações caíram (-0,7% e -0,3%, respectivamente), mas as importações caíram menos que as exportações; no segundo trimestre, ambas subiram (0,6% e 1,1%, respectivamente), mas as importações subiram mais que as exportações.

TABELA 4  
AE - PIB - Variações trimestrais, com ajuste sazonal  
(Em % e p.p.)

	1º tri. 2016	2º tri. 2016	3º tri. 2016	4º tri. 2016	1º tri. 2017	2º tri. 2017	3º tri. 2017	4º tri. 2017	1º tri. 2018	2º tri. 2018
<b>PIB</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
Consumo das Famílias	0,7	0,3	0,3	0,6	0,4	0,5	0,4	0,2	0,5	0,2
FBKF	0,6	1,1	1,0	1,3	-0,6	1,9	-0,1	1,4	0,3	1,2
Gastos do Governo	0,9	0,2	0,2	0,3	0,2	0,4	0,4	0,2	0,1	0,4
Exportações	0,5	1,2	0,3	1,5	1,9	1,1	1,3	2,1	-0,7	0,6
Importações	0,6	1,0	0,7	1,8	0,6	1,1	0,6	1,3	-0,3	1,1
Contribuição Exportações Líquidas	0,0	0,1	-0,2	-0,1	0,6	0,1	0,4	0,4	-0,2	-0,2

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

Indicadores mensais da atividade econômica na AE reforçam a percepção de uma desaceleração nos últimos meses: após forte crescimento em maio (1,4%), a produção industrial caiu em junho e julho (-0,8% em cada um desses meses). A produção industrial de julho voltou praticamente ao mesmo nível de julho do ano passado. As vendas no varejo, por sua vez, têm tido desempenho um pouco melhor, com uma taxa média mensal de crescimento anualizado de 1,3% nos primeiros sete meses do ano, porém com muitas oscilações. Em julho, as vendas no varejo na AE caíram 0,3% em relação a junho, mas cresceram 1,3% ante julho do ano passado. A taxa de desemprego na AE caiu para 7,8% da força de trabalho em julho, ante 7,9% em junho e 9% em julho do ano passado.

## Japão

A economia japonesa apresentou forte crescimento no segundo trimestre: o PIB avançou 0,7% em relação ao primeiro trimestre e 1,3% em relação ao segundo trimestre de 2017. O destaque na taxa trimestral foi o avanço do investimento fixo, que cresceu 1,8% ante o primeiro trimestre, após três trimestres de virtual estagnação. Contribuíram para essa retomada o investimento privado não residencial, que cresceu 3,1% (ante o crescimento médio trimestral de 1% nos três trimestres anteriores), e o consumo das famílias, com variação de 0,7% no trimestre (-0,2% ao trimestre, em média, nos três trimestres anteriores). A demanda doméstica teve variação de 0,9% no segundo trimestre. Na comparação com o segundo trimestre do ano passado, conforme a tabela 5, o crescimento de 1,3% é fortemente influenciado pelas exportações líquidas: as exportações cresceram 5,2% e as importações, 3%, de modo que as exportações líquidas explicaram cerca de 26% do crescimento do PIB no período.

TABELA 5

### Japão - PIB e componentes – Variações anuais

(Em % e p.p.)

	1º tri. 2016	2º tri. 2016	3º tri. 2016	4º tri. 2016	1º tri. 2017	2º tri. 2017	3º tri. 2017	4º tri. 2017	1º tri. 2018	2º tri. 2018
<b>PIB</b>	0,5	0,8	1,0	1,6	1,5	1,6	2,0	2,0	1,0	1,3
<b>Consumo das Famílias</b>	-0,3	-0,3	-0,2	0,4	0,6	1,7	0,6	1,0	0,1	0,1
<b>Consumo do governo</b>	2,6	1,2	1,3	0,2	-0,6	0,9	0,6	0,8	0,5	0,3
<b>Investimento Fixo</b>	-0,4	2,0	1,1	1,9	2,0	3,3	2,8	2,0	1,4	2,2
Investimento Não-Residencial	-0,2	1,5	-0,2	1,6	1,9	2,7	3,8	3,2	2,9	6,4
Investimento Residencial	4,4	5,1	6,3	6,8	6,5	5,7	1,4	-2,4	-5,8	-8,9
Investimento Público	-3,4	1,8	2,2	0,0	0,0	3,7	0,4	1,2	1,0	-3,3
<b>Exportações</b>	-1,0	1,2	1,3	5,4	6,6	6,8	6,9	6,5	5,1	5,0
<b>Importações</b>	-1,6	-0,5	-3,1	-1,2	1,5	4,3	2,7	5,3	3,9	2,9
<b>Contribuição das Exportações líquidas</b>	0,1	0,3	0,8	1,1	0,9	0,4	0,7	0,3	0,2	0,4

