CARTA DE
CONJUNTURA
NÚMERO 44 — 3 ° TRIMESTRE DE 2019

SEÇÃO I

Economia mundial

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

paulo.levy@ipea.gov.br

Sumário

A economia mundial continuou a exibir, no segundo trimestre do ano, sinais de desaceleração da atividade econômica, embora a intensidade do processo ainda não esteja clara. Além da perspectiva incerta em relação ao Brexit e das tensões geopolíticas envolvendo sanções ao Irã, houve no período um agravamento do conflito comercial entre Estados Unidos e China. As tensões comerciais parecem estar impactando a atividade econômica global tanto direta quanto indiretamente. O comércio internacional nos quatro primeiros meses de 2019 cresceu apenas 0,4%, em volume, em relação a igual período de 2018, o que representa forte desaceleração em relação ao crescimento de 4,1% de meados do ano passado. Indiretamente, a guerra comercial, na medida em que aumenta incertezas num mundo com cadeias de produção cada vez mais integradas, vem afetando o investimento.

A desaceleração da atividade econômica vem se mostrando mais intensa na Área do Euro (AE) e, nos últimos meses, na China. Nos Estados Unidos, a queda do crescimento é menor e os sinais ainda um pouco ambíguos, principalmente no mercado de trabalho. Uma preocupação em relação à desaceleração do crescimento refere-se ao espaço reduzido para a política econômica reagir caso o processo de perda de dinamismo se aprofunde. Esse é o caso, em particular, da Europa, onde a taxa de juros já encontra-se próxima de zero, e da China, onde os níveis de endividamento tornam arriscado repetir a estratégia de estímulos via crédito.

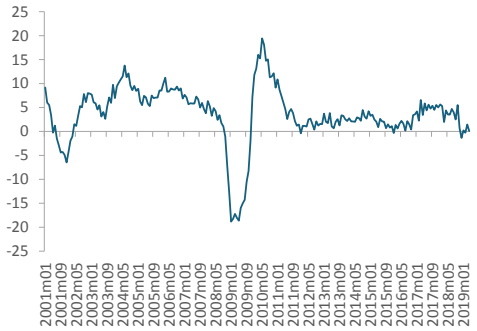
1 Visão Global

A economia mundial continuou a exibir, no segundo trimestre do ano, sinais de desaceleração da atividade econômica, embora a intensidade do processo ainda não esteja clara. As previsões de crescimento têm sido revistas para baixo: relativamente ao relatório *Perspectivas da Economia Mundial* de janeiro, o Banco Mundial reduziu sua projeção para 2019 em 0,3 ponto percentual (p.p.) – para 2,6% – e em 0,1 p.p. – para 2,7% – em 2020. Além da perspectiva incerta em relação ao Brexit e das tensões geopolíticas envolvendo sanções ao Irã, houve no período um agravamento do conflito comercial entre Estados Unidos e China com a imposição, em maio, pelos norte-americanos, de novas e elevadas tarifas às importações chinesas, com posterior retaliação pela China. Eventualmente, as negociações entre os dois países foram retomadas após o encontro entre seus líderes na reunião do Grupo dos 20 (G20), que aconteceu em Tóquio no final de junho, mas a conclusão do processo ainda é incerta, seja quanto aos resultados, seja quanto aos prazos. Vale destacar que a desaceleração da atividade econômica vem se mostrando mais intensa na AE

e, nos últimos meses, na China. Nos Estados Unidos, a queda do crescimento é menor e os sinais ainda são um pouco ambíguos, principalmente no mercado de trabalho.

