

## SEÇÃO VII

# Economia Mundial

## Sumário

Depois de dois anos de crescimento relativamente robusto, é provável que ocorra uma desaceleração da economia mundial nos próximos anos. Essa desaceleração não parece ser muito forte, conforme as previsões do Fundo Monetário Internacional (FMI), mas preocupa diante de algumas características da economia mundial, neste momento, associadas às políticas implementadas após a crise financeira internacional de 2007-2008: um possível esgotamento dos instrumentos de política econômica, que poderiam impedir que a desaceleração se transforme em recessão, e o elevado nível de endividamento do setor não financeiro em escala global.

O desempenho da economia mundial nos dois últimos anos melhorou em relação ao período pós-crise de 2008 – não apenas pela aceleração do crescimento, mas também pela sua maior sincronização entre países. Embora o crescimento tenha perdido força na Área do Euro (AE) ao longo deste ano, o ritmo de crescimento nos Estados Unidos acelerou em relação a 2017, de 2,2% para 2,9%. Nos países emergentes, segundo o FMI, o crescimento em 2018 se manterá estável e elevado, em 4,7%. Para 2019, a despeito da estabilidade da taxa de crescimento global em 3,7%, as previsões do FMI apontam para uma desaceleração nas economias desenvolvidas, principalmente nos Estados Unidos, em que se espera uma queda na taxa de crescimento, de 2,9% para 2,5%. Nos países emergentes, o crescimento deve se manter estável, em 4,7%, mas para a China a previsão é que ele caia de 6,6% para 6,2%. Diante da perspectiva de desaceleração e do aumento percebido dos riscos, os últimos dois meses marcaram o início de um processo de reavaliação de preços de ativos e de aumento da volatilidade nos mercados financeiros.

Essa volatilidade tem também afetado o comportamento dos preços de *commodities* no mercado internacional, em particular os do petróleo, que aceleraram de junho do ano passado até o início de outubro deste ano, quando atingiram seu nível mais elevado em quatro anos – acima de US\$ 86/barril –, mas que no último mês e meio desabaram, atingindo US\$ 60/barril no final de novembro.

Os elevados níveis de endividamento aumentam os riscos para a economia ao amplificarem os efeitos de eventuais choques, sejam eles reais (como o acirramento das restrições ao comércio internacional) ou monetários (associados ao aumento da taxa de juros em função do comportamento da inflação nos Estados Unidos). Houve forte aumento da alavancagem nos países avançados, envolvendo todos os setores institucionais, especialmente os governos no imediato pós-crise, e na China, com destaque para as empresas. A principal preocupação com uma mudança

**Paulo Mansur Levy**

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

paulo.levy@ipea.gov.br

Com base em dados até 29 de Novembro de  
2018

de cenário macroeconômico, com a elevação dos custos de financiamento – à qual se agrega a intensificação das fricções associadas ao aumento do protecionismo comercial –, seria o risco das empresas chinesas.



## 1 Panorama Global

Depois de dois anos de crescimento relativamente robusto, é provável que ocorra uma desaceleração da economia mundial nos próximos anos. Entre os fatores que podem estar contribuindo para a percepção de que haverá uma queda das taxas de crescimento do produto mundial, destacam-se: i) a própria duração da atual expansão nos Estados Unidos, a segunda mais longa da história americana; ii) a elevação em curso da taxa de juros pelo Federal Reserve Board (FED), o banco central americano); iii) a guerra comercial promovida pelos Estados Unidos contra parceiros comerciais que mantêm *superavit* elevados na balança comercial bilateral<sup>1</sup>; e iv) questões de natureza geopolítica (Brexit, sanções contra o Irã, conflito entre Itália e Comissão Europeia em torno do desequilíbrio fiscal naquele país, por exemplo). Essa desaceleração não parece ser muito forte, conforme as previsões do FMI, mas preocupa diante de algumas características da economia mundial neste momento, associadas às políticas implementadas após a crise financeira internacional de 2007-2008: um possível esgotamento dos instrumentos de política econômica disponíveis para impedir que a desaceleração se transforme em recessão e o elevado nível de endividamento do setor não financeiro em escala global.

TABELA 1

**Crescimento do PIB observado e projeções do FMI (WEO – outubro de 2018)**

(Em %)

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

Fonte: FMI.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

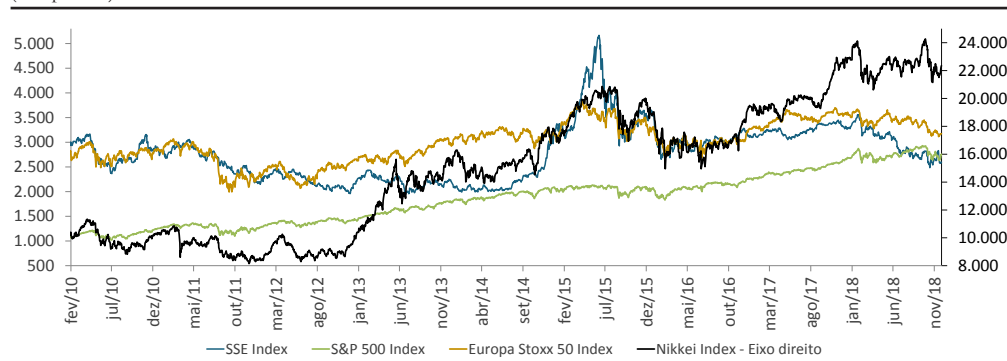
O FMI reviu ligeiramente para baixo suas projeções no Panorama da Economia Mundial (World Economic Outlook – WEO) de outubro, relativamente àquelas divulgadas em julho (tabela 1). Como destacado em análises passadas da *Carta de Con-*

<sup>1</sup> Ver um resumo das medidas protecionistas adotadas pelos Estados Unidos em Economia Mundial – Carta de Conjuntura Ipea no 40, do terceiro trimestre de 2018.