Fonte: Economic and Social Research Institute, Cabinet Office, Government of Japan.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

## China

A China é hoje um ator fundamental para as tendências da economia global. Em 2017, segundo o FMI, o PIB chinês representou 18% do PIB global, mas seu crescimento explicou 28% do crescimento da economia mundial naquele ano, apenas um pouco menos que a média de 29,2% no período 2012-2016. Os sinais recentes,

no entanto, apontam para uma certa desaceleração. A produção industrial, que no primeiro bimestre do ano cresceu 7,2% ante igual período de 2017, desacelerou para 6,5% em agosto. Com as vendas no varejo – que em 2017 cresceram 10,1% e no primeiro bimestre de 2018 ainda cresciam 9,7% – aconteceu algo semelhante, e em agosto o crescimento havia recuado para 9,2%. No entanto, é na desaceleração do investimento que se concentra a maior preocupação: no primeiro semestre de 2017, o investimento fixo crescia à taxa média interanual de 8,6%. A desaceleração na

segunda metade do ano levou essa taxa para 3,9% – refletindo a implementação de políticas de restrição ao crédito que visavam reduzir o elevado grau de endividamento de empresas, principalmente aquele que ocorria à margem do sistema bancário. Houve alguma recuperação, com oscilações, no primeiro semestre de 2018, e o crescimento subiu para 6,4% ante o primeiro semestre de 2017. As taxas de julho e agosto, porém, voltaram a declinar, para 3,0% e 4,6%, respectivamente, agora também possivelmente como reflexo das medidas protecionistas adotadas pelos Estados Unidos contra as exportações chinesas.

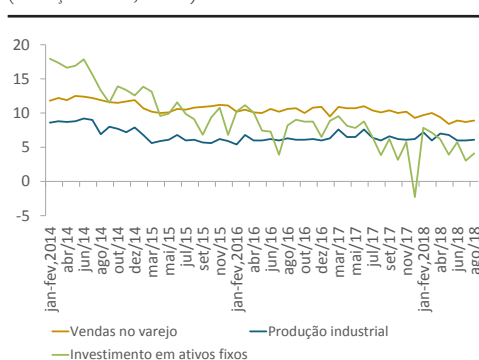
A desaceleração do crescimento do investimento na China pode também estar relacionada ao esforço da política econômica no sentido de reduzir o excesso de endividamento acumulado nos últimos dez anos. A dívida do setor não financeiro da economia (pública e privada) cresceu cerca de 100 p.p. do PIB entre 2007 e 2017, para atingir 243,7% do PIB<sup>6</sup>. A taxa média anual de crescimento desde a erupção da crise financeira internacional até 2016 foi de 12,3 p.p. do PIB por ano. Em 2017 essa taxa caiu para 2,3 p.p. A dívida das empresas aumentou fortemente, como proporção do PIB, para 157% do PIB ao final de 2017, e uma fração importante desse total é responsabilidade de empresas estatais. A dívida das famílias mais que dobrou no período, para pouco menos que 50% do PIB, enquanto a dívida dos governos aumentou bem menos, de cerca de 30% para aproximadamente 36% do PIB<sup>7</sup>.

Desde meados de 2015, o governo chinês vem buscando reduzir o crescimento desse elevado endividamento, atuando por meio de medidas regulatórias e prudenciais que reduzissem a expansão do crédito, tanto no setor bancário quanto no chamado *shadow banking* – a exemplo de instituições de gestão de recursos usadas pelos bancos para contornar restrições regulatórias à expansão de suas operações. O endividamento das empresas, por exemplo, caiu cerca de 5 p.p. do PIB em 2017.

