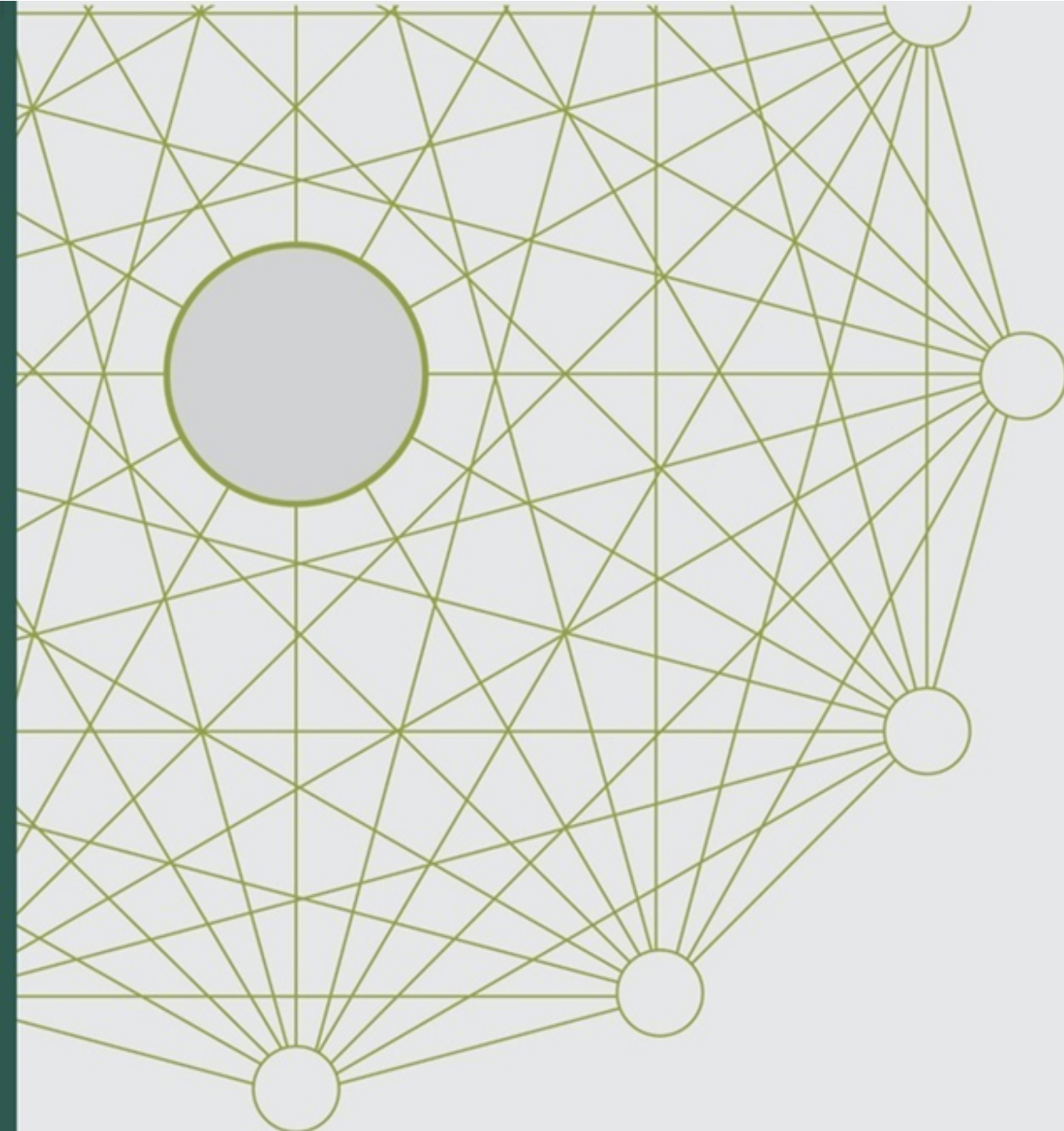




Julho - Setembro

2016

ECONOMIA INTERNACIONAL



32

CONJUNTURA

CARTA DE

Governo Federal
Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão
Ministro interino Dyogo Henrique de Oliveira

ipea Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente

Ernesto Lozardo

Diretor de Desenvolvimento Institucional

Juliano Cardoso Eleutério

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia

João Alberto De Negri

**Diretor de Estudos e Políticas
Macroeconômicas**

Claudio Hamilton Matos dos Santos

**Diretor de Estudos e Políticas Regionais,
Urbanas e Ambientais**

Alexandre Xavier Ywata de Carvalho

**Diretora de Estudos e Políticas Setoriais
de Inovação, Regulação e Infraestrutura**

Fernanda De Negri

Diretora de Estudos e Políticas Sociais

Lenita Maria Turchi

**Diretora de Estudos e Relações Econômicas e
Políticas Internacionais**

Alice Pessoa de Abreu

Chefe de Gabinete, Substituto

Márcio Simão

**Assessora-chefe de Imprensa e
Comunicação**

Regina Alvarez

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

URL: <http://www.ipea.gov.br>

Panorama Global

O terceiro trimestre do ano caracterizou-se pela reversão das expectativas mais negativas que prevaleciam ao final de junho, sem que se tenha conseguido, porém, superar as incertezas de caráter mais estrutural. O período começou sob o impacto da decisão do Reino Unido de deixar a União Europeia (processo que ficou conhecido como *Brexit*). Os efeitos negativos dessa decisão, no entanto, acabaram revelando-se menores do que o esperado, pelo menos até o momento: a libra desvalorizou-se 13% logo após o anúncio do resultado do plebiscito, estabilizando-se posteriormente nesse novo patamar,² enquanto os dados de atividade também apresentaram recuperação após queda em junho e julho. Na Área do Euro (AE), em que se esperava que o impacto negativo do *Brexit* seria sentido mais intensamente, a tendência de crescimento moderado não parece ter se alterado, embora o crescimento do segundo trimestre tenha desacelerado em relação ao primeiro. O crescimento moderado do período na AE foi influenciado positivamente pelas exportações, algo que deve ser difícil de sustentar diante do modesto crescimento em volume no comércio internacional.

Nos EUA, a reunião de junho do Comitê de Política Monetária (FOMC na sigla em inglês) do Federal Reserve (Fed, o banco central americano) trouxe um tom mais cauteloso quanto à perspectiva de aumento da taxa de juros. Na ata daquela reunião, o FOMC reconheceu os sinais ambíguos quanto ao nível de atividade (os dados de emprego de maio foram particularmente ruins) enquanto o cenário internacional incerto, inclusive pelo temor quanto aos efeitos do *Brexit*, também foi usado como justificativa para um eventual adiamento da desejada normalização da política monetária. Desde aquele momento, contudo, houve significativa melhora no mercado de trabalho e o *Brexit*, como mencionado, não teve o impacto negativo de curto prazo que se temia. Os indicadores de atividade nos EUA (produção industrial, setor habitacional, vendas do varejo, confiança), no entanto, têm se mostrado voláteis e a inflação (medida pelo núcleo do deflator das despesas de consumo das famílias, PCE na sigla em inglês) tem se mantido abaixo do objetivo de longo prazo do Fed, de 2% ao ano, ainda que em ligeiro crescimento. Nas discussões internas do FOMC e nas declarações de seus membros, voltaram a ganhar força os defensores de um aumento dos juros, e a reunião de setembro apontou claramente que uma nova elevação da taxa de juros *Federal Funds* deve acontecer ainda em 2016. Não obstante, a expectativa é de que essa elevação seja bem gradual.

¹ Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. E-mail: <paulo.levy@ipea.gov.br>.

² A definição, no início da semana de outubro, da data para iniciar o processo de saída do Reino Unido, fixada em março de 2017, voltou a causar desvalorização da libra esterlina, da ordem de 5%, em relação às cotações do início de setembro.

A esse quadro mais geral de falta de dinamismo da atividade econômica somou-se o Japão, onde a inflação próxima de zero e novos sinais de perda de fôlego do crescimento vêm colocando em xeque a efetividade da política monetária, de modo que em julho foi anunciado um novo pacote fiscal. Em sua reunião de setembro, o Banco do Japão (BoJ, na sigla em inglês) anunciou uma nova forma de operar a política monetária, fixando uma meta de juro zero para os títulos de dez anos do governo japonês, além da manutenção dos demais instrumentos, como a compra de ativos e o compromisso com a obtenção de uma inflação superior a 2% ao ano. Trata-se de uma tentativa inédita por parte da autoridade monetária de fixar a estrutura a termo da taxa de juros, algo que equivale a um afrouxamento quantitativo (*QE*, na sigla em inglês) sem limites. Os títulos do governo japonês de dez anos vinham sendo negociados a taxas negativas em termos nominais.

Nos mercados emergentes, as perspectivas para a China parecem ter se estabilizado no que se refere ao crescimento de curto prazo. Isso não significa, contudo, que tenham desaparecido as desconfianças quanto a sua sustentabilidade no médio prazo. A China encontra-se em meio a uma transição na qual o peso do passado, sob a forma de um endividamento elevado, acumulado principalmente depois de 2008, impede que os novos setores e fontes de dinamismo avancem mais rapidamente. Apesar disso, as políticas fiscal e monetária têm estimulado a atividade econômica, mantido os investimentos em infraestrutura e sustentado o crescimento em patamar ainda elevado, ainda que obviamente inferior às taxas estratosféricas de alguns anos atrás. A confiança dos empresários da indústria em setembro aumentou novamente, voltando em alguns casos ao terreno da expansão, acima de 50 pontos, indicando assim certa estabilização do atual ritmo de crescimento.

Na América Latina, o crescimento também parece ter se estabilizado, embora em níveis relativamente baixos quando comparados ao observado no período de *boom* de preços de *commodities*. Por outro lado, as notícias positivas quanto aos efeitos menores esperados do *Brexit* e a perspectiva de adiamento da elevação dos juros nos EUA, e de um gradualismo comedido quando voltarem a subir, mantiveram o ambiente favorável no que se refere à aceitação de riscos pelos investidores internacionais. Isso permitiu alguma valorização cambial e favoreceu o controle da inflação de modo que as políticas monetárias na região vêm se tornando menos restritivas.

As previsões de crescimento da economia mundial vinham sendo sistematicamente revistas para baixo (Gráficos 1 e 2), refletindo o ritmo relativamente mais lento da atual recuperação em comparação a ciclos anteriores. Atualmente, as projeções do FMI apresentadas no Panorama da Economia Mundial (WEO na sigla em inglês), de outubro, são de um crescimento da economia mundial de 3,1% em 2016 e 3,4% em 2017 – projeções que se mantiveram estáveis em relação ao relatório de julho, mas que encobrem uma nova revisão para baixo do crescimento em 2016 dos países desenvolvidos (-0,6 ponto percentual nos EUA) e movimento em sentido oposto para os países emergentes, especialmente Rússia e Índia (Tabela 1). Vale notar que apenas a China, apesar da forte desaceleração de seu crescimento nos últimos anos, deve contribuir com quase 40% do crescimento global.