*juntura*, o desempenho da economia mundial nos dois últimos anos melhorou em relação ao período pós-crise de 2008 – não apenas pela aceleração do crescimento, mas também pela sua maior sincronização entre países. Embora o crescimento tenha perdido força na AE ao longo deste ano, o ritmo de crescimento nos Estados Unidos acelerou em relação a 2017, de 2,2% para 2,9%. Nos países emergentes, segundo o FMI, o crescimento em 2018 se manterá estável e elevado, em 4,7%. Para 2019, a despeito da estabilidade da taxa de crescimento global em 3,7%, as previsões do FMI apontam para uma desaceleração nas economias desenvolvidas, principalmente nos Estados Unidos, em que se espera uma queda na taxa de crescimento, de 2,9% para 2,5%. Nos países emergentes, o crescimento deve se manter estável, em 4,7%, mas para a China a previsão é que ele caia de 6,6% para 6,2%.

Diante da perspectiva de desaceleração e do aumento percebido dos riscos, os últimos dois meses marcaram o início de um processo de reavaliação de preços de ativos e de aumento da volatilidade nos mercados financeiros. A bolsa americana, segundo o índice S&P 500, mostrou forte recuo desde o início de outubro, enquanto nas bolsas da Europa e da China, que já apresentavam tendência de queda, o processo se acentuou (gráfico 1). O VIX – índice que mede a volatilidade esperada no mercado – aumentou quase 60% no mesmo período, embora ainda esteja abaixo do pico recente registrado no início de fevereiro deste ano (gráfico 2). O dólar valorizou-se 8% diante de uma cesta de moedas desde o início de fevereiro e 3% desde outubro; a cotação das *commodities*, segundo o índice Commodity Research Bureau (CRB), caiu mais de 10% desde o início de outubro (gráfico 3). O *spread* do rendimento de títulos privados de alto risco (*high yield*) relativamente ao dos títulos do Tesouro americano – uma medida da percepção de riscos – passou de 3,16% para 4,36% ao ano (a.a.) entre o início de outubro e o final de novembro (gráfico 4). Por fim, vale notar que a própria estrutura a termo da taxa de juros nos Estados Unidos – sintetizada na diferença entre o rendimento de um título do Tesouro americano com maturidade de dez anos e o de dois anos, atualmente de apenas 0,24% – mostra o menor valor desde julho de 2007. Esse indicador normalmente precede o início de recessões, como se pode ver no gráfico 5.

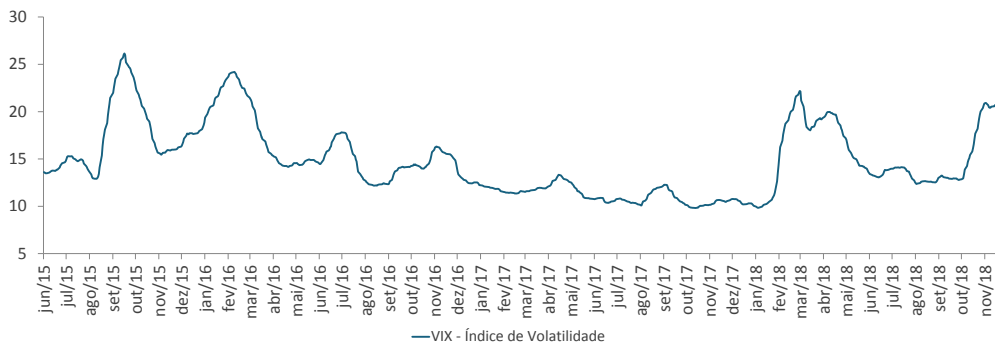
GRÁFICO 1  
Índices internacionais de preços de ações em bolsas de valores  
(Em pontos)



Fonte: Bloomberg, Federal Reserve Economic Data (FRED) e Finance Yahoo.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 2

VIX – índice de volatilidade da Bolsa de Chicago – médias móveis de 22 dias  
(Em %)

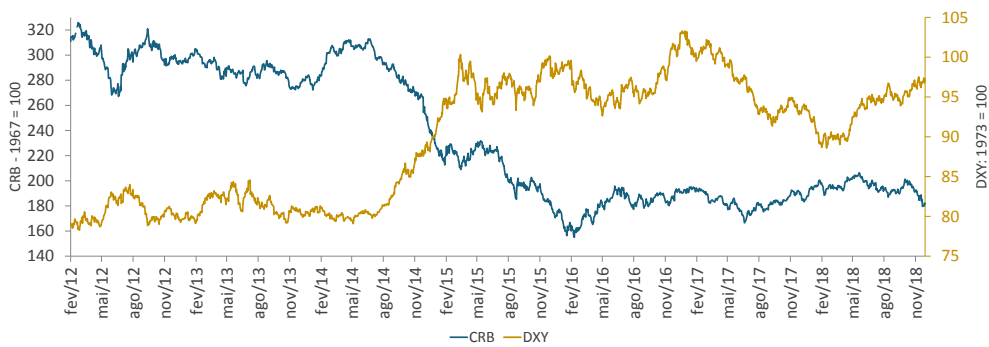


Fonte: FRED.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 3

Valor do dólar contra uma cesta de moedas (DXY) e índice de preços de commodities (CRB)