GRÁFICO 11

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

(Variação anual, em %)



Fonte: National Bureau of Statistics (NBS).

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

6 Ver, Center for National Balance Sheets, “Quarterly Report on China’s Deleveraging (Q1 2018)”, National Institution for Finance and Development, May 2018.

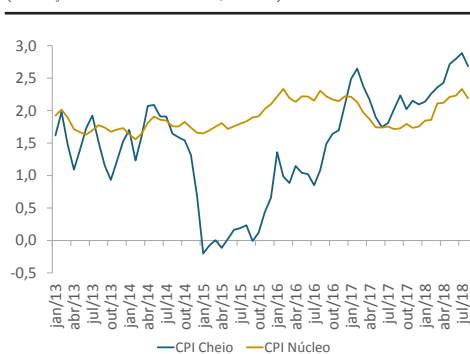
7 Esse total não inclui nem operações de esterilização monetária associadas à acumulação de reservas, nem o total do endividamento de agências de financiamento ligadas a governos locais (*Special Financing Vehicles*).

O crescimento do crédito por todas as fontes (chamado Total Social Financing – TSF) desacelerou de 12,3% em 2016 para 11,9% em 2017 e 9,8% em julho de 2018 – entre outros motivos, pelas restrições ao endividamento de governos locais, que são, em boa medida, responsáveis pelos investimentos em infraestrutura.

## 6 Política Monetária e Inflação

A inflação americana acelerou ao longo de 2018, passando de 2,1% anuais no final de 2017 para 2,7% em agosto, segundo o Índice de Preços ao Consumidor (CPI, na sigla em inglês). A elevação dos preços do petróleo foi a principal responsável por essa aceleração; o núcleo da inflação, que exclui as variações de preços de itens relacionados à energia e à alimentação, também acelerou, porém menos: de 1,8% para 2,2% no mesmo período. O deflator das despesas pessoais de consumo, indicador acompanhado pelo Fed, também acelerou, porém registrando taxas mais baixas que o CPI, tanto no índice cheio quanto no núcleo (2,2% e 2,0%, respectivamente, em agosto).

GRÁFICO 12  
Estados Unidos – CPI  
(Variações em doze meses, em %)



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

Diante de uma inflação que parece ter retornado, de forma consistente, a um patamar em torno da meta de 2% a.a., do comportamento positivo da atividade econômica, discutido anteriormente, e da perspectiva de normalização gradual da política monetária, o Fed aumentou a taxa básica de juros da economia americana – a taxa Federal Funds – em 0,25 p.p. em sua reunião de setembro, para o intervalo 2,00%-2,25% a.a. A sinalização do comunicado emitido após a reunião é que deve acontecer mais um aumento ainda em 2018, provavelmente na reunião de dezembro, e três mais em 2019.

A previsão de crescimento do PIB este ano, segundo a mediana das projeções dos membros do Comitê de Mercado Aberto (FOMC, na sigla em inglês), foi revista para cima em 0,3 p.p., para 3,1% na comparação interanual dos quartos trimestres. O cenário projeta desaceleração do crescimento até 2021; desemprego em níveis muito baixos (3,5% na média de 2019-2020, subindo para 3,7% em 2021); e relativa estabilidade da inflação, em torno de 2,0% a.a. Nessa perspectiva, a taxa de juros subiria de 2,4% no final deste ano para 3,1% em 2019 e 3,4% em 2020. A estimativa da taxa de juros de longo prazo ficou estável em relação às estimativas de junho, em 3% a.a., equivalente a uma taxa de juros real de 1% a.a.

Os investidores no mercado de títulos públicos parecem estar mais conservadores que o Fed. Até recentemente, havia a expectativa de que ocorreria uma desaceleração mais forte da atividade econômica à medida que a expansão atual se estendesse

no tempo – caminhando para se tornar o período de expansão mais longo da história datada dos ciclos econômicos. As taxas de juros mais longas – por exemplo, dos títulos com maturidade constante de dez anos do Tesouro americano – de alguma forma expressavam essa percepção, já que, após subirem fortemente, de 2,06% a.a. em setembro de 2017 para 3,1% a.a. em maio deste ano, elas recuaram para 2,8% a.a. em meados de agosto. Ao longo de setembro, no entanto, voltaram a crescer, retornando ao pico anterior.