TABELA 1

Crescimento do PIB: observado e projeções do FMI (WEO - Outubro de 2016)
(Em %)

				Projeções de Jul./2016 (diferença)	
Crescimento real do PIB (%)	2015	2016 (p)	2017(p)	2016 (p)	2017(p)
Mundo	3,2	3,1	3,4	0,0	0,0
Economias desenvolvidas	2,1	1,6	1,8	-0,2	0,0
Área do Euro	2,0	1,7	1,5	0,1	0,1
Reino Unido	2,2	1,8	1,1	0,1	-0,2
Estados Unidos	2,6	1,6	2,2	-0,6	-0,3
Japão	0,5	0,5	0,6	0,2	0,5
Países emergentes e em desenvolvimento	4,0	4,2	4,6	0,1	0,0
Ásia	6,6	6,5	6,3	0,1	0,0
China	6,9	6,6	6,2	0,0	0,0
Índia	7,6	7,6	7,6	0,2	0,2
América Latina e Caribe	0,0	-0,6	1,6	-0,2	0,0
Brasil	-3,8	-3,3	0,5	0,0	0,0
Europa Central e Oriental	3,6	3,3	3,1	-0,2	-0,1
Comunidade de Estados independentes	-2,8	-0,3	1,4	0,3	-0,1
Rússia	-3,7	-0,8	1,1	0,4	0,1
Oriente Médio e Norte da África	2,3	3,4	3,4	0,0	0,1
África Subssariana	3,4	1,4	2,9	-0,2	-0,4
África do Sul	1,3	0,1	0,8	0,0	-0,2
Comércio Internacional - volume	2,6	2,3	3,8	-0,4	-0,1

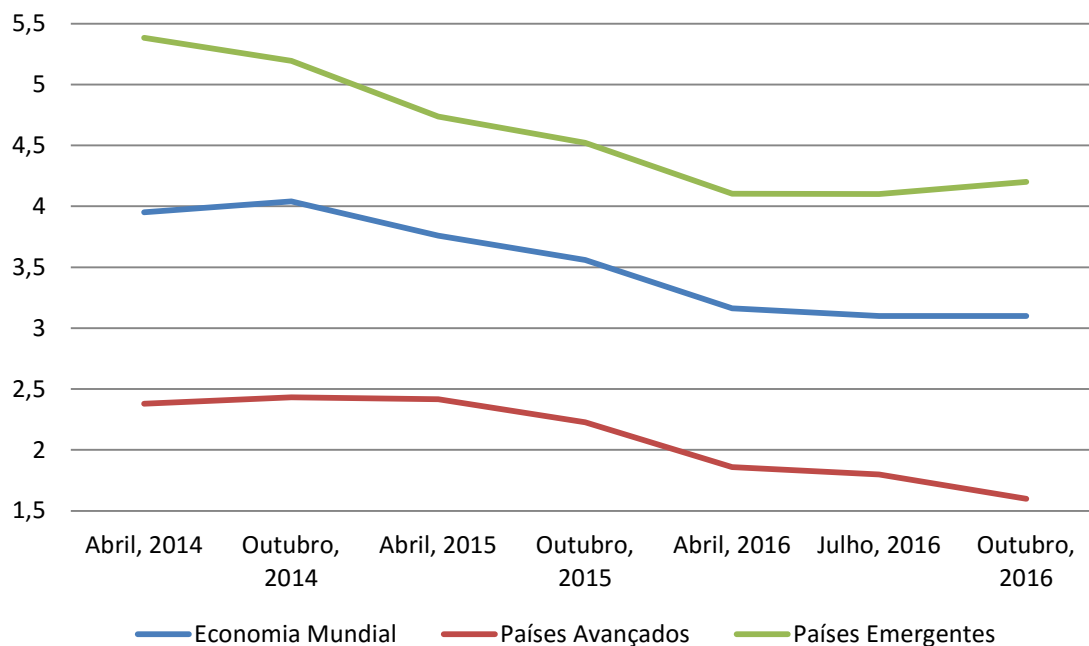
Fonte: FMI

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 1

Projeções de Crescimento para 2016 - WEO FMI (abr./2014 – out./2016)

(Em %)



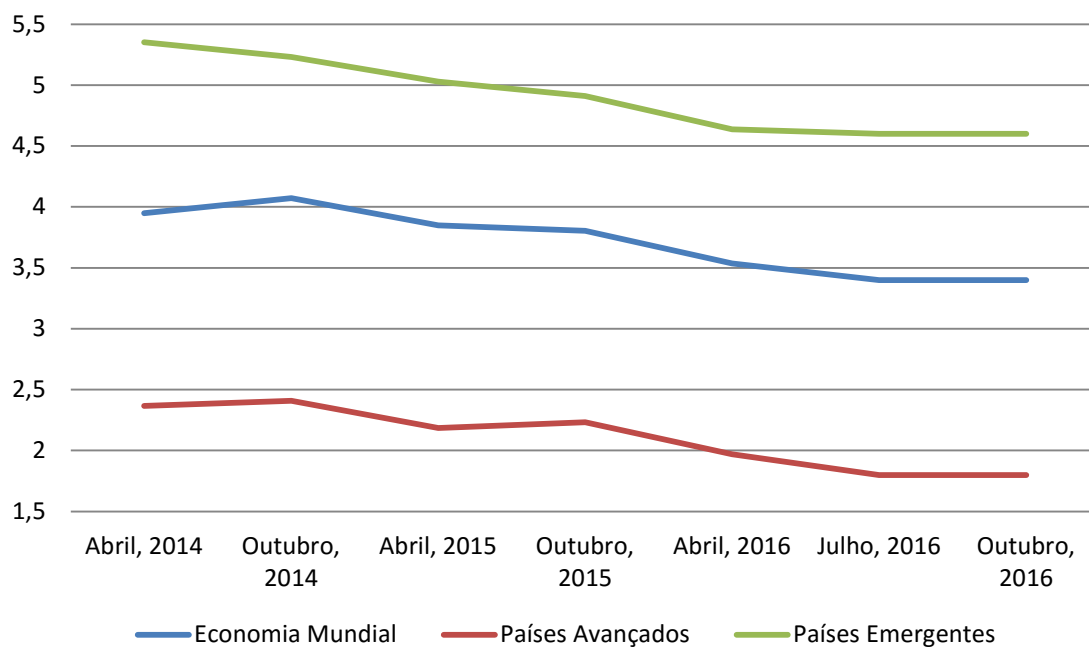
Fonte: FMI

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 2

Projeções de Crescimento para 2017 - WEO FMI (abr./2014 – out./2016)

(Em %)



Fonte: FMI

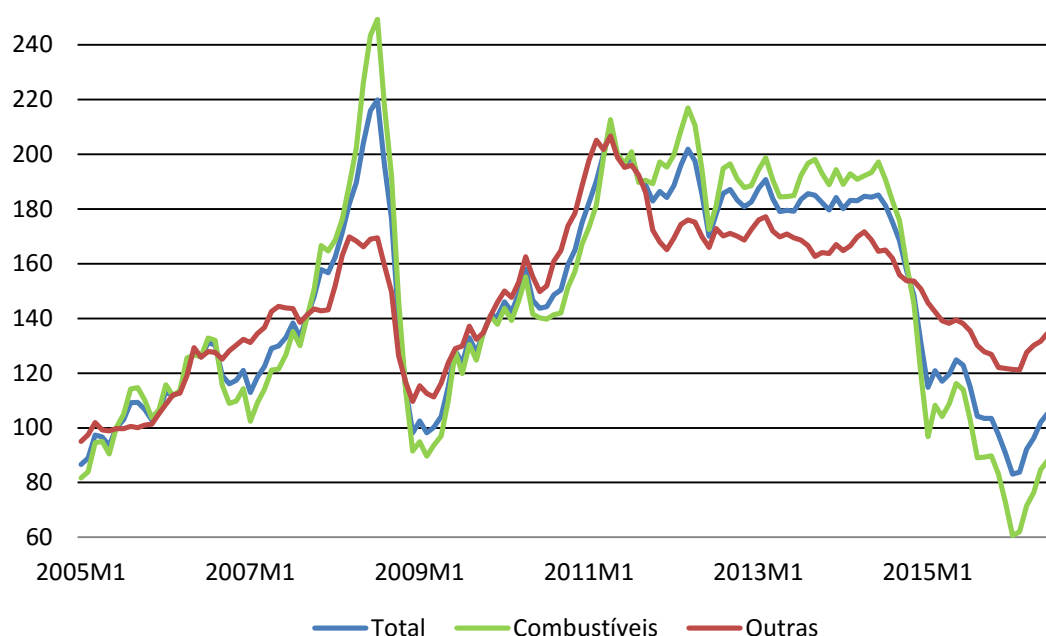
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Commodities

Como destacado na Carta de Conjuntura nº 31, os preços de *commodities* experimentaram um aumento de 27% ao longo do primeiro semestre de 2016, depois de terem atingido seus valores mais baixos entre o final de 2015 e o início deste ano. Esse aumento refletiu tanto uma ligeira expansão da demanda quanto ajustes pelo lado da oferta. Em julho, porém, esse processo se interrompeu, de acordo com os dados do FMI, refletindo uma nova queda dos preços do petróleo (-7,2%) e, em menor medida, o dos alimentos (-2,5%). Foi a primeira queda do índice de *commodities* do FMI desde janeiro. (Gráficos 3 e 4)

GRÁFICO 3

Preços de Commodities – Combustíveis e demais (jan./2005 – jul./2016)
(Índice, 2005=100)