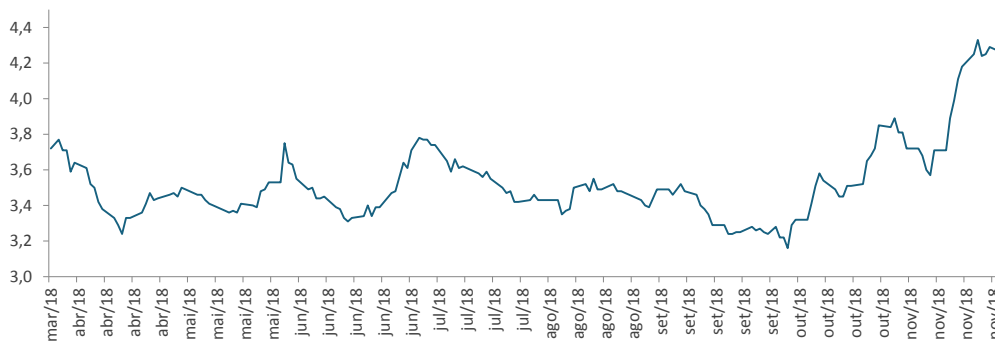


Fonte: Bloomberg.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 4

Spread entre o rendimento dos títulos corporativos de alto risco (sem grau de investimento) e dos títulos do Tesouro americano de maturidade semelhante  
(Em %)

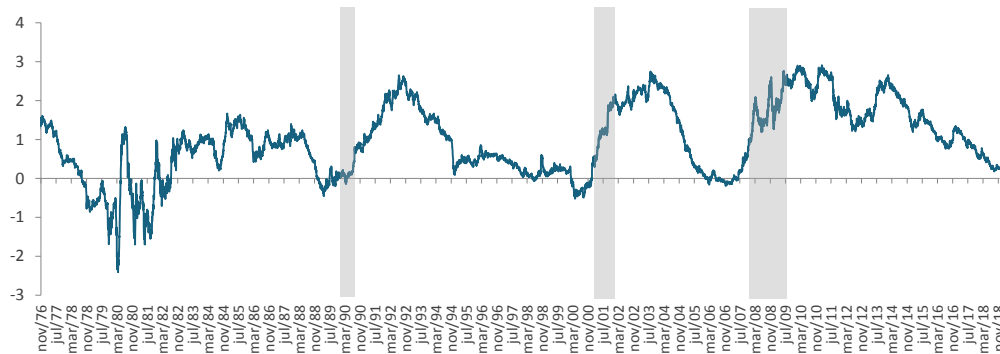


Fonte: FRED.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 5

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



Fonte: FRED.

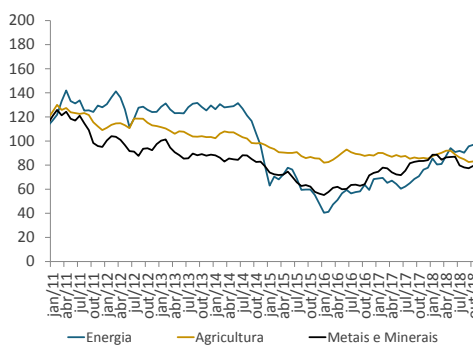
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

## 2 Commodities

O comportamento dos preços de *commodities* no mercado internacional vem se mostrando bastante volátil. Segundo o CRB (gráfico 3), em termos agregados, houve crescimento até maio, seguido por uma trajetória de queda, com oscilações a partir deste ponto até o final de novembro. Na comparação com o final de novembro de 2017, o índice CRB registra uma queda de 5,3%. Os dados do Banco Mundial mostram que, na comparação com igual mês do ano anterior, as *commodities* agrícolas e as minerais e metálicas apresentavam em outubro (último dado disponível) variações de -3,0% e -4,8%, respectivamente. *Commodities* ligadas à área de energia, em contrapartida, tiveram valorização de 37% (gráfico 6).

GRÁFICO 6

Preço de *commodities* (Índice: 2010=100)



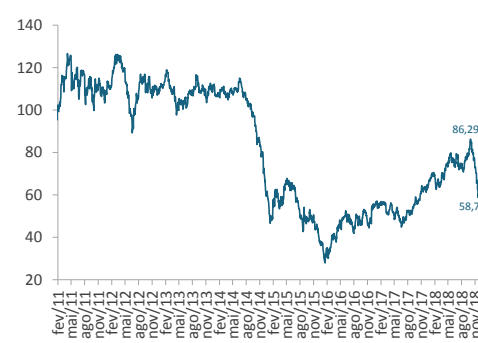
Fonte: Banco Mundial.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

O comportamento das *commodities* de energia é claramente influenciado pelo preço do petróleo, que em outubro apresentou variação de 40% ante a média de outubro de 2017 (gráfico 7). A aceleração dos preços do petróleo, de junho do ano passado até o início de outubro deste ano, refletiu inicialmente a queda na produção da Venezuela e restrições de oferta pelo lado da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opec), num contexto em que o crescimento da economia mundial levava a um aumento