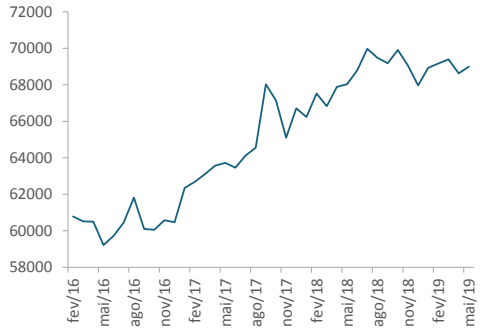
As tensões comerciais parecem estar impactando a atividade econômica global tanto direta quanto indiretamente. De acordo com o Centraal Planbureau (CPB) – Instituto de Análise de Política Econômica da Holanda –, o comércio internacional nos quatro primeiros meses de 2019 cresceu apenas 0,4%, em volume, em relação a igual período de 2018, o que representa forte desaceleração em relação às taxas de crescimento ainda elevadas de meados do ano passado – 4,1%, em média, nos primeiros dez meses do ano (gráfico 1). Na AE, as exportações de bens e serviços cresceram 2,1% no primeiro trimestre de 2019 em relação a igual período de 2018 – taxa que em 2017 foi de 5,1% e, em 2018, de 3,2%. Indiretamente, a guerra comercial, na medida em que aumenta incertezas num mundo com cadeias de produção cada vez mais integradas, vem afetando o investimento: nos Estados Unidos, as encomendas de bens de capital (exceto de uso militar e aviões), que cresceram à taxa média anualizada de 7,1% entre maio de 2016 e outubro de 2018, apresentaram uma ligeira queda desde então (gráfico 2). Na China, o investimento cresceu 4,4% em maio na comparação anual – valor baixo para o padrão pós-crise financeira internacional e inferior aos 5,9% de 2018 e 7,2% de 2017.

GRÁFICO 1
Crescimento do comércio internacional – em volume
(Variação interanual, em %)



Fonte: CPB World Trade Monitor.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

GRÁFICO 2
Estados Unidos: encomendas de bens de capital (exceto militar e aeronaves)
(Em US$ milhões, ajustados sazonalmente)



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

Uma preocupação em relação à desaceleração do crescimento refere-se ao espaço reduzido para a política econômica reagir caso o processo de perda de dinamismo se aprofunde. Esse é o caso, em particular, da Europa, onde a taxa de juros já encontra-se próxima de zero, e da China, onde os níveis de endividamento tornam arriscado repetir a estratégia seguida no imediato pós-crise financeira internacional e, novamente, no período mais recente (2017-2018), de forte expansão do crédito. Pelo lado da política fiscal, o estímulo gerado pela política de redução de impostos do governo Trump parece ter já produzido o impacto esperado sobre a atividade econômica, em especial sobre os investimentos, e muitos argumentam que a desaceleração em curso reflete exatamente o esgotamento dos efeitos associados

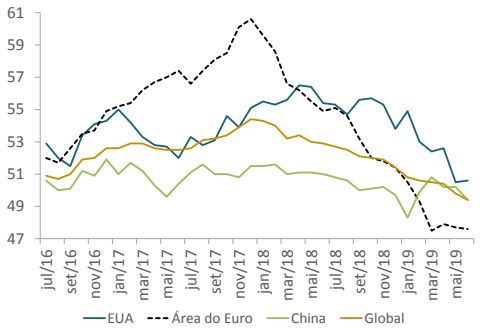
ao impulso fiscal derivado das medidas adotadas no final de 2017 e observados ao longo de 2018. O Congressional Budget Office (CBO), órgão do Congresso americano para a avaliação da política fiscal, projeta *deficit* crescentes até 2022, partindo de 3,9% do produto interno bruto (PIB) em 2018 para atingir 4,7% do PIB naquele ano, indicando que o espaço para utilizar a política fiscal é limitado, restando o recurso à política monetária, como já sinalizado pelo Federal Reserve (Fed), o banco central americano.

A economia chinesa dá mostras de sentir os efeitos da guerra comercial com os Estados Unidos, mesmo que esse fator possa ser interpretado como apenas o gatilho de uma desaceleração que ocorreria inevitavelmente após tantos anos de crescimento acelerado. Há receio, em particular, de que os níveis já elevados de endividamento de famílias, empresas e governos possam impedir medidas adicionais de estímulo, a exemplo das que foram adotadas no segundo semestre de 2018 e que vinham sustentando o crescimento chinês até o primeiro trimestre deste ano. De fato, segundo o Banco de Compensações Internacionais (Bank for International Settlements – BIS), o endividamento do setor privado não financeiro na China atingiu 254% do PIB ao final de 2018, enquanto o endividamento público chegou a quase 50% do PIB. Ao final de 2008, quando da eclosão da crise financeira mundial, esses níveis eram 142% e 27% do PIB, respectivamente. Não obstante, a China vem enfrentando os choques externos com políticas fiscal e monetária expansionistas.