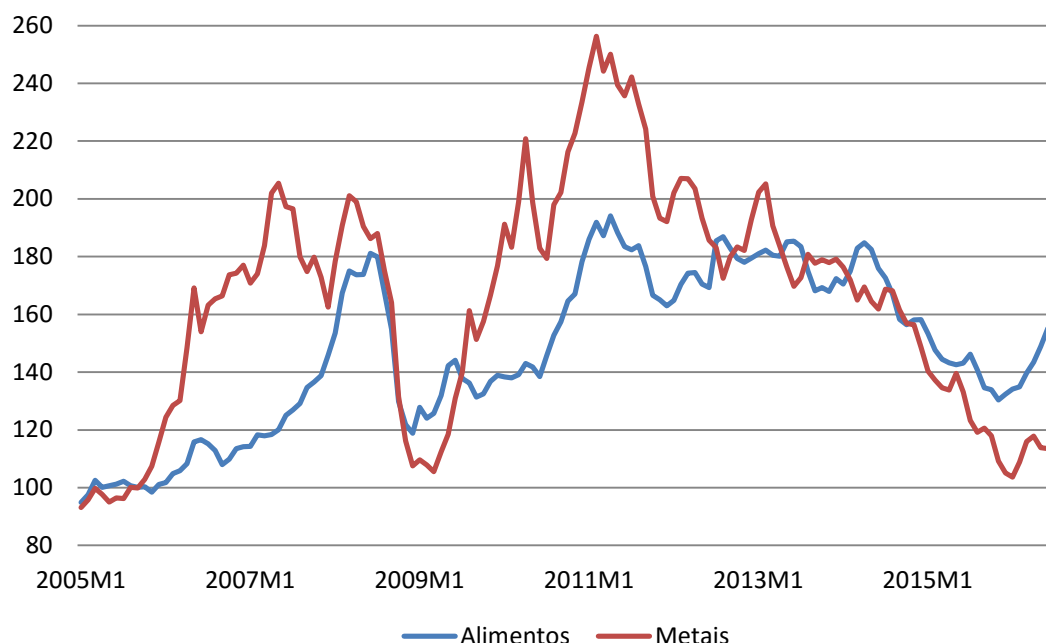
Fonte: FMI

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 4

Preços de Commodities – Alimentos e Metais (jan./2005 – jul./2016)

(Índice, 2005=100)



Fonte: FMI

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

No caso do petróleo, seu preço (tipo *Brent*) chegou a cair a US\$ 40 o barril no início de agosto, mas recuperou-se ao longo do mês para voltar à faixa em torno de US\$ 50 o barril em junho. Desde então, tem oscilado um pouco abaixo desse valor. A forte queda dos preços do petróleo – 70% desde o seu pico recente, em meados de 2014 – refletiu menos a desaceleração da demanda que a mudança nas condições de oferta, com a OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo) deixando de mirar em um preço determinado para fixar metas em termos de produção exatamente quando a produção a partir de fontes não-convencionais (*shale oil*) acelerava. Como resultado, as unidades de produção de maior custo foram fechadas e os planos de investimento fortemente revistos para baixo.³ Movimentos recentes por parte dos países da OPEP no sentido de restringir sua produção, que equivale a cerca de 40% da demanda mundial, provocaram ligeira alta nas últimas semanas nos preços internacionais do petróleo, levando-os acima de US\$ 50 o barril, mas as oscilações de preço ainda são grandes.

Os preços de produtos agrícolas registraram um salto nas cotações internacionais ao longo do primeiro semestre, mas depois disso reverteram com força. No caso da soja, a variação entre o início de março e o início de junho foi de 36%, mas depois disso houve um recuo de 18,6%, de modo que o nível ainda é superior ao mínimo recente. No caso do milho, o aumento entre o início de abril e meados de junho foi de 23,6%. Diferentemente da soja, contudo, a queda posterior foi muito forte: 25,8%, o que coloca

³ O fechamento de poços de exploração e o cancelamento de projetos têm sido um fator negativo para a economia americana desde o final do ano passado.

o preço do milho em patamar 8% inferior ao da mínima anterior. Em ambos os casos, o fator determinante para os movimentos observados veio de fatores pelo lado da oferta: a subida inicial parece ter refletido a quebra de safra, por problemas climáticos, no hemisfério sul, bem como a expectativa de que isso pudesse se repetir na safra do hemisfério norte. Após junho, quando as perspectivas de um choque climático negativo no hemisfério norte começaram a se dissipar, os preços começaram a cair. Vale destacar, por fim, que alguns alimentos, como carne e açúcar, vêm registrando ganhos de preços no mercado internacional devido à maior demanda de países asiáticos. No caso da carne, a variação de julho em relação a janeiro foi de 18%, enquanto o preço do açúcar no mercado internacional aumentou 48% em relação a fevereiro.

As *commodities* metálicas apresentaram comportamento menos volátil que o grupo de alimentos, embora também mostrando algum crescimento no primeiro semestre, com alta de 9,5% entre janeiro e junho. O minério de ferro, em particular, viu seu preço no mercado internacional (captado pelo preço de importação da China) aumentar 50% de janeiro a abril deste ano, depois de ter caído quase 80% em relação aos níveis-recorde alcançados no início de 2011. Depois de duas quedas em maio e junho, os preços subiram em julho, situando-se próximos aos valores registrados no pico mais recente, em abril. Apesar da recuperação que atingiu a maioria das *commodities* metálicas, seus preços ainda se mantêm 53% inferiores ao pico observado no início de 2011.

Comércio internacional

O comércio internacional em volume passou por acentuada desaceleração depois da crise: a taxa de crescimento do volume de comércio foi, em média, de 7,3% ao ano entre 2003 e 2007, caindo para -12,5% ao ano entre os meses finais de 2008 e os de 2009. Em 2010 e 2011, o crescimento voltou a ser vigoroso, em média de 10% ao ano, em função do “efeito-rebote”. Depois disso as taxas voltaram a declinar fortemente, de modo que entre 2012 e 2015 o crescimento médio do comércio mundial caiu para 2,1% ao ano. Em 2016, por fim, a taxa caiu para zero (Gráfico 5). Obviamente, essa desaceleração do comércio internacional coloca um obstáculo a mais para a recuperação da atividade econômica global. Vale notar que na edição de outubro do WEO o FMI projeta crescimento do volume de comércio internacional de bens e serviços de 2,3% em 2016 e 3,8% em 2017.

Neste mesmo WEO, o FMI apresenta no Capítulo 2 uma análise do comportamento recente do comércio internacional buscando identificar os fatores determinantes da forte desaceleração de seu crescimento observada após a crise financeira internacional de 2007-2008. O relatório aponta para a fraqueza da economia mundial, e em particular dos investimentos, como o principal fator para a perda de dinamismo. Outros fatores que também teriam contribuído para o descolamento entre o crescimento da atividade econômica em nível global e o crescimento do comércio – lembrando que este chegou a crescer a taxas duas vezes superiores ao crescimento da economia mundial – seriam o fim do impulso gerado por um amplo processo de liberalização de comércio a partir de meados dos anos 1980; o ressurgimento do

protecionismo e a menor expansão das cadeias internacionais de valor. Esses fatores, no entanto, teriam impacto relativamente limitado. Isso significa que a reativação da atividade econômica no mundo, em especial a retomada dos investimentos, teria um efeito positivo sobre a expansão do comércio internacional e repercussão favorável sobre a demanda e, principalmente, o crescimento da produtividade.

GRÁFICO 5

Crescimento Anual do Comércio Internacional em Volume (jan./2001 – jul./2016) (Em %)



Fonte: CPB – Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Estados Unidos

A economia americana cresceu 1,4% no segundo trimestre, em termos de variação trimestral dessazonalizada e anualizada, conforme dados do PIB recentemente revistos. No primeiro trimestre, o crescimento havia sido menor, de 0,8% – ambos bastante frustrantes na medida em que reforçam a percepção de perda de dinamismo desde o final de 2015. O consumo das famílias teve desempenho bastante positivo, crescendo 4,3% e contribuindo com 2,9 pontos percentuais (p.p.) para o crescimento do período (Tabelas 2 e 3). O investimento fixo, por outro lado, teve uma queda de 1,1%, refletindo a forte redução nos investimentos residenciais (-7,7%), enquanto o investimento não-residencial cresceu 1%, após dois trimestres de queda. A queda do investimento residencial interrompeu uma sequência de forte recuperação que vinha desde o segundo trimestre de 2014, sendo tanto mais intrigante quando se constata que outros indicadores do setor vinham mostrando continuidade daquele processo de recuperação. Destaca-se também no segundo trimestre a forte contribuição negativa da

variação de estoques, que subtraiu 1,2 pp do crescimento do PIB no período (ver Tabela 3). A reversão desse processo de ajuste de estoques deve produzir uma aceleração do crescimento no terceiro trimestre, projetado entre 2 e 3% anualizados de acordo com os dados mais recentes.

TABELA 2

Variação Trimestral, com ajuste sazonal e anualizada

(Em %)

	2º tri. 2014	3º tri. 2014	4º tri. 2014	1º tri. 2015	2º tri. 2015	3º tri. 2015	4º tri. 2015	1º tri. 2016	2º tri. 2016
PIB	4,0	5,0	2,3	2,0	2,6	2,0	0,9	0,8	1,4
Consumo Pessoal	3,8	3,7	4,6	2,4	2,9	2,7	2,3	1,6	4,3
Investimento Privado	11,2	8,9	2,6	9,9	1,0	2,0	-2,3	-3,3	-7,9
Investimento Fixo	7,2	7,4	1,3	3,7	4,3	5,7	-0,2	-0,9	-1,1
Investimento Não-Residencial	6,1	8,3	-1,1	1,3	1,6	3,9	-3,3	-3,4	1,0
Investimento Residencial	11,7	3,6	11,4	13,3	14,9	12,6	11,5	7,8	-7,7
Variação de Estoques	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
Exportação Líquida de Bens e Serviços	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
Exportações	8,7	2,1	4,5	-5,8	2,9	-2,8	-2,7	-0,7	1,8
Importações	9,9	-1,2	11,2	5,6	2,9	1,1	0,7	-0,6	0,2
Gastos do Governo em Consumo e Investimento	0,1	2,5	-0,4	2,6	3,2	1,9	1	1,6	-1,7

Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

TABELA 3

Contribuição para a Variação Trimestral, com ajuste sazonal e anualizada

(Em %)

	2º tri. 2014	3º tri. 2014	4º tri. 2014	1º tri. 2015	2º tri. 2015	3º tri. 2015	4º tri. 2015	1º tri. 2016	2º tri. 2016
PIB	4,0	5,0	2,3	2,0	2,6	2,0	0,9	0,8	1,4
Consumo das Famílias	2,6	2,5	3,1	1,6	1,9	1,8	1,5	1,1	2,9
Investimento Privado	1,8	1,5	0,5	1,6	0,2	0,4	-0,4	-0,6	-1,3
Investimento Fixo	1,1	1,2	0,2	0,6	0,7	0,9	0,0	-0,2	-0,2
Não-residencial	0,8	1,1	-0,1	0,2	0,2	0,5	-0,4	-0,4	0,1
Residencial	0,4	0,1	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	-0,3
Variação de Estoques	0,7	0,3	0,2	1,0	-0,5	-0,6	-0,4	-0,4	-1,2
Exportações Líquidas de Bens e Serviços	-0,4	0,5	-1,1	-1,7	-0,1	-0,5	-0,5	0,0	0,2
Exportações	1,2	0,3	0,6	-0,8	0,4	-0,4	-0,3	-0,1	0,2
Importações	-1,6	0,2	-1,7	-0,9	-0,4	-0,2	-0,1	0,1	0,0
Gastos do Governo - consumo e investimento	0,0	0,5	-0,1	0,5	0,6	0,3	0,2	0,3	-0,3

Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O crescimento do consumo acelerou no segundo trimestre, em movimento compatível com o aumento das vendas reais do comércio varejista, que passou de -0,2%

no primeiro trimestre para 6% no segundo, em termos anualizados. No entanto, quando se considera o bimestre julho-agosto, a taxa anualizada de crescimento ante o bimestre maio-junho se reduziu bastante, para 1,1% – destacando-se a queda das vendas de automóveis em agosto, de 5% em relação julho. Confirmando a volatilidade dos dados antes mencionada, as vendas de automóveis voltaram a se recuperar em setembro, retornando aos níveis observados em julho, de 17,7 milhões de unidades vendidas, em termos dessazonalizados e anualizados.