GRÁFICO 7

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



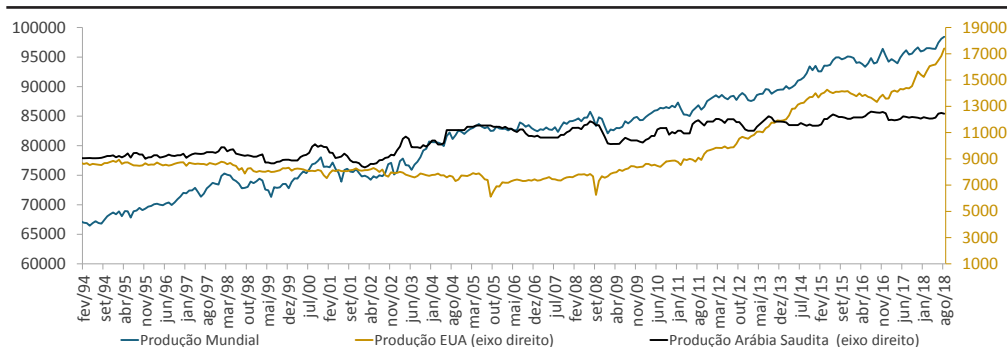
Fonte: U. S. Energy Information Administration.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

robusto da demanda. Mais recentemente, a tendência de alta foi reforçada pela perspectiva de adoção de sanções contra o Irã, o que levou as cotações do tipo Brent ao seu nível mais elevado em quatro anos, acima de US\$ 86/barril. No último mês e meio, no entanto, os preços desabaram, atingindo US\$ 60/barril no final de novembro. Contribuíram para isso: i) a imposição de sanções ao Irã menos rigorosas que o previsto, permitindo que ele continue vendendo petróleo a alguns países específicos; ii) o aumento da produção pela Arábia Saudita; e iii) a perspectiva de desaceleração da economia global com a consequente redução do ritmo de crescimento da demanda. Adicionalmente, considera-se a expansão da oferta do petróleo extraído nos Estados Unidos a partir de fontes não convencionais – cuja ampliação parece ter esbarrado inicialmente em gargalos de infraestrutura para seu escoamento, mas que aos poucos vai entrando no mercado e contribuindo para a redução dos preços (gráfico 8).

GRÁFICO 8

**Produção de petróleo: Mundo, EUA e Arábia Saudita**  
(Em 1000 barris/dia)



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

### 3 Atividade Econômica – a trajetória recente

Olhando para a trajetória recente da atividade econômica, os sinais de perda de ritmo do crescimento são mais evidentes na AE, onde o crescimento do PIB desacelerou para 0,2% no terceiro trimestre ante o trimestre anterior, diante de uma taxa média de 0,4% ao trimestre na primeira metade de 2018 e de 0,7% ao trimestre ao longo de 2017. No Japão, o PIB do terceiro trimestre recuou 0,3% em relação ao trimestre anterior, após ter crescido 0,8% no segundo trimestre.

Nos Estados Unidos, no entanto, a economia continua mostrando sinais de dinamismo: o PIB no terceiro trimestre cresceu 3,5%, em termos dessazonalizados e anualizados, menos que no segundo trimestre, quando a variação foi de 4,2%, mas uma taxa ainda bem elevada (tabela 2). No entanto, a composição do crescimento mostra que, no terceiro trimestre, a principal contribuição veio da variação de estoques, que explicou quase 60% da variação do PIB no período, apenas um pouco menos que a contribuição do consumo privado, cujo peso é significativamente maior e cuja variação de 4,0% se manteve elevada (tabela 3). O investimento fixo



caiu 0,3% no terceiro trimestre, depois de ter crescido 8,0% e 6,4% no primeiro e segundo trimestres, respectivamente. Em particular, o investimento não residencial desacelerou fortemente, enquanto o investimento residencial manteve-se negativo pelo terceiro trimestre consecutivo (tabela 2).

TABELA 2

Estados Unidos – PIB segundo componentes da demanda agregada – taxas de crescimento trimestral dessazonalizadas e anualizadas

(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	3º 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	3,5
<b>Consumo Pessoal</b>	2,4	3,4	2,7	2,6	1,8	2,9	2,2	3,9	0,5	3,8	4,0
<b>Investimento Privado Bruto</b>	-1,8	-1	-0,4	8,1	4,9	5,7	8,8	0,8	9,6	-0,5	12,0
Investimento Fixo	1,9	2,8	3,2	1,7	9,9	4,3	2,6	6,2	8,0	6,4	-0,3
Investimento Não-Residencial	-1,2	3,8	4,6	0	9,6	7,3	3,4	4,8	11,5	8,7	0,8
Investimento Residencial	13,7	-1	-1,7	7,7	11,1	-5,5	-0,5	11,1	-3,4	-1,3	-4,0
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	9,3	-3,5
Importações	0,5	0,8	4,9	6,2	4,8	2,5	2,8	11,8	3,0	-0,6	9,1
<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	2,5	3,3

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

TABELA 3

Estados Unidos – PIB segundo componentes da demanda agregada – contribuições para o crescimento

(Em % e pontos percentuais)

	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	3º 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	3,5
<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	2,7
<b>Investimento Privado Bruto</b>	-0,3	-0,2	-0,1	1,3	0,8	1,0	1,5	0,1	1,6	-0,1	2,0
Investimento Fixo	0,3	0,5	0,5	0,3	1,6	0,7	0,4	1,0	1,3	1,1	0,0
Investimento Não-Residencial	-0,2	0,5	0,6	0,0	1,2	0,9	0,5	0,6	1,5	1,2	0,1
Investimento Residencial	0,5	0,0	-0,1	0,3	0,4	-0,2	0,0	0,4	-0,1	-0,1	-0,2
Variação de Estoques	-0,6	-0,6	-0,6	1,0	-0,8	0,2	1,0	-0,9	0,3	-1,2	2,1
<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	-1,8
Exportações	-0,3	0,4	0,7	-0,4	0,6	0,4	0,4	0,8	0,4	1,1	-0,5
Importações	-0,1	-0,1	-0,7	-0,9	-0,7	-0,4	-0,4	-1,7	-0,5	0,1	-1,3
<b>Gastos do Governo em Consumo e Investimento</b>	0,6	-0,2	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,2	0,4	0,3	0,4	0,6