2 Atividade econômica e mercado de trabalho

Os purchasing managers' indexes (PMIs) de junho – indicadores baseados em sondagens junto às empresas visando captar sua percepção quanto à situação dos negócios – mostram forte deterioração a partir de meados de 2018 no caso da indústria de transformação. A queda foi particularmente intensa na AE, onde o indicador caiu de 60,6 pontos no início de 2018 para 47,6 pontos em junho. A queda no Japão e na China foi um pouco mais branda, mas nos três casos o indicador situava-se em junho abaixo dos 50 pontos, indicando a percepção de piora da atividade no setor. Nos Estados Unidos também houve redução, mas em junho ele ainda situava-se ligeiramente acima dos 50 pontos, tendo sido também o único entre os países e regiões destacados no gráfico a apresentar crescimento em junho, ainda que modesto. [1]

GRÁFICO 3
Índices de Gerentes de Compras (PMIs) – Indústria

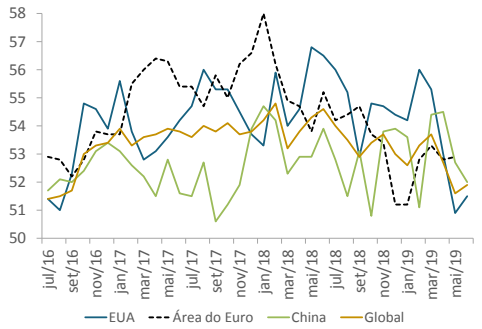


Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

1 Pelo Institute of Supply Management's (ISM) index – indicador semelhante ao PMI –, houve queda em junho, para 51,7 pontos, o nível mais baixo para a indústria de transformação desde setembro de 2016.

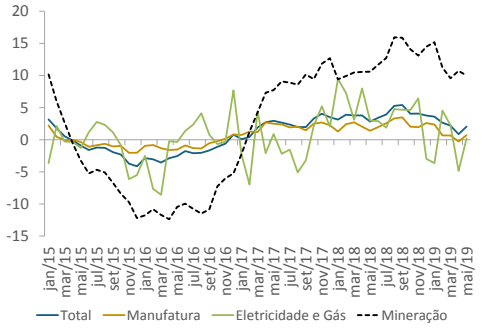
Os indicadores equivalentes para o setor de serviços mostram comportamento melhor, sugerindo que as condições do comércio internacional podem, de fato, ser um fator importante por detrás da perda recente de dinamismo da economia global ao afetarem mais intensamente os bens transacionáveis internacionalmente. Nos serviços, os indicadores de todos os países/regiões ainda estão acima dos 50 pontos, embora na AE e nos Estados Unidos as quedas tenham sido fortes: nos Estados Unidos, ela ocorre a partir de fevereiro deste ano, enquanto na AE o declínio vem desde o início de 2018. Na AE, há uma leve recuperação desde fevereiro deste ano. Na China, o indicador tem oscilado fortemente, mas sem tendência definida.

GRÁFICO 4
Índices de Gerentes de Compras (PMIs) – Serviços



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

GRÁFICO 5
Estados Unidos: produção industrial
(Variações em relação ao mesmo mês do ano anterior, em %)



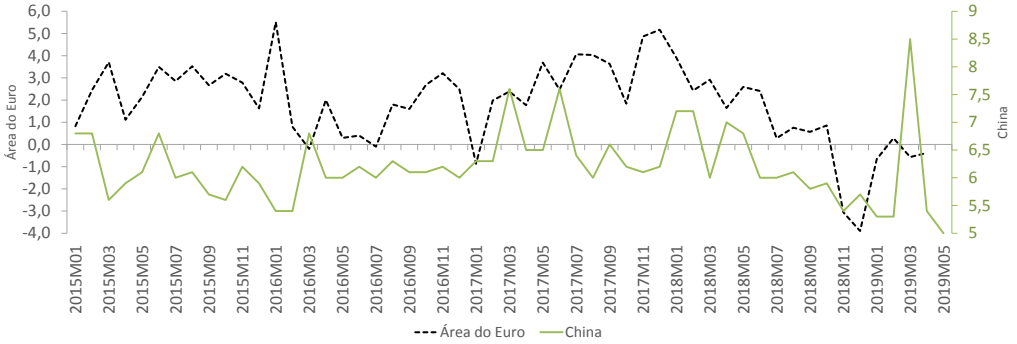
Fonte: FRED.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