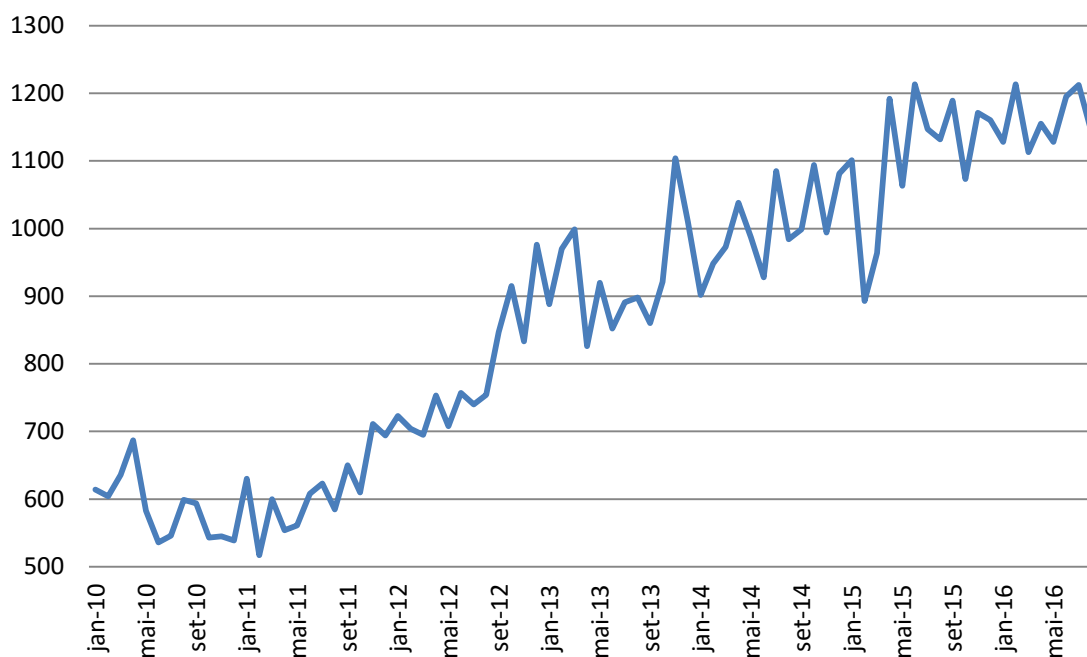
No caso do investimento fixo não residencial, apesar do seu crescimento no segundo trimestre, parecem pesar contra uma expansão mais significativa os níveis de utilização da capacidade instalada ainda baixos (o nível está estável em torno de 75,4% desde o início do ano, ante uma média de 82,3% na década de 90) e o problema já mencionado do desinvestimento no setor de petróleo e gás devido aos baixos preços. A baixa utilização da capacidade instalada, por seu turno, reflete o baixo dinamismo da produção industrial no segmento de extração mineral, por razões já comentadas, e no segmento de transformação, em que as taxas interanuais de crescimento vêm oscilando em torno de zero desde o início do ano. Em agosto, a produção da indústria de transformação caiu 0,4% tanto na comparação mensal dessazonalizada quanto na comparação contra igual mês de 2015.

O setor de construção residencial, como já comentado, apresentou forte reversão da taxa de crescimento no segundo trimestre, depois de se expandir a uma taxa média trimestral anualizada de 11% ao ano desde o segundo trimestre de 2014. De fato, a construção de novas residências passou por um forte processo de recuperação a partir de 2011 que levou a média mensal dessazonalizada e anualizada do indicador “início da construção de novas moradias” de 585 mil unidades em 2010 para 1145 mil no segundo semestre de 2015. No entanto, esse número parece ter se estabilizado no primeiro semestre de 2016, embora o resultado de julho tenha superado a taxa de 1200 mil novas moradias, em termos anualizados, apenas para recuar novamente em agosto, para 1142 mil (Gráfico 6). Vale notar que outros indicadores do mercado imobiliário, como vendas de novas casas (20% superior à de um ano antes em agosto e 13,4% maior no acumulado no ano) e preços dos imóveis (5,1% de aumento em relação a um ano antes, embora em trajetória ligeiramente declinante) ainda se mostram favoráveis. Dentre as hipóteses para a relativa perda de fôlego do setor habitacional, mesmo em um ambiente de taxas de juros para hipotecas de longo prazo muito baixas, estão as mudanças demográficas e comportamentais – neste caso, associadas a uma menor prioridade à aquisição da casa própria.

GRÁFICO 6

Início da Construção de Novas Moradias (jan./2010 – ago./2016)

(Em milhares de unidades, dessazonalizado e anualizado)



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis Data (FRED).

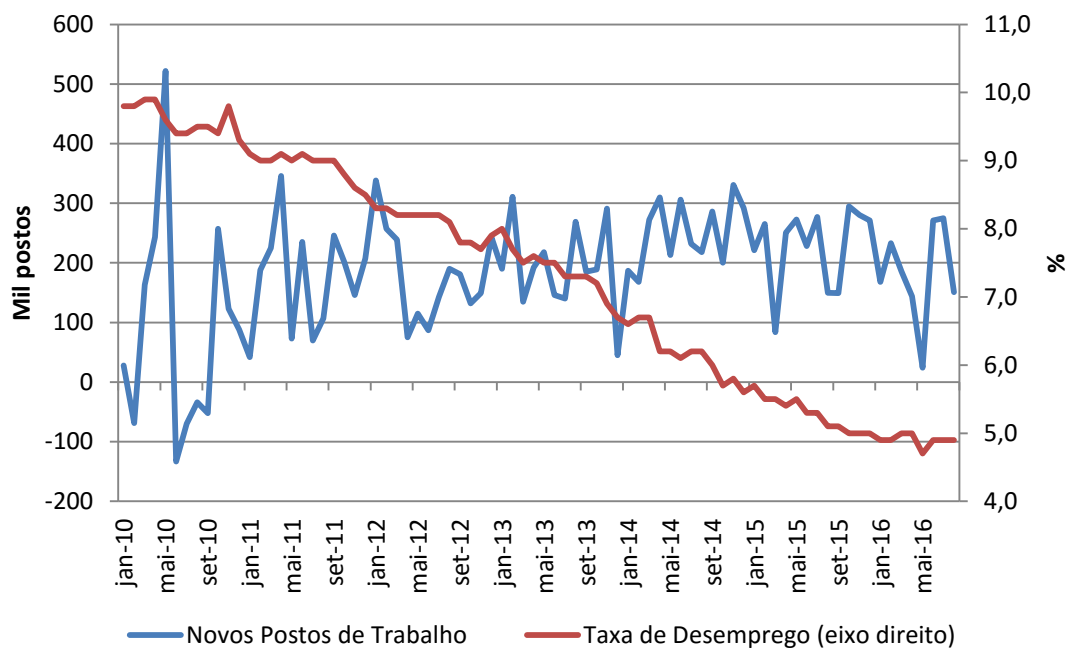
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Como mencionado anteriormente, os dados de mercado de trabalho no bimestre abril-maio foram relativamente fracos, registrando uma média mensal de 84 mil novos postos de trabalho gerados, ante 196 mil no primeiro trimestre (Gráfico 7). Em maio, o número foi de apenas 24 mil, valor que, associado a outros indicadores de atividade econômica, como os fracos resultados do PIB do primeiro trimestre, deu margem à expectativa de que a política monetária nos Estados Unidos poderia sofrer mudanças no sentido de uma cautela maior no processo de elevação da taxa de juros. Em junho e julho esse quadro passou por sensível melhora, com uma média mensal de 273 mil novos postos de trabalho criados e com a taxa de desemprego se mantendo estável em 4,9%. Em agosto, por fim, houve nova desaceleração, para 151 mil novos postos – uma queda relativamente forte que, no entanto, por estar associada à manutenção da taxa de desemprego no patamar anterior, fez reacender as discussões sobre a necessidade de elevação dos juros. Vale notar que, em função da redução da taxa de participação na força de trabalho, o número de novos postos de trabalho necessário para manter constante a taxa de desemprego reduziu-se bastante em relação ao período pré-crise. Os rendimentos médios reais por hora trabalhada aceleraram sua taxa de crescimento anual ao longo de 2015, oscilando em 2016 em torno de 2,5% ao mês (Gráfico 8).

GRÁFICO 7

Criação Líquida de Postos de Trabalho e Taxa de Desemprego (jan./2010 – ago./2016)

(Mil postos; %)



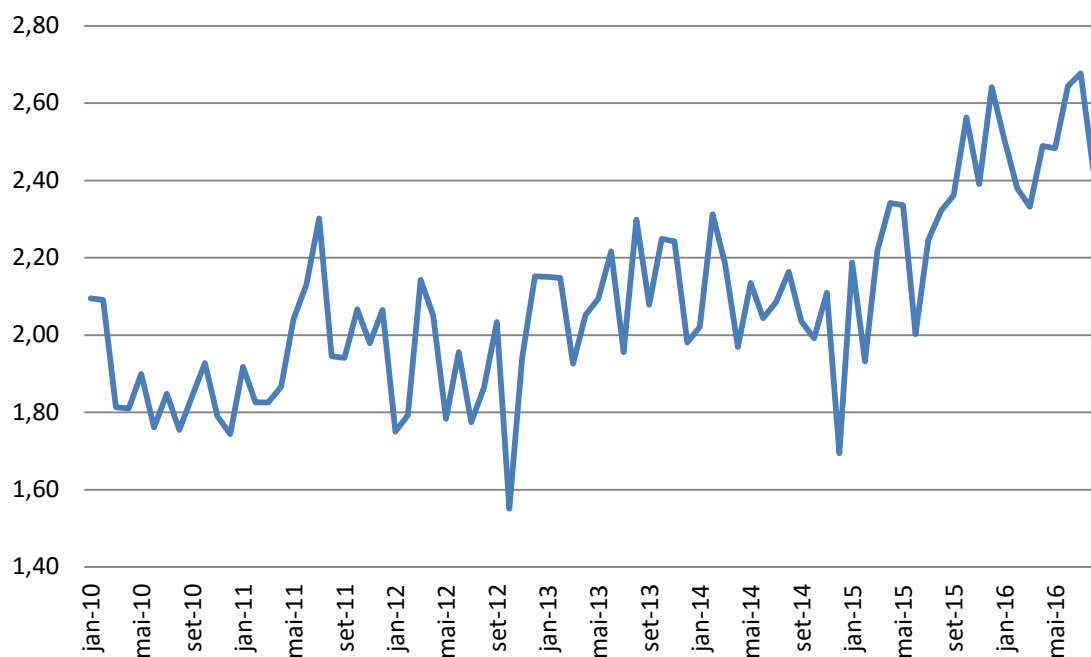
Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis Data (FRED).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 8

Rendimentos Médios por Hora Trabalhada (jan./2010 – ago./2016)

(Variação Interanual, em %)



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis Data (FRED).