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

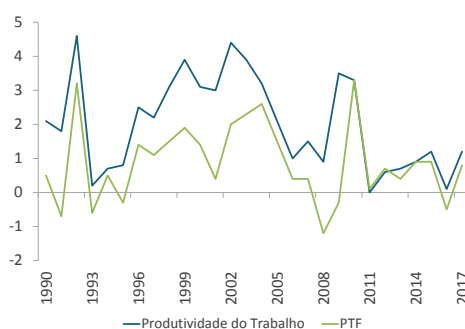
Apesar de seu desempenho positivo, o crescimento nos Estados Unidos reflete em parte o impacto da política fiscal expansionista, em vigor desde o início do ano, cujos efeitos tendem a se dissipar no futuro próximo – também um fator para explicar as expectativas de desaceleração. Segundo o Escritório do Congresso para o Orçamento (Congressional Budget Office – CBO), o *deficit* fiscal acumulado em doze meses até setembro foi de US\$ 779 bilhões, ou 3,8% do PIB, ante 3,5% e 3,2% em 2017 e 2016, respectivamente<sup>2</sup>. O *deficit* atual se revela particularmente elevado quando se considera que a economia americana vem crescendo acima do potencial. Cálculos do Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy, ligado à Brookings Institution, nos Estados Unidos, indicam que a política fiscal contribuiu com 0,6 p.p. para o crescimento de 3,5% do PIB americano no terceiro trimestre

2 O CBO afirma que um deslocamento na data em que diversos pagamentos foram realizados reduziu o deficit do ano fiscal 2018, encerrado em 30 de setembro. Não fosse isso, o *deficit* de 2017 teria sido menor e o 2018, maior – de 4,1% do PIB.

tre<sup>3</sup>. De acordo com esse indicador, a política fiscal em 2018 vem tendo a maior contribuição para o crescimento do PIB desde 2010, notando ainda que, apesar de positiva, a contribuição do corte de impostos diminuiu entre o segundo e o terceiro trimestre.

A perspectiva de desaceleração do crescimento nos Estados Unidos passa também pela constatação de que o próprio crescimento potencial parece ter passado por forte desaceleração no período pós-crise: o ritmo de aumento da produtividade do trabalho caiu de 2,9% ao ano (a.a.), em média, no período 1997-2007, para 1,2% a.a., entre 2007 e 2017 – taxa observada também na média de quatro trimestres até o terceiro trimestre de 2018. A produtividade total dos fatores – que aproxima a tendência de crescimento de longo prazo – também desacelerou de forma significativa: seu crescimento foi de 1,5% a.a., em média, entre 1997 e 2007, e de 0,5% a.a., no período 2007-2017 (gráfico 9).

**GRÁFICO 9**  
**Produtividade do trabalho e produtividade total dos fatores**  
 (Variação anual, em %)



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

Nos mercados emergentes, a tendência também parece ser de desaceleração, diante do ambiente externo menos favorável em decorrência da normalização da política monetária nos Estados Unidos e da perspectiva de que isso venha também a ocorrer proximamente na AE – provocando, assim, um aperto das condições financeiras desses países devido à perspectiva de redução de seus fluxos de capital e a consequente pressão sobre suas moedas. Além disso, e talvez o elemento mais importante, os efeitos das medidas protecionistas dos Estados Unidos contra exportações chinesas já parecem estar afetando o crescimento da China e, por extensão, do Sudeste Asiático.

A expansão do PIB chinês no terceiro trimestre ainda foi relativamente forte, de 6,7%, ante o terceiro trimestre de 2017, e de 1,6% dessazonalizado ante o segundo trimestre deste ano. Em ambos os casos, essas variações representam uma leve desaceleração em relação ao desempenho ao longo do ano. Os dados de produção industrial e de vendas do comércio em outubro também não trouxeram mudanças significativas: a produção industrial cresceu 5,9% na comparação com outubro do ano passado, diante de uma taxa média de 6% no terceiro trimestre, enquanto as vendas do comércio varejista aumentaram 9,2%, com ligeira aceleração em relação à média do terceiro trimestre (9%). O crescimento dos investimentos, em contrapartida, registrou recuperação nos últimos meses – em julho, essa taxa de variação interanual foi de apenas 3%, mas cresceu desde então para atingir 8% em outubro.

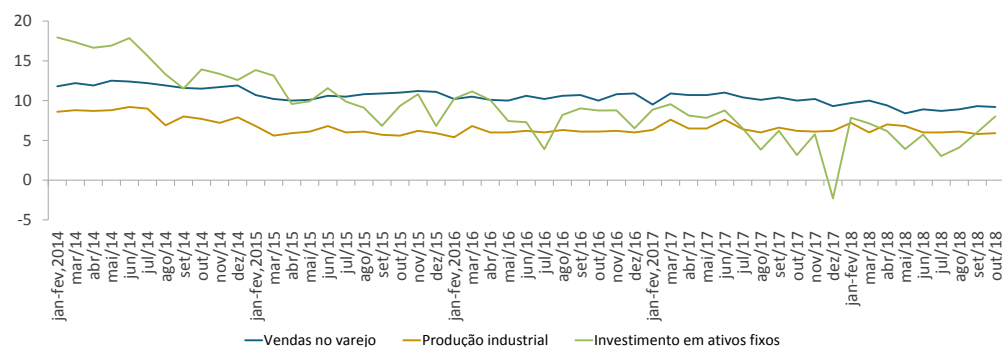
<sup>3</sup> Disponível em: <<https://www.brookings.edu/interactives/hutchins-center-fiscal-impact-measure/>>.