Os indicadores de produção industrial e vendas no varejo corroboram, com defasagem, o cenário desenhado pelas sondagens do PMI. Nos Estados Unidos, a despeito da aceleração da taxa anual de crescimento, de 0,9% em abril para 2,1% em maio, a tendência é de queda. Nota-se a influência do setor de extração mineral (influenciado pela produção de petróleo a partir de fontes não convencionais), com elevadas, porém declinantes, taxas de crescimento, enquanto o crescimento na indústria de transformação parece ter convergido para zero (2,3% em 2018). Na AE, a produção industrial acumula queda de 1% em dois meses até abril, acompanhando de perto as variações a indústria de transformação. A desaceleração começou no segundo semestre de 2018, em novembro e dezembro a produção caiu acentuadamente, e desde então manteve uma suave tendência de queda. Na China, o crescimento anual de 5% da produção industrial em maio é o menor da série desde 1995 e parece reforçar a tendência de desaceleração desde o início de 2018.

As vendas do comércio varejista nos Estados Unidos cresceram 3,4% contra igual período do ano anterior na média móvel de três meses até maio, numa recuperação importante em relação à variação média de 1,9% registrada nos três meses até fevereiro. Vale notar que o atraso nas restituições de Imposto de Renda este ano pode ter influenciado esse último dado. As vendas de veículos leves no acumulado do ano até junho caíram 1,9% na comparação com o primeiro semestre de 2018,

ano em que cresceram 0,4%. Na AE, as vendas no varejo têm oscilado, com crescimento relativamente forte na margem em janeiro e fevereiro e desaceleração em março e abril, quando registrou-se queda de 0,4% ante o mês anterior. Desde 2015, as vendas no varejo na AE têm crescido a uma taxa média mensal anualizada próxima a 2% ao ano (a.a.). Na China, o desempenho do comércio varejista tem sido melhor que o da produção industrial e dos investimentos: o crescimento anual desacelerou em relação a 2018 (9%), mas ainda mantinha-se em 8,6% em maio.

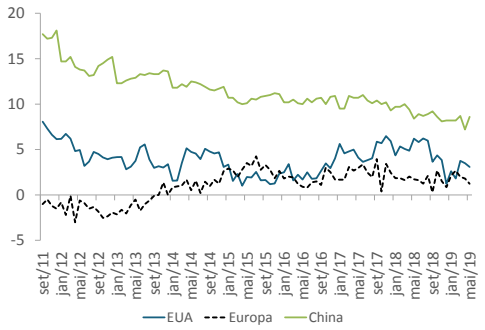
GRÁFICO 6
AE e China: produção industrial
(Variações em relação ao mesmo mês do ano anterior, em %)



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

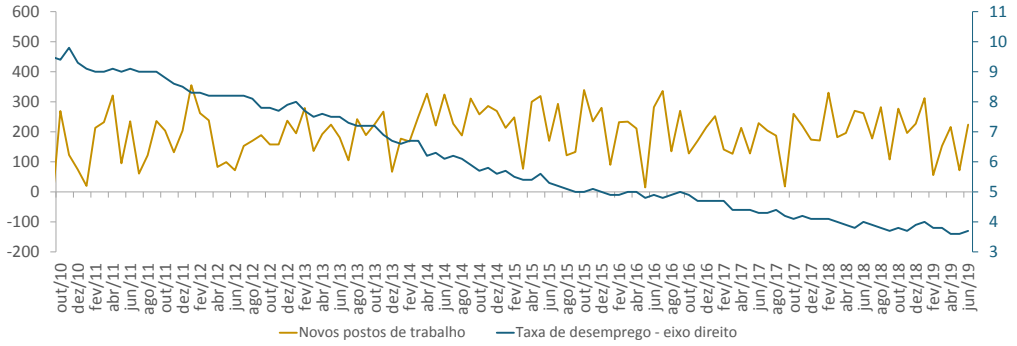
Os indicadores de mercado de trabalho continuam a revelar um quadro próximo ao pleno emprego nos Estados Unidos, enquanto na Europa o desemprego, embora mais elevado que nos país norte-americano, também tem seguido trajetória de queda, registrando taxa de 7,5% em maio, 0,8 p.p. menor que um ano antes. Nos Estados Unidos, foram criados 224 mil postos de trabalho em junho, uma recuperação em relação ao mês anterior, que havia registrado apenas 72 mil novos postos. A média mensal do primeiro semestre foi de 172 mil contratações líquidas por mês. A taxa de desemprego em junho foi de 3,7%, 0,3 p.p. a menos que um ano antes. O rendimento médio por hora trabalhada cresceu 3,1% ante um ano antes, próximo à média observada no primeiro semestre. Vale notar que a produtividade apresentou, no primeiro trimestre de 2019, a taxa de crescimento da produtividade mais alta – 3,4% na comparação anualizada com o trimestre anterior – desde o terceiro trimestre de 2014.