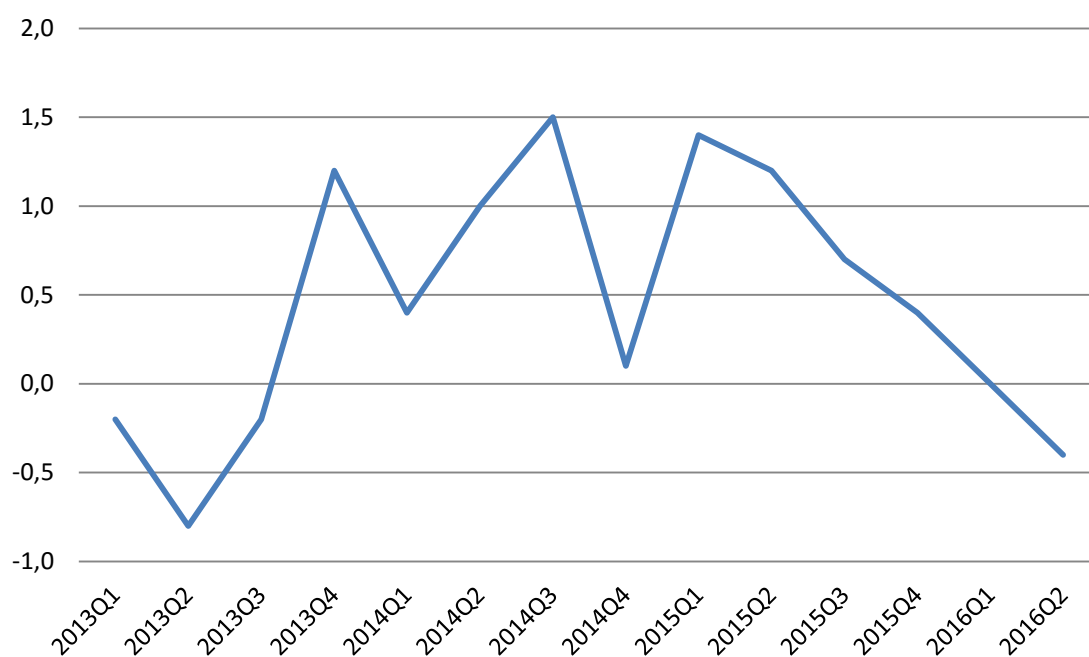
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Um aspecto da atual recuperação que tem se destacado é o fraco crescimento da produtividade do trabalho. Normalmente, espera-se que na fase de crescimento do ciclo econômico, em especial em seu estágio inicial, a produtividade cresça a taxas elevadas. Porém, não é isso que vem ocorrendo nos EUA: como se pode ver no gráfico 9, a seguir, a produtividade por hora trabalhada cresceu em média a uma taxa anual de 1% entre o quarto trimestre de 2013 e o segundo de 2015. Desde então, a produtividade tem se mantido estagnada, crescendo em média apenas 0,2% em termos anuais e caindo 0,4% no segundo trimestre de 2016.

GRÁFICO 9

Produtividade por Hora Trabalhada – Setor empresarial não agrícola

(Variação Interanual, em %)



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis Data (FRED).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

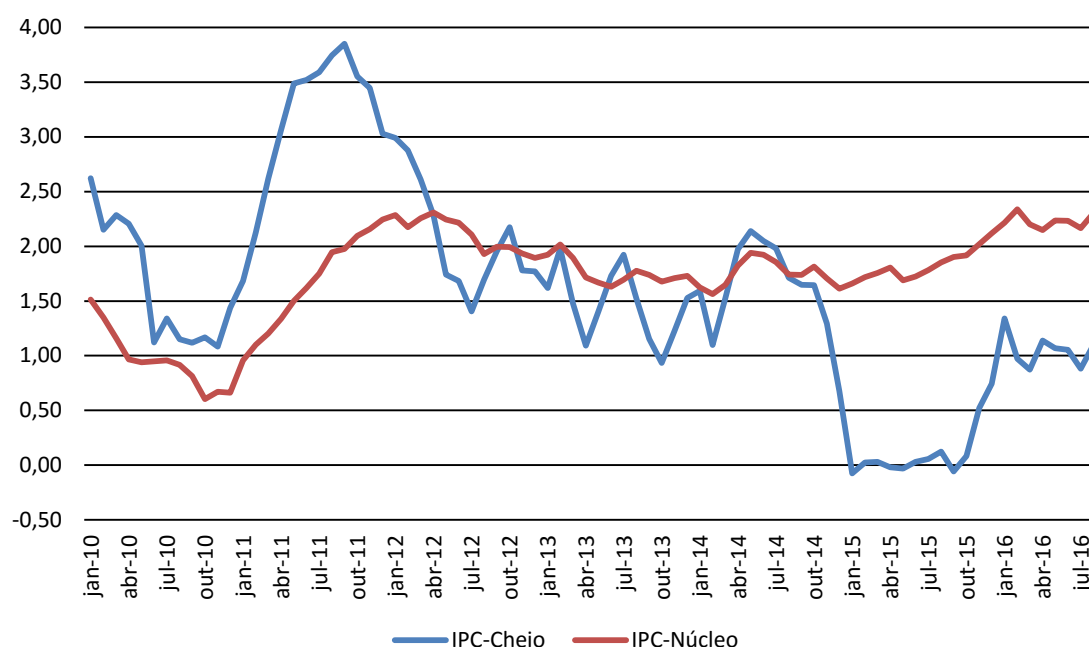
As incertezas sobre a real intensidade e a sustentabilidade do crescimento na economia americana estão por trás do debate – crucial para o resto do mundo – em torno dos rumos da política monetária nos Estados Unidos. A inflação aumentou gradualmente desde o terceiro trimestre de 2015 depois de ter oscilado em torno de zero nos nove meses iniciais do ano refletindo a forte queda dos preços do petróleo. Mesmo com essa recuperação, o índice de preços ao consumidor (CPI, na sigla em inglês) cheio tem oscilado em torno de 1% em termos anuais, enquanto a média de 2012 a 2014 foi de 1,9% (Gráfico 10). O núcleo da inflação ao consumidor tem apresentado comportamento menos volátil, inclusive acelerando ao longo de 2015 para atingir 2,3% no início de 2016. Desde então, o núcleo desacelerou ligeiramente, registrando variação anual de 2,2% em julho.

O Fed focaliza não no índice de preços ao consumidor e sim no deflator das despesas de consumo das famílias – possivelmente pelo fato de este índice, construído em base móvel e depois encadeado, refletir melhor as mudanças de padrão de consumo do que um índice de base fixa como o CPI. O deflator do consumo tem se comportado de forma semelhante ao CPI, mas o seu núcleo tem apresentado variações bem mais baixas que o núcleo do índice de preços ao consumidor, tendo oscilado em torno de 1,5% ao ano desde 2013. Em agosto último, sua variação foi de 1,7% (Gráfico 11). Como a meta do Fed é que no longo prazo a inflação convirja para 2% ao ano, esse comportamento do núcleo justificaria ainda alguma cautela com a política monetária, reforçando assim ainda mais a preocupação com os dados voláteis da atividade econômica e o baixo crescimento do PIB.

GRÁFICO 10

Índice de Preços ao Consumidor – cheio e núcleo (jan./2010 – ago./2016)

(Variação interanual, em %)



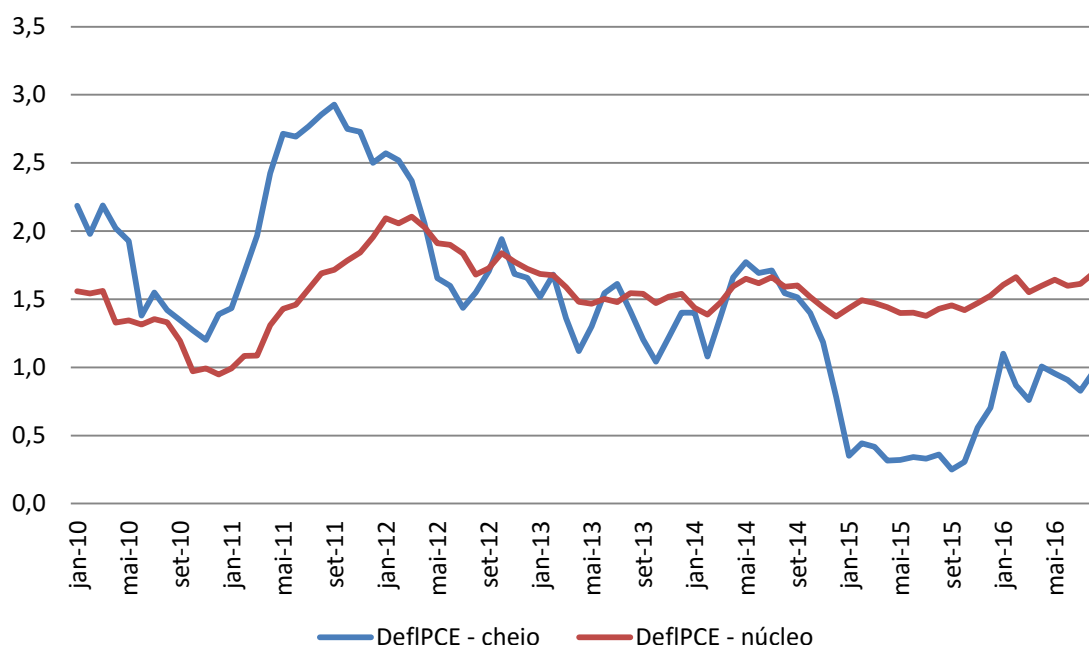
Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis Data (FRED).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 11

Deflator das Despesas de Consumo das Famílias (jan./2010 – ago./2016)

(Variação interanual, em %)



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis Data (FRED).