GRÁFICO 10

**Produção industrial, vendas no varejo e investimentos em ativos fixos na China**

(Variações em relação ao mesmo mês do ano anterior, em %)



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

A política econômica do governo chinês tem enfrentado o vento contra da guerra comercial promovida pelos Estados Unidos com: i) a redução de impostos (o patamar de renda mensal a partir do qual passa a incidir o imposto de renda aumentou de 3,5 mil *yuans* para 5 mil *yuans* e encontra-se em debate a redução do imposto sobre vendas de automóveis de 10% para 5%); ii) a expansão dos gastos públicos (os governos locais foram autorizados a emitir mais títulos para financiar obras de infraestrutura); e iii) principalmente a reversão de medidas de política monetária e de regulação do sistema financeiro que vinham procurando moderar o endividamento elevado das empresas chinesas, mantendo a expansão do crédito.

A perspectiva de uma desaceleração da economia global adquire contornos preocupantes quando se constata duas características inter-relacionadas, associadas ao período pós-crise financeira internacional. A primeira refere-se aos instrumentos de política econômica com que podem contar os países para enfrentar uma eventual recessão. Na política monetária, taxas de juros muito próximas de zero indicam que o espaço para estimular a demanda agregada é bastante reduzido nos Estados Unidos – mesmo considerando as elevações já feitas desde 2015 e a perspectiva de que a taxa Fed Funds continue subindo em 2019 – e inexistente na AE e no Japão. A retomada das operações de expansão quantitativa – quando o banco central adquire ativos financeiros diretamente no mercado, constituindo-se, em tese, de um substituto de reduções da taxa de juros – também apresenta limites, seja pelas distorções que produz, seja porque seus efeitos sobre a atividade econômica são incertos e, provavelmente, declinantes na margem. Na política fiscal, o escopo reduzido para a atuação anticíclica decorre dos *deficit* e endividamentos públicos elevados, em razão das políticas seguidas após a crise de 2007-2008. Como visto, nos Estados Unidos, a política fiscal vem sendo bastante expansionista este ano, o que tende a reduzir sua efetividade caso seja necessário mobilizá-la mais adiante para enfrentar uma redução de crescimento maior que o previsto.

#### 4 Endividamento Global

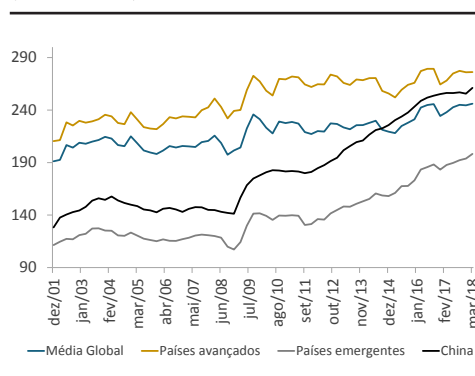
Os elevados níveis de endividamento aumentam os riscos para a economia ao amplificarem os efeitos de eventuais choques, sejam eles reais (como o acirramento

das restrições ao comércio internacional) ou monetários (associados ao aumento da taxa de juros em função do comportamento da inflação nos Estados Unidos). Segundo dados do Bank for International Settlements (BIS) – Banco de Compensações Internacionais –, o endividamento do setor não financeiro global (isto é, famílias, empresas e governos), considerando fontes bancárias e não bancárias, aumentou de 200% para 250% do PIB entre 2008 e o início de 2018, em contraste com a estabilidade do período entre 2000 e 2008. Nos países avançados, o aumento do endividamento esteve concentrado no imediato pós-crise, passando de 232% para 273% do PIB entre 2008 e 2009. Depois disso, o endividamento nesses países se estabilizou como proporção do PIB. Nos países emergentes, também ocorre uma expansão acentuada em 2009, seguida por relativa estabilidade e um novo processo de aceleração a partir do final de 2011. A alavancagem desses países passa de 107% do PIB no final de 2008 para 142% do PIB em 2009, estabilizando-se em torno desse patamar até 2011, quando volta a crescer para atingir 200% do PIB no início de 2018. A China, por seu peso, influencia a trajetória do endividamento dos emergentes e reproduz de forma ampliada o comportamento descrito, passando de 140% do PIB, na eclosão da crise, para 260% do PIB, no período mais recente. Ou seja, o endividamento total na China (exceto o sistema financeiro) quase dobrou, como proporção do PIB, num período de pouco menos de dez anos.

O aumento do endividamento global a partir de 2008 (ano inicial para o qual os dados desagregados por setor institucional nos países emergentes encontram-se disponíveis) mostra forte crescimento da dívida de governos e empresas – em ambos os casos, de cerca de 20 p.p. do PIB – e relativa estabilidade do endividamento das famílias. O crescimento da dívida pública global foi muito forte no primeiro ano da crise, tendo passado de 57% para 75% do PIB. Depois disso, o aumento foi bem mais gradual, com crescimento adicional de apenas 7 p.p. do PIB até 2018. Em contraste, o endividamento das empresas entre 2009 e 2011 chegou a se reduzir antes de passar a crescer de forma acelerada, enquanto, no caso das famílias, o processo de desalavancagem foi mais prolongado, e seu endividamento só voltou a crescer, lentamente, a partir de 2016.