GRÁFICO 13  
Estados Unidos – rendimento dos títulos do Tesouro americano com maturidade constante de dez anos (Em % a.a.)



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

A política de normalização monetária do Fed, em adição à elevação dos juros, se complementa pela redução do seu balanço. A estratégia desenhada em 2017 previa um incremento gradual dos resgates dos títulos que vencessem a cada mês e o reinvestimento daquilo que excedesse o teto. Os montantes de resgates seriam crescentes e mais elevados para os títulos do Tesouro e um pouco menores para aqueles de agências federais de hipotecas e de títulos privados nelas lastreados. De acordo com a estratégia, serão resgatados a partir de agora até US\$ 30 bilhões em títulos do Tesouro e US\$ 20 bilhões para títulos com lastro em hipotecas. Os títulos que excederem esses valores serão rolados. Desde setembro de 2017, já foram resgatados cerca de US\$ 160 bilhões em títulos do Tesouro e US\$ 82 bilhões de títulos de agências federais de hipotecas e títulos privados lastreados em hipotecas. O estoque desses títulos é de aproximadamente US\$ 4,1 trilhões.

Na AE, a inflação continua muito baixa: em agosto, a variação anual dos preços ao consumidor foi de 2,0% – 0,6 p.p. maior que em dezembro de 2017. A maior parte dessa aceleração, no entanto, reflete choques sobre os preços da energia e, quando essas variações são excluídas do índice, o núcleo mostra virtual estabilidade em torno de 1% a.a. – indicando que o ritmo de atividade econômica na AE ainda não permitiu a recuperação do poder de fixação de preços das firmas. Os mercados também parecem temer uma nova reversão cíclica, e os prêmios a termo declinaram ligeiramente. O Banco Central Europeu (BCE), em sua última reunião, em setembro, manteve a taxa de juros próxima de zero e sinalizou que ela deve permanecer neste patamar até meados do próximo ano. Indicou também que deve encerrar no final deste ano o atual programa de aquisição de ativos, cujo montante deve cair dos € 30 bilhões/mês, que vigorou desde o início do ano até setembro, para € 15 bilhões/mês de outubro a dezembro, momento em que, a menos de novos fatos, deverá ser interrompido.

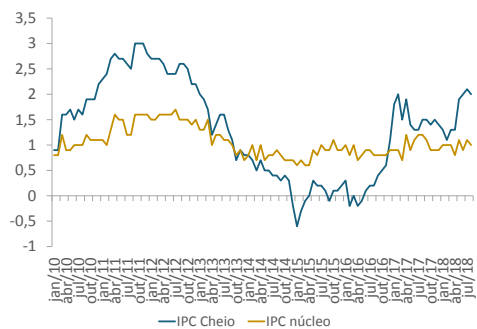
A ampliação da oferta de liquidez na AE tem impulsionado o crédito, que vem crescendo a taxas relativamente elevadas. Destaca-se o crescimento do crédito às empresas, que alcançou variação interanual de 2,1% em agosto, após taxas pró-



ximas de zero no início do ano. O crédito às famílias, no entanto, cresceu à taxa interanual de 2,7% em julho, em ligeira aceleração em relação à média de 2,6% observada de janeiro a julho.

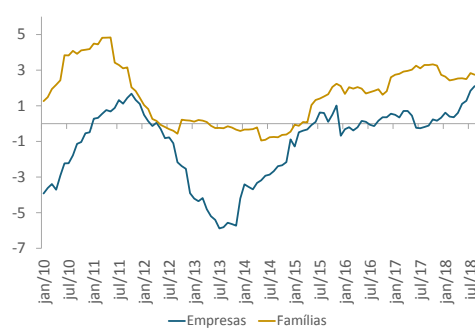


**GRÁFICO 14**  
**AE – Índice de Preços ao Consumidor (IPC)**  
(Variação em doze meses, em %)



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

**GRÁFICO 15**  
**AE – empréstimos do sistema financeiro ao setor privado, variação interanual dos saldos**  
(Em %)



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



## 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  
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:

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  
Monyk Brites Alves Cardoso  
Pedro Mendes Garcia  
Renata Santos de Mello Franco  
Victor Henrique Farias Mamede

---

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.