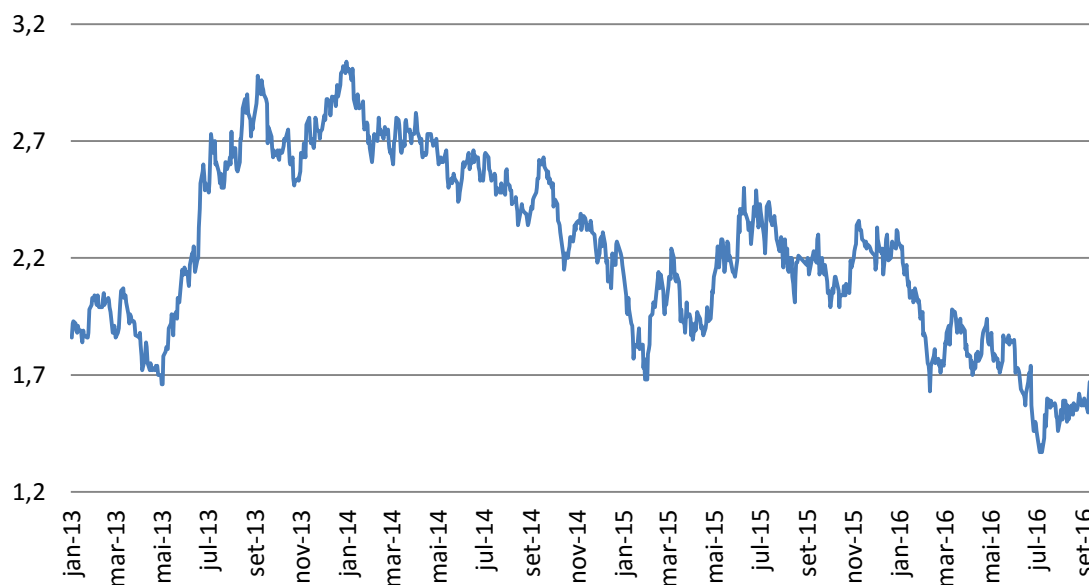
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O mercado financeiro tem refletido essas incertezas alterando suas expectativas com relação à trajetória da taxa Federal Funds – FFR na sigla em inglês, a taxa de juros de mercado aberto do Fed – e ao rendimento dos títulos do governo americano de prazo mais longo. Essas taxas chegaram a atingir valores superiores a 2,5% ao ano em meados de 2015 nos títulos de dez anos do Tesouro americano, quando o Fed anunciou que estava próximo o momento de elevar a FFR, mas à medida que os sinais de vitalidade da economia americana e da economia mundial se mostravam menos consistentes, o mercado passou a rever para baixo esses valores. Depois de registrar valor inferior a 1,4% a.a. em julho, repetindo o período recente de maior estresse em igual mês de 2012, o rendimento dos títulos de dez anos do Tesouro americano encontrava-se em torno de 1,7% ao ano até a véspera da reunião de setembro do FOMC. Com a decisão de manter o juro inalterado, mas sinalizar com uma alta até o final de 2016, as taxas recuaram ligeiramente, para o patamar de 1,6% a.a.. Esse resultado paradoxal pode ser explicado pelo fato de que as altas sinalizadas são menores do que as que o mercado esperava. Em especial, houve nova revisão para baixo das projeções de juros feitas pelos membros do FOMC, inclusive daquela que seria a taxa “neutra” ou de longo prazo, indicando que o processo de normalização das condições monetárias será bastante gradual diante das incertezas ainda existentes sobre a atividade econômica e o crescimento de médio prazo.

GRÁFICO 12

Taxa de Juros dos Títulos do Tesouro Norte-Americano de 10 anos (jan./2013 – set./2016)

(Em %)



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis Data (FRED).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Área do Euro e Reino Unido

O terceiro trimestre começou sob o impacto da saída do Reino Unido da União Europeia. Contudo, a catástrofe esperada para o curto prazo não se materializou. Na Inglaterra, os índices PMI, tanto para a indústria de transformação quanto para as empresas ligadas a serviços, apresentaram significativa melhora em agosto e setembro em relação a julho, superando inclusive os níveis prevalecentes em junho, captados antes do referendo. Da mesma forma, as vendas do comércio continuaram em alta e a confiança dos consumidores melhorou relativamente em agosto, embora ainda continue em níveis que caracterizam pessimismo. Outro dado positivo é que as expectativas de inflação de curto prazo aumentaram diante da perspectiva de repasse da desvalorização da libra esterlina para o índice de preços ao consumidor. A postura do Banco da Inglaterra (BoE, na sigla em inglês, o banco central do país) é de evitar que o *Brexit* tenha impacto muito negativo sobre a atividade econômica, e para tanto cortou a sua taxa de referência em 0,25 pp, para 0,25% ao ano na reunião do início de agosto, ao mesmo tempo em que ampliou o escopo e o volume de seu programa de aquisição de

ativos. As expectativas são de que, até o final do ano, deve ocorrer um novo corte na taxa de juros.

Na Área do Euro (AE), os dados do segundo trimestre mostraram desaceleração do crescimento do PIB, de 0,5% no primeiro trimestre para 0,3% na comparação dessazonalizada ante o trimestre anterior. A demanda doméstica desacelerou significativamente: sua contribuição para o crescimento trimestral caiu de 0,4 pp para 0,1 pp. Em sentido contrário, a contribuição das exportações líquidas passou de 0,1 pp no primeiro trimestre para 0,4 pp no segundo (Tabela 4).

TABELA 4

PIB - Contribuição para a Variação Trimestral, ante ao período anterior, com ajuste sazonal - AE
(Em %)

	2º tri. 2014	3º tri. 2014	4º tri. 2014	1º tri. 2015	2º tri. 2015	3º tri. 2015	4º tri. 2015	1º tri. 2016	2º tri. 2016
PIB	0,2	0,4	0,4	0,8	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3
Consumo das Famílias	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,1
FBKF	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0
Variação de Estoques	0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	0,3	0,1	-0,1	-0,2
Gastos do Governo	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Exportações Líquidas de Bens e Serviços	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,3	-0,3	0,1	0,4

Fonte: Eurostat.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Todos componentes da demanda doméstica apresentaram forte desaceleração no segundo trimestre. O crescimento trimestral do consumo das famílias recuou de 0,6% no primeiro trimestre para 0,2% no segundo – a variação mais baixa desde o primeiro trimestre de 2014. No mesmo período, a taxa de crescimento do investimento em capital fixo caiu de 0,4% para zero e a dos gastos do governo, de 0,6% para 0,1% (Tabela 5).

TABELA 5

PIB - Variação Trimestral, ante ao período anterior, com ajuste sazonal – AE
(Em %)

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

Fonte: Eurostat.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

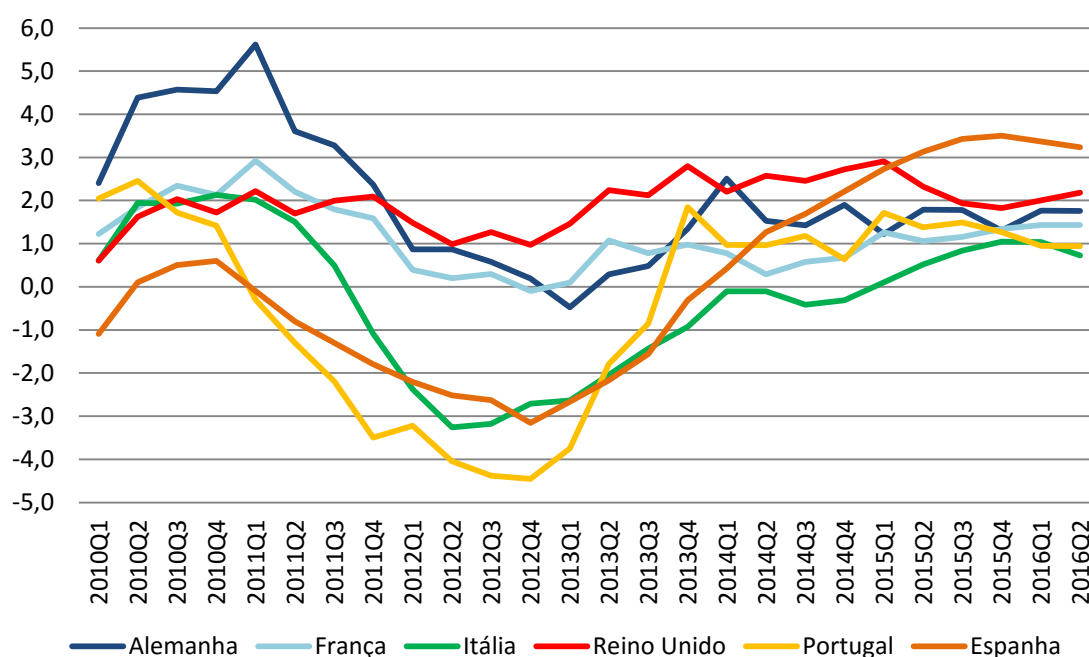
A variação do PIB no segundo trimestre contra igual trimestre do ano anterior foi de 2,2%, maior que no primeiro (1,6%) e que o crescimento médio de 2015 (2,0%).

Entre os componentes pelo lado da demanda, as maiores acelerações ocorreram nos investimentos (de 2,2% para 4%) e nas exportações (de 2,1% para 3,6%). Em termos dos principais países da AE, destaca-se a recuperação da Espanha, com variação do PIB de 3,2%, seguida pelo Reino Unido (2,2%) e Alemanha (1,8%). Por outro lado, Portugal e Itália mostram tendência de desaceleração mais pronunciada na taxa anual de variação do PIB (Gráfico 13).