Nos países avançados, a expansão do crédito ao setor não financeiro no período pós-crise foi puxada fundamentalmente pelo aumento do endividamento público. O crescimento total, de 35 p.p. do PIB, não chega a ser excepcional, exceto pelo fato de já se partir de níveis relativamente elevados, passando de 241% do PIB em 2008 para 276% do PIB no início de 2018. O crédito aos governos passou de 70% para 102% do PIB; para as empresas, variou de 89% para 92% do PIB; e, para as

GRÁFICO 11  
Economia global – níveis de endividamento do setor não-financeiro  
(Em % do PIB)

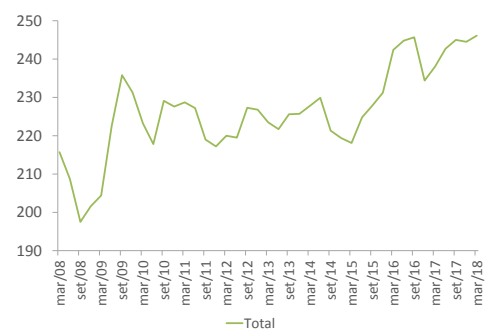


Fonte: BIS.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.



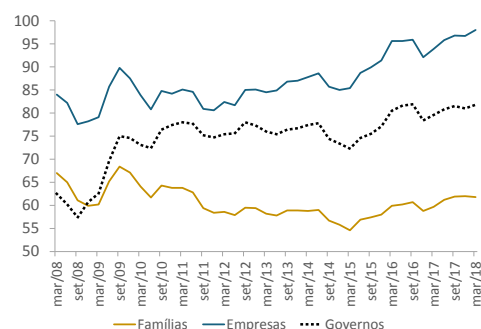
famílias, houve redução de 79% para 75% do PIB. O forte aumento do endividamento público aconteceu entre 2008 e 2012, quando ele passa de 70% para 98% do PIB, como reflexo das políticas fiscais contracíclicas adotadas inicialmente nos Estados Unidos e posteriormente na AE (gráfico 13).

**GRÁFICO 12 A**  
Economia global – níveis de endividamento do setor não financeiro  
(Em % do PIB)



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

**GRÁFICO 12 B**  
Economia global – níveis de endividamento do setor não-financeiro segundo setores institucionais  
(Em % do PIB)



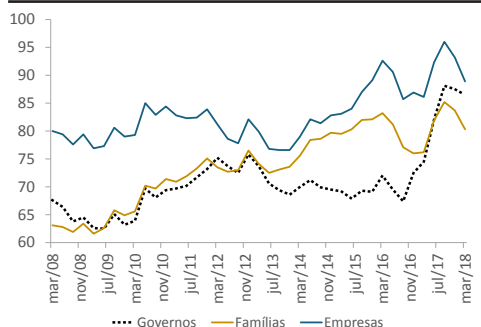
Fonte: BIS.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 13 A**  
Países Avançados - Endividamento do setor não financeiro  
(Em % do PIB)



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

**GRÁFICO 13 B**  
Países Avançados – níveis de endividamento do setor não financeiro segundo setores institucionais  
(Em % do PIB)



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

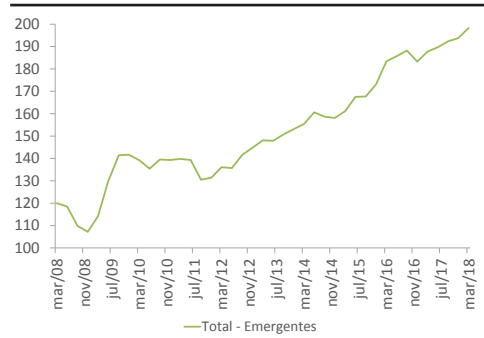
Nos países emergentes, em contrapartida, o crédito total ao setor não financeiro da economia aumentou de 114% do PIB em 2008 para 198% do PIB no primeiro trimestre de 2018 – uma variação, portanto, de 84 p.p. do PIB. Esse salto contrasta com a variação entre 2001 e 2007, em que o aumento foi de apenas 10 p.p. do PIB, de 111% para 121% do PIB. Todos os setores institucionais nos países emergentes viram crescer seu endividamento como proporção do PIB: nos governos, ele aumentou de 34% para 50% do PIB; entre as empresas, passou de 59% para 108% do PIB; e, para as famílias, o aumento foi de 21% para 41% do PIB. Ou seja, cerca de 60% do aumento do endividamento em mercados emergentes deveu-se à maior alavancagem do setor corporativo.

É preciso, porém, cautela quando se considera o comportamento agregado dos emergentes, pois ele é muito influenciado pelo que ocorre na China, cujo PIB re-

presentou, na média do período, cerca de 32% do PIB dos emergentes como um todo – participação que foi crescente, tendo passado de 22% para 47% do total entre 2008 e 2018. O aumento do endividamento na China foi muito forte no período, refletindo as políticas expansionistas implementadas para enfrentar a crise, as quais levaram o crédito ao setor não financeiro de 145% do PIB, no início de 2008, para 261% do PIB, no início de 2018. O gráfico 15, a seguir, ilustra a trajetória do endividamento, como proporção do PIB, para os setores institucionais na China. Em termos absolutos, como proporção do PIB, o maior aumento de endividamento ocorreu entre as empresas – de 97% para 164% do PIB. Para os governos (central e locais), o aumento foi de 20 p.p., para 48% do PIB. A variação registrada para as famílias foi de 30 p.p. do PIB, de 19% em 2008 para 49% em 2018.