GRÁFICO 7
Estados Unidos, AE e China: vendas no varejo
(Taxas de variação interanual, em %)



Fonte: FRED, Eurostat e National Bureau of Statistics.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

GRÁFICO 8
Estados Unidos: novos postos de trabalho e taxa de desemprego
(Em 1 mil postos de trabalho e em %)

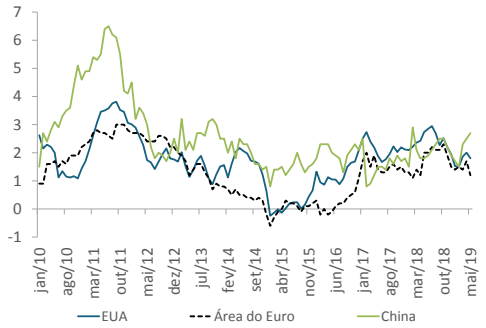


Fonte: FRED.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

3 Inflação e política monetária

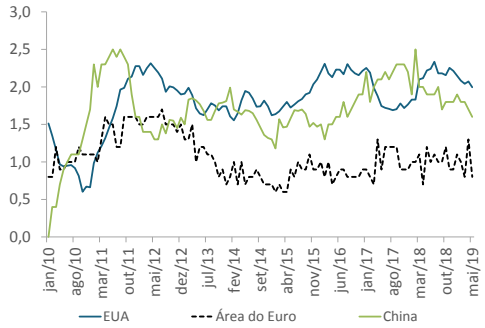
A inflação nos países avançados, e em grande parte dos países emergentes, tem surpreendido para baixo, dificultando o cumprimento das metas de inflação e refletindo a redução do ritmo de crescimento. Superado o impacto do aumento dos preços do petróleo que prevaleceu na segunda metade de 2017 e quase todo ano de 2018,[2] os índices de preços ao consumidor, que haviam chegado a quase 3% nos Estados Unidos, superado 2% na AE e atingido 2,5% na China, voltaram a declinar. No país norte-americano, a inflação anual ao consumidor em maio foi de 1,8%; na AE, de 1,2%; e na China, 2,7% – neste último caso, reflexo da febre suína, que afetou o preço da carne de porco, componente importante da cesta de consumo naquele país. Quando se observam os núcleos de inflação, constata-se um comportamento bem mais estável, com a inflação oscilando em torno de 2% nos Estados Unidos, de 1,0% na AE e declinando para a faixa de 1,5% na China.

GRÁFICO 9
Estados Unidos, AE e China: inflação – índice cheio
(Variação anual, em %)



Fonte: FRED, Eurostat e National Bureau of Statistics.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

GRÁFICO 10
Estados Unidos, AE e China: inflação – núcleos
(Variação anual, em %)

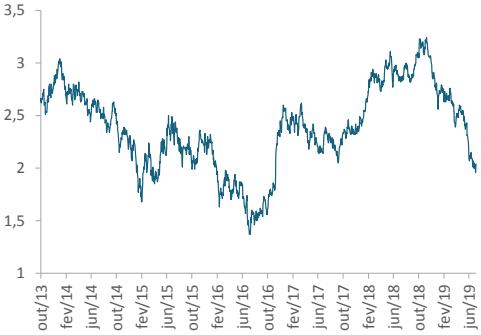


Fonte: FRED, Eurostat e National Bureau of Statistics.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

2 De julho de 2017 a outubro de 2018, o preço do petróleo (tipo Brent) mais que triplicou, passando de US$ 28 para US$ 86 por barril. Despencou no final de 2018 para US$ 50 por barril, mas voltou a subir quase 50% entre o final de 2018 e o final de abril deste ano, para US$ 74 por barril. Caiu, então, cerca de 20% até meados de junho, para US$ 60, recuperando-se ligeiramente, desde então, para a faixa de US$ 65 por barril

A preocupação com o baixo dinamismo da atividade econômica e com uma inflação que persiste em níveis inferiores às metas levou à reversão da postura das autoridades monetárias nos países centrais. Tanto nos Estados Unidos quanto na AE houve uma mudança de discurso no primeiro trimestre e, no último mês, um reforço da sinalização quanto à trajetória futura dos juros – de redução, no caso dos Estados Unidos, e de retomada da compra de ativos, no caso da AE, combinada a uma sinalização forte de que os juros, atualmente próximos de zero, não devem subir tão cedo. O Japão deve continuar com a política que tem como alvo manter a taxa de juros dos títulos de dez anos do governo próxima de zero. Como resultado dessa mudança brusca de postura das autoridades monetárias, a taxa de juros dos títulos do Tesouro americano caiu de 3,2% a.a. no início de novembro do ano passado para menos de 2% no início de julho deste ano.

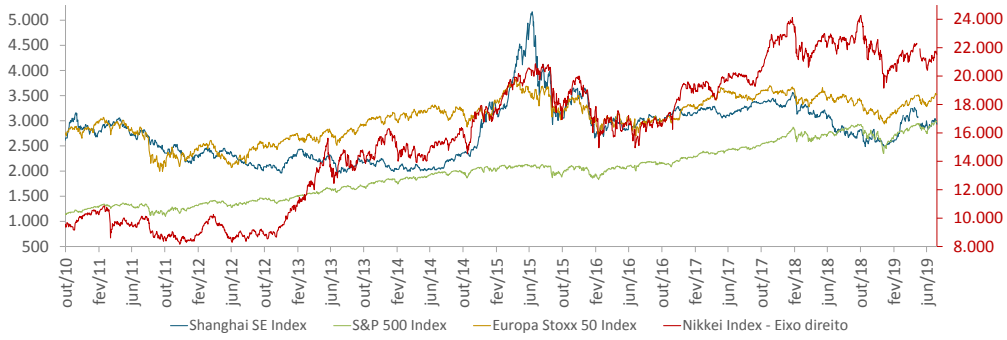
GRÁFICO 11
Estados Unidos: rendimento dos títulos do Tesouro com maturidade constante de dez anos
(Em % a.a.)



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

A perspectiva de um afrouxamento monetário tem obviamente estimulado os mercados de ativos. O índice S&P 500 já vinha em trajetória de valorização desde o início do ano, tendo se valorizado 17,5% até o início de maio. O aumento da volatilidade, decorrente das incertezas em relação ao conflito comercial Estados Unidos-China, levou a uma queda de 6,8% do índice até o começo de junho, quando ele, então, volta a crescer, na mesma medida em que a volatilidade declina, acumulando variação de 8,4% desde então, até 8 de julho. As demais bolsas de valores seguem de perto esse movimento.

GRÁFICO 12
Índices internacionais de preços de ações em bolsas de valores
(Em pontos)

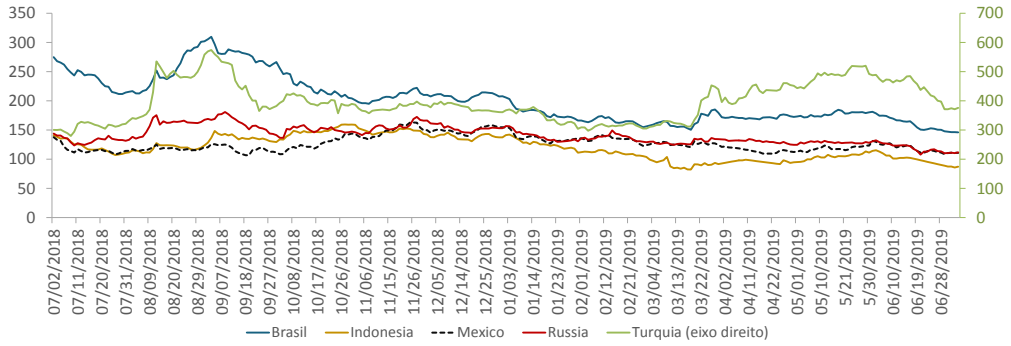


Fonte: FRED e Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

4 Países emergentes e preços de *commodities*

Os países emergentes tendem a se beneficiar dessa situação na medida em que as taxas de juros tendem a se manter baixas nos países centrais. Dada a ampla liquidez internacional, os fluxos de capital para esses países tendem a crescer. Não obstante, o quadro internacional carrega muitas incertezas, e o balanço entre condições financeiras relativamente mais favoráveis e uma economia e comércio mundiais em desaceleração não é totalmente claro, embora o primeiro fator tenda a prevalecer no curto prazo.

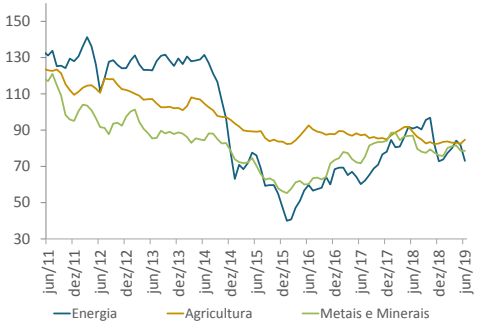
GRÁFICO 13
Credit default swaps **(CDS) emergentes**
(Em pontos-base)



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

Nessa perspectiva, os preços de commodities têm se comportado de maneira volátil: aquelas ligadas a energia e as commodities metálicas tiveram alguma recuperação no início do ano, até abril, declinando depois disso. As agrícolas, por seu turno, não têm registrado tendência. Segundo o Banco Mundial, os preços de *commodities* em maio encontravam-se cerca de 10% abaixo de seus níveis um ano antes. Uma exceção é o minério de ferro, cujo preço subiu mais de 60% em relação aos níveis de um ano atrás, devido ao acidente de Brumadinho e consequente redução global da oferta.

GRÁFICO 14
Preços de *commodities*
(Índice: 2010=100)



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

Vale mencionar, por fim, os sinais de recuperação da economia argentina. O PIB caiu 0,2% no primeiro trimestre ante o trimestre anterior, e 5,8% na comparação com o primeiro trimestre de 2018. No entanto, há sinais de estabilização tanto da atividade econômica quanto da inflação, que tende a declinar, embora mantendo taxas ainda bastante elevadas. Em abril, o Estimador Mensal de Atividade

Econômica (Emae) cresceu 0,8% na margem, embora ainda apresente queda de 1,3% ante abril do ano passado. O desempenho do setor agropecuário, com aumento anual de 7,7% no primeiro trimestre, vem ajudando nessa recuperação, enquanto as exportações aumentaram 1,7% na mesma comparação. Para o ano, projeta-se queda do PIB de 1,4%.[3]

A situação externa também tem evoluído positivamente, com o *deficit* em conta-corrente no balanço de pagamentos no primeiro trimestre, de US$ 3,8 bilhões – 60% menor que em igual período de 2018. Em 2018, o *deficit* em conta-corrente foi de 5,1% do PIB, esperando-se que caia para 2% do PIB este ano. A inflação, em contrapartida, mantém-se ainda muito alta: 57,3% no acumulado em doze meses até maio, mas, mesmo aqui, a tendência é de desaceleração, à medida que forem saindo do cálculo os meses de agosto a outubro, quando a inflação média mensal foi de 5,3%. As expectativas apontam para uma inflação anual de 40% este ano.

3 Esta e as demais previsões citadas em seguida estão condizentes com a mediana das projeções em *Latin Focus Consensus Forecasts*, de julho de 2019.

Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac)

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

Grupo de Conjuntura

Equipe Técnica:

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

Equipe de Assistentes:

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

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