GRÁFICO 13

PIB da União Europeia – países selecionados (1ºtri./2010 – 2ºtri./2016)

(Variação interanual, em %)



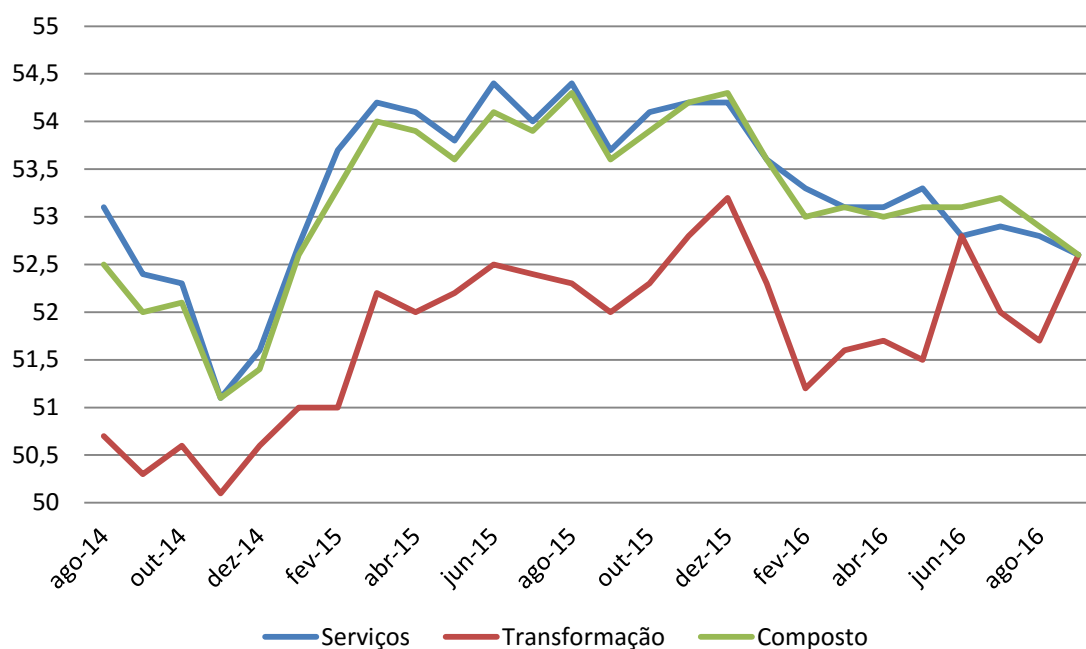
Fonte: Eurostat.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Os indicadores mais recentes de atividade da AE ainda mostram um quadro relativamente favorável. Os Índices de Gerentes de Compras composto (*PMIs* na sigla em inglês) se mantêm na zona de expansão (acima de 50 pontos), mas têm alternado meses de alta (como em julho) e de queda (como em agosto). Em setembro, o PMI da indústria voltou a subir, para 52,6 pontos – o nível mais alto em três meses. O setor de serviços, porém, que registra níveis de confiança maiores que os da indústria, caiu fortemente ao longo do primeiro semestre, de modo que o índice composto registra tendência de desaceleração ao longo de 2016 (Gráfico 14).

GRÁFICO 14

Índices de Gerentes de Compras (PMIs) – Área do Euro (ago./2014 – set./2016)
(Índice em ponto)



Fonte: Bloomberg.

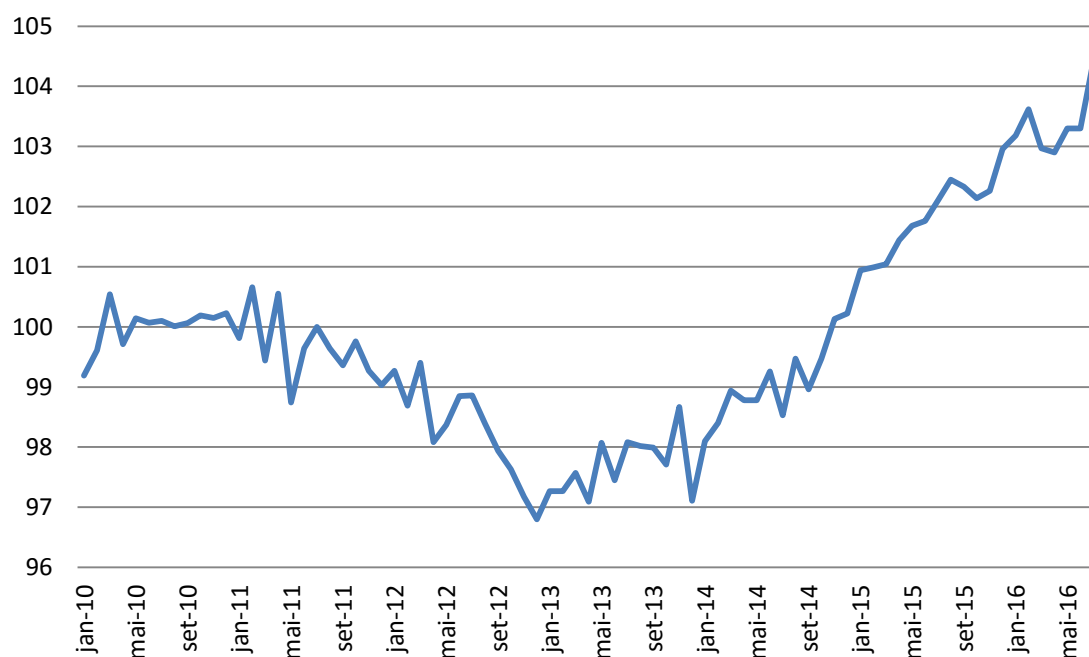
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

A despeito da desaceleração do consumo no PIB, o índice de vendas reais do comércio varejista tem mostrado tendência de crescimento desde 2014. No período mais recente, as vendas no varejo declinaram entre fevereiro e junho, de modo que neste último mês o índice voltou a um patamar próximo ao observado em janeiro. Porém, em julho, houve forte crescimento ante junho, de 1,1%, com o índice atingindo o valor mais elevado da série (Gráfico 15). Portanto, em se mantendo esta trajetória, pode-se esperar uma aceleração do crescimento do consumo no terceiro trimestre.

GRÁFICO 15

Vendas Reais do Comércio Varejista – AE

(Índice com Ajuste Sazonal, 2010 = 100)



Obs.: Exceto veículos automotores

Fonte: Eurostat.

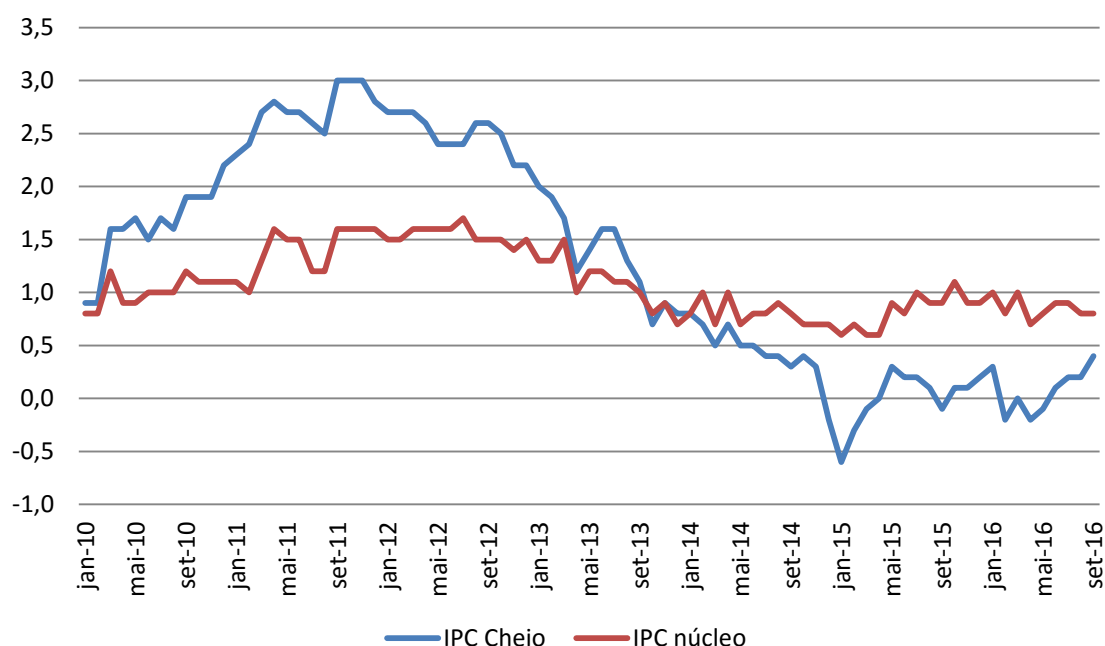
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

O crescimento econômico moderado não parece ter sido ainda afetado pelo *Brexit*. Não obstante, a inflação ainda extremamente baixa desperta receios de que mesmo esse quadro não se sustente e que pressões deflacionárias levem a economia da AE novamente para uma recessão, a exemplo do que ocorreu em 2011-2012. De fato, a inflação tem se mantido teimosamente baixa na AE desde meados de 2015, alternando variações anuais positivas e negativas em torno de zero. Em setembro, a inflação anual surpreendeu para cima, ficando em 0,4%, enquanto o núcleo se manteve em 0,8%, mesmo patamar de agosto (Gráfico 16).

GRÁFICO 16

Índice de Preços ao Consumidor – cheio e núcleo – AE (jan./2013 – set./2016)

(Variação Interanual, em %)



Fonte: Eurostat.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

A política monetária do Banco Central Europeu (BCE) tem procurado reagir a essas tendências expandindo seu balanço por meio de aquisições de títulos soberanos e de empresas. Na reunião de setembro, o BCE manteve as taxas de juros de empréstimos e de depósitos em 0,25% e -0,4%, respectivamente. Manteve também o volume mensal de aquisição de ativos em € 80 bilhões por mês previsto para durar até março de 2017.

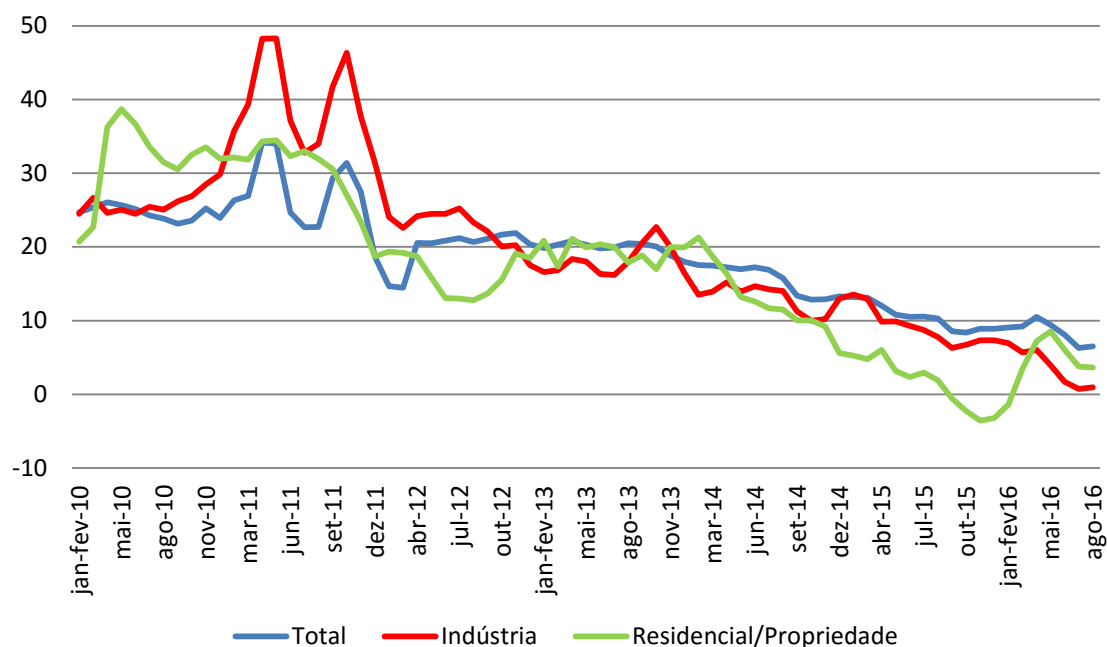
China

A atividade econômica na China apresentou relativa estabilidade em agosto, surpreendendo positivamente os mercados que esperavam uma continuidade da desaceleração após os fracos resultados de julho. Os investimentos voltaram a crescer (8,2% contra agosto de 2015), após variação de apenas 3,9% em julho – interrompendo assim uma sequência de desacelerações mensais que vinha desde maio. Os investimentos em infraestrutura e os de empresas estatais foram os que mais aceleraram, e também os que vêm apresentando as maiores variações anuais (19,4% e 19,6%, respectivamente). A taxa de crescimento dos investimentos privados no setor industrial teve reação bem mais modesta, de 0,7% para 1%. Essas taxas são pálida lembrança do crescimento de quase 50% em 2011. Os investimentos no setor imobiliário também aceleraram, registrando crescimento de 6,2% em relação a agosto de 2015. No entanto, por esses dados constata-se que a recuperação observada nos meses iniciais de 2016 parece ter perdido fôlego a partir de maio (Gráfico 17).