GRÁFICO 14 A

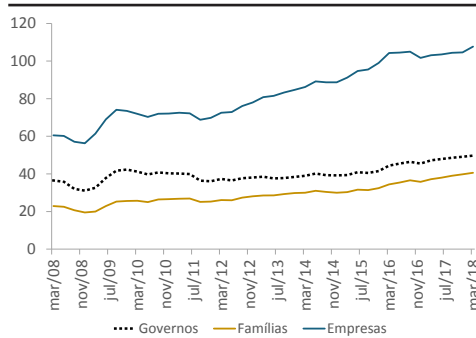
**Países Emergentes – Endividamento do setor não financeiro**  
(Em % do PIB)



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

GRÁFICO 14 B

**Países Emergentes – Endividamento do setor não financeiro segundo setores institucionais**  
(Em % do PIB)



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

GRÁFICO 15 A

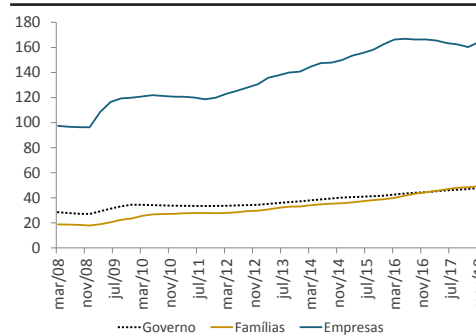
**China – Endividamento do setor não financeiro**  
(Em % do PIB)



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

GRÁFICO 15 B

**China - Endividamento do setor não financeiro segundo setores institucionais**  
(Em % do PIB)

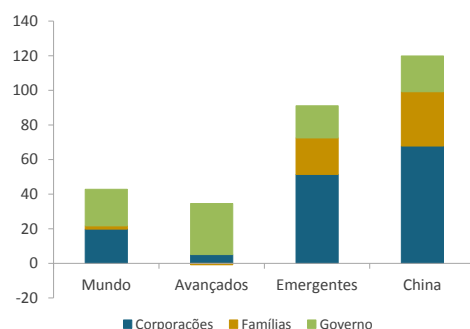


Fonte: BIS.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Quando se compara a evolução do endividamento na China em relação ao conjunto dos demais emergentes, constata-se um aumento bem menos acentuado em termos relativos nestes últimos. Especificamente, a variação do endividamento total do setor não financeiro nos emergentes (EM) ex-China foi de 32,6 p.p. do PIB, entre os primeiros trimestres de 2008 e de 2018, diante de uma variação de 84 p.p. do PIB para os emergentes como um todo – influenciados, como visto, pelo

comportamento da China, onde essa variação foi de 117 p.p. do PIB. Quando se considera a variação do endividamento dos governos, a diferença é pequena: 12 p.p. do PIB para os emergentes ex-China e 13,2 p.p. do PIB para o conjunto dos emergentes. Para empresas e famílias, contudo, as diferenças são muito grandes: no primeiro caso, de 11,7 p.p. do PIB nos emergentes ex-China e de 47,2 p.p. do PIB para o conjunto dos emergentes; e de 8,6 p.p. e 17,7 p.p. do PIB, respectivamente, para as famílias. O aumento em valor do endividamento do setor não financeiro na China explica 45% do aumento global e 75% do aumento dos emergentes.

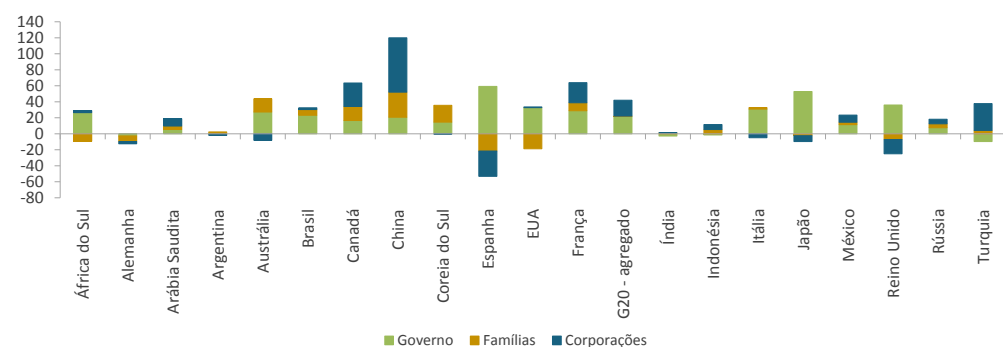
GRÁFICO 16  
Variação do endividamento (2008-2018) – grupos de países  
(Em pontos percentuais do PIB)



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

Os gráficos a seguir ilustram as variações do endividamento, como proporção do PIB para os grandes agregados de países (gráfico 16) e para os países do G20 (gráfico 17).

GRÁFICO 17  
Variação do endividamento (2008-2018) – países do G-20  
(Em % do PIB)



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

Em resumo, quando se considera o problema do aumento do endividamento no período pós-crise financeira internacional, verifica-se que houve forte incremento da alavancagem nos países avançados, envolvendo todos os setores institucionais, especialmente os governos no imediato pós-crise, e na China, com destaque para as empresas.

Diante desse quadro, a principal preocupação com uma mudança de cenário macroeconômico, com a elevação dos custos de financiamento – à qual se agrega a intensificação das fricções associadas ao aumento do protecionismo comercial –, seria o risco das empresas chinesas.

## **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.