CARTA DE
CONJUNTURA
NÚMERO 36 — 3 ° TRIMESTRE DE 2017

SEÇÃO V

# 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

**Assistente de pesquisa:**
Beatriz Cordeiro Araujo

TEXTO ELABORADO COM INFORMAÇÕES DISPONÍVEIS ATÉ O DIA 30/08/2017

## Sumário

A economia mundial segue evoluindo de forma positiva, seja em termos de crescimento, seja em termos das condições financeiras. O segundo trimestre caracterizou-se pela manutenção e/ou aceleração da atividade econômica nos países desenvolvidos, com destaque para a economia japonesa, que surpreendeu ao crescer 1% neste trimestre. As políticas monetárias nos EUA, Área do Euro (AE) e Japão ainda são relativamente acomodativas e, embora a taxa de desemprego nos EUA tenha caído significativamente, a inflação anual tem declinado sistematicamente, inclusive seu núcleo. Diante da perspectiva de uma normalização bastante gradual da política monetária nos países industrializados, o apetite pelo risco dos investidores estrangeiros mantém-se ativo. O índice VIX, que mede a volatilidade do preço dos ativos, está em níveis muito baixos. Por outro lado, a China tem conseguido manter o crescimento em ritmo estável, ainda que haja preocupação com os efeitos negativos derivados da necessidade de reduzir o endividamento das empresas, considerado excessivo.

## 1 Panorama Geral

O quadro favorável da economia mundial levou o Fundo Monetário Internacional (FMI) a manter, em julho, suas projeções de crescimento para a economia mundial: 3,5% em 2017 e 3,6% em 2018. Os EUA devem crescer 2,1% nos dois anos – mais que em 2016 (1,7%), mas menos que em 2015 (2,6%). Para a Área do Euro (AE), as projeções são de crescimento de 1,9% em 2017 e 1,7% em 2018, praticamente estável em relação à média do biênio anterior. No Japão, as projeções são de 1,3% e 0,6%, respectivamente. Para as economias desenvolvidas, essas taxas representam uma consolidação do processo de recuperação em relação à crise financeira internacional de 2007/2008, pois até agora o ritmo vinha sendo bastante mais lento (conforme Tabela 1) e instável.

Para os países emergentes e em desenvolvimento, o FMI também projeta uma aceleração do crescimento neste ano e no próximo, para 4,6% e 4,8%, respectivamente, em comparação ao biênio 2015/2016. Esses países, no entanto, tiveram uma recuperação rápida do crescimento após a crise financeira internacional, mantendo taxas de expansão relativamente elevadas até 2014. Foi apenas nos dois últimos anos que as taxas de crescimento caíram, de 4,9% entre 2012 e 2014, para 4,3% em 2015-16. Rússia e Brasil explicam boa parte dessa perda de dinamismo, enquanto a China, mesmo reduzindo o ritmo, manteve crescimento relativamente

forte, e a Índia, por sua vez, viu seu crescimento acelerar no período. Em todos os casos, o FMI prevê ou a manutenção das taxas de crescimento em patamar elevado (caso de China e Índia), ou aceleração: Brasil, para 0,3% e 1,3% em 2017 e 2018, respectivamente, e Rússia, para 1,4% nos dois anos.

TABELA 1
**Crescimento do PIB: observado e projeções do FMI (WEO - Julho de 2017)**
(Em %)

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

Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA)
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

Como argumentado em números anteriores da *Carta de Conjuntura* [1], o crescimento global é mais lento que no período pré-crise, mas isso provavelmente reflete, em algum grau, uma desaceleração da tendência de mais longo prazo. É significativo, nessa perspectiva, o fato de que a produtividade do trabalho nos EUA – variável que apresenta claro comportamento pró-cíclico – esteja crescendo bem mais lentamente comparada a recuperações passadas, conforme o Gráfico 1.

GRÁFICO 1
**Estados Unidos - Crescimento da produtividade por hora trabalhada – setor empresarial não agrícola**
(Média dos últimos cinco anos, em %)

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

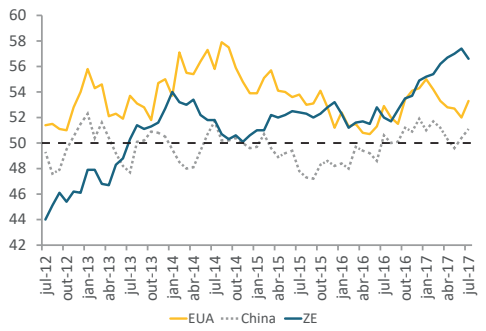
As projeções do FMI apontam também para uma aceleração do crescimento do comércio internacional. Em 2015/16, o comércio internacional em volume cresceu à taxa média de 2,5% ao ano (3,3% ao ano no triênio anterior). A expectativa

1 Ver, por exemplo, Carta de Conjuntura nº 33, dezembro de 2016, seção Economia Mundial.

é de aceleração para 4% ao ano em 2017 e 2018.

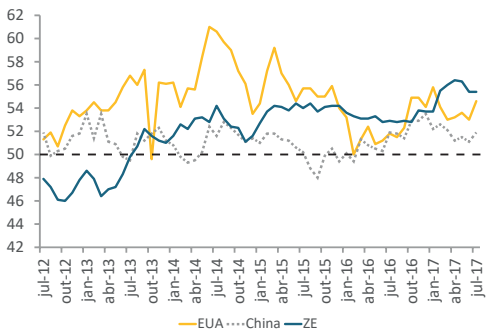
Dados mensais mais recentes mostram que, em julho, os índices de gerentes de compra da indústria – PMI na sigla em inglês – tiveram recuperação nos EUA e na China e pequena queda na Europa, neste caso, porém, depois de forte crescimento nos meses anteriores (Gráfico 2). Os índices compostos, que englobam o setor serviços, também apresentaram crescimento em julho, mas menos acentuado que na indústria, exceto pela Europa, onde o índice composto ficou estável (Gráfico 3). Em todos os casos, esses índices estão acima de 50 pontos, sinalizando expansão da atividade econômica.

GRÁFICO 2
**PMIs: Indústria (jul/2012 - jul/2017)**
(índice em pontos)




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

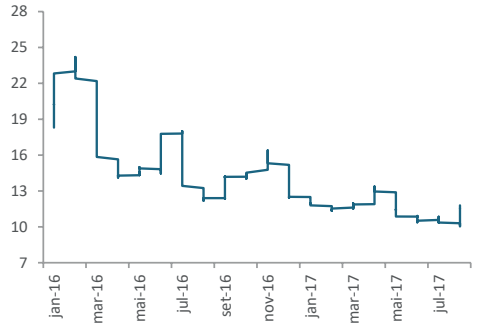
GRÁFICO 3
**PMIs: Composto (jul/2012 - jul/2017)**
(índice em pontos)




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

Os riscos à continuidade desse cenário externo favorável são quase todos de natureza geopolítica – possível eclosão de conflitos e ameaças terroristas, por exemplo. Não quer dizer que incertezas de natureza econômica não pesem sobre a percepção dos investidores internacionais, mas parece haver razoável segurança de que a normalização das condições monetárias ocorrerá de maneira gradual, sem comprometer a retomada econômica. Eventuais desequilíbrios – como a já mencionada questão do endividamento na China, ou a dos desequilíbrios em conta corrente, envolvendo superavits elevados na Alemanha e na China e deficits nos EUA e em outros países da AE – serão corrigidos também gradualmente. Nos países emergentes, a perspectiva de inflação sob controle tem aberto espaço para reduções das taxas de juros, atraindo o capital externo. Uma expressão dessa percepção de relativa normalidade na economia mundial é o comportamento do índice de volatilidade implícita nas negocia-

GRÁFICO 4
**VIX - Índice de Volatilidade da Bolsa de Chicago**
(jan./2016 – ago./2017)



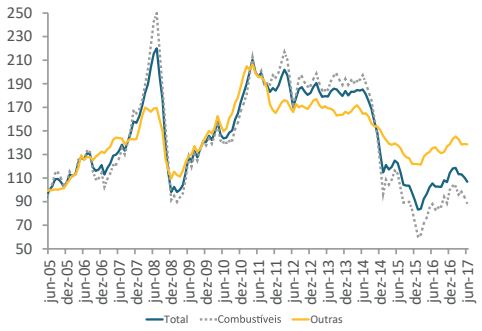

Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED)
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

ções de opções sobre o valor futuro do índice da Bolsa de Chicago, o VIX, que se encontra em níveis bastante baixos, conforme o Gráfico 4.

## 2 *Commodities*

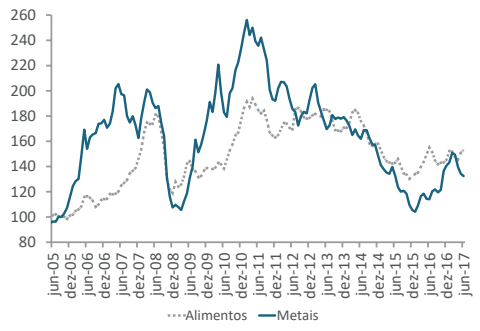
Dados do FMI mostram que os preços de commodities passaram a cair a partir de abril, revertendo a trajetória de recuperação observada desde o segundo trimestre do ano passado. Esse movimento é mais acentuado nos metais e combustíveis e mais suave nos alimentos. (Gráficos 5 e 6). Os dados até junho (os últimos disponíveis pelo FMI), contudo, ainda mostram que o nível mantinha-se superior ao de um ano antes no caso do índice agregado, dos metais e dos preços de energia, mas caíam no caso dos alimentos. Em julho, porém, há indicações de ter havido aumento desses preços.

GRÁFICO 5
**Preços de *Commodities* – Combustíveis e demais**
(jan./2005 – jun./2017)




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

GRÁFICO 6
**Preços de *Commodities* – Alimentos e Metais**
(jan./2005 – jun./2017)




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

Em nível um pouco mais detalhado, é possível observar que os preços do petróleo seguiram trajetória de queda ao longo do segundo trimestre, quando caíram abaixo de US$ 45 o barril, mas recuperaram-se a partir de julho, sem, contudo terem voltado ao nível de US$ 55 o barril. O movimento de queda dos preços no segundo trimestre, após a forte alta do final de 2016, quando passou a vigorar um acordo de restrição de produção pelos países da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) mais a Rússia, o primeiro deste tipo desde 2008, refletiu a recomposição da oferta associada principalmente à expansão da produção de petróleo e gás a partir de fontes não convencionais nos EUA. Sua subida no período mais recente, por outro lado, pode estar refletindo um aumento da demanda e um dólar mais fraco.[2