GRÁFICO 17

Investimento em Ativos Fixos – China (jan-fev./2013 – ago./2016)

(Variação Interanual, em %)



Fonte: CEIC.

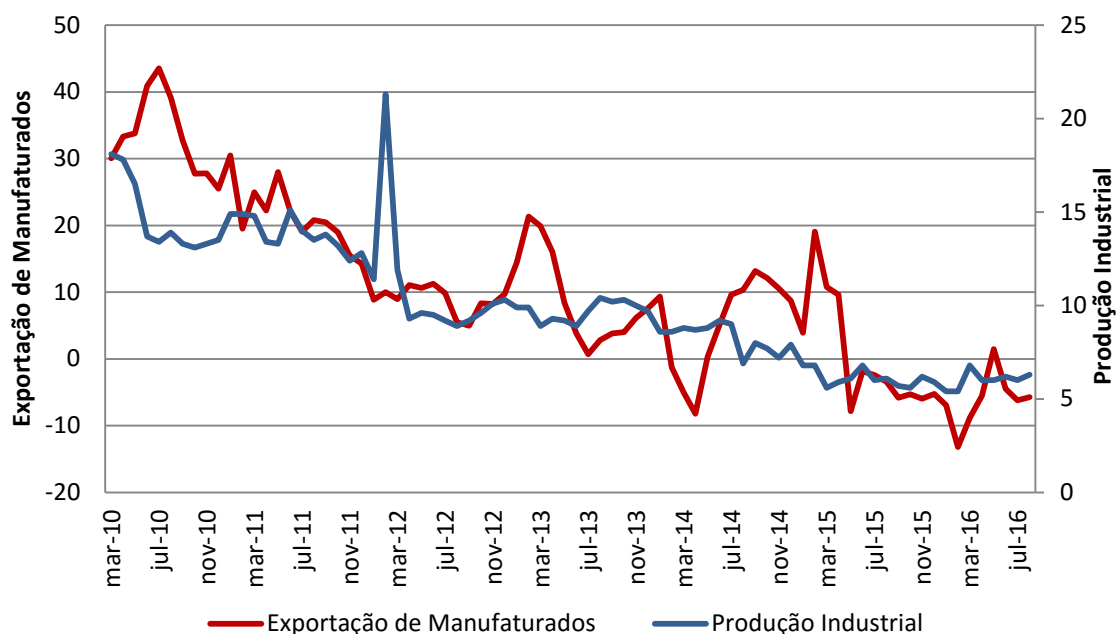
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

A taxa anual de crescimento da produção industrial em agosto foi 6,3%, acelerando em relação aos 6,0% de julho. Esse ritmo tem se mantido bastante estável desde o início de 2015, não obstante a forte queda das exportações de manufaturados (Gráfico 18). Os dados iniciais de setembro mostram uma continuidade desse processo de aceleração da atividade econômica, em contraste com a tendência de queda das taxas de crescimento do período pós-2013. Em particular, a sinalização do PMI calculado pelo NBS – Escritório de Estatísticas da China – é positiva: o índice de produção da indústria de transformação passou de 52,1 pontos em julho para 52,8 pontos em setembro, enquanto o indicador de novas encomendas passou de 50,4 para 50,9 pontos, e o indicador específico para novas encomendas do exterior aumentou de 49 para 50,1 pontos. Vale mencionar que, em sentido contrário, o PMI dos serviços caiu entre julho e setembro, de 53,9 para 53,7 pontos, de modo que o índice composto, apesar de ter crescido entre julho e setembro, manteve-se estável neste último mês relativamente a agosto, em 50,4 pontos.

GRÁFICO 18

Produção Industrial e Exportações de Manufaturados (mar./2010 – ago./2016)

(Variação Interanual, em %)



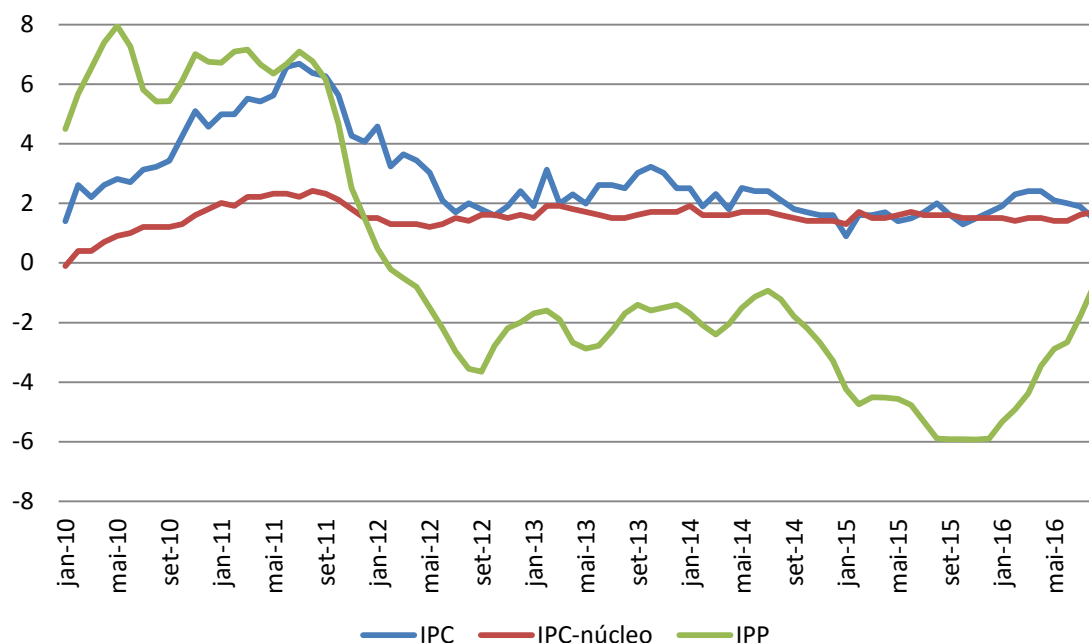
Fonte: CEIC.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

As vendas reais no varejo cresceram 10,2% em agosto frente a agosto do ano passado, acelerando em relação a julho (9,8%) e à média do primeiro semestre (9,7%). A variação anual do índice de preços ao consumidor foi de apenas 1,5% em agosto, ficando bem abaixo da média do primeiro semestre (2,2%). A variação do núcleo da inflação ao consumidor em agosto foi de 1,7%, estável em relação a julho e um pouco acima da média do primeiro semestre (1,5%). A redução no ritmo de queda dos preços ao produtor, mencionada na última Carta, se acentuou desde maio, com a variação interanual atingindo -0,8% em agosto, o valor menos negativo desde julho de 2014 (Gráfico 19).

GRÁFICO 19

Índice de Preços ao Consumidor e Produtor – China (jan./2010 – ago./2016) (Variação Interanual, em %)



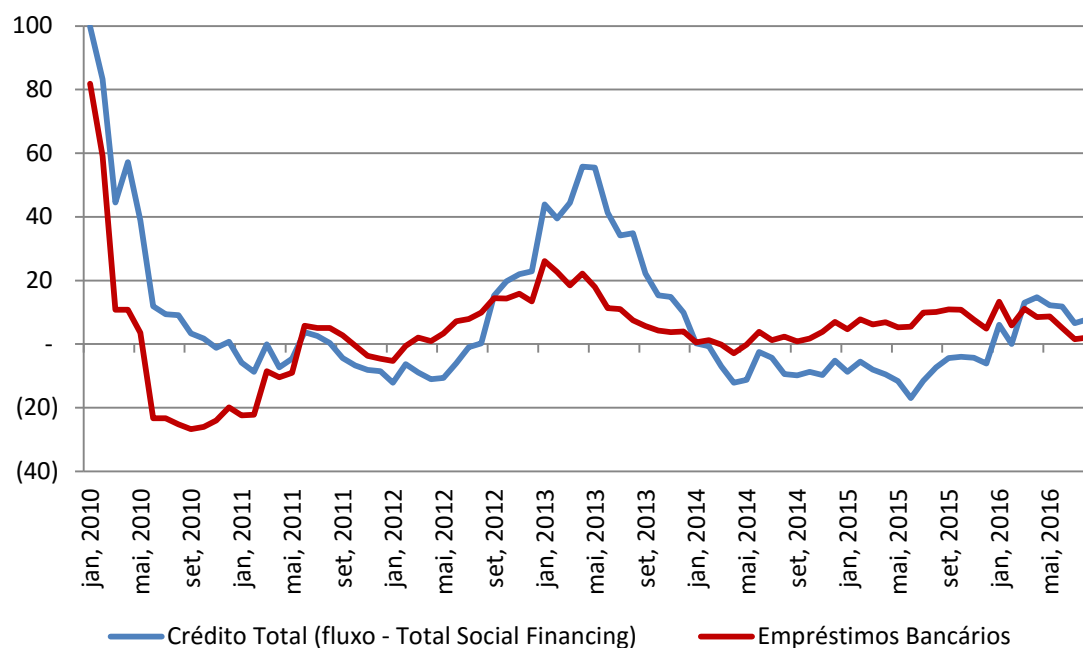
Fonte: CEIC.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Esse cenário de inflação declinante tem favorecido a flexibilização das condições monetárias e de crédito. As novas concessões de crédito aumentaram de RMB 480 bilhões para RMB 1.470 bilhões entre julho e agosto. Isso significa um crescimento de 32% em relação a igual mês de 2015. Esse aumento reflete principalmente a expansão de empréstimos por meio de instrumentos alternativos, já que os empréstimos bancários expandiram-se 12,7% contra agosto de 2015.

GRÁFICO 20

Crédito – Novas Concessões – Total e Bancário – China (jan./2010 – ago./2016)
(Variação Interanual do Acumulado em 12 meses, em %)



Fonte: CEIC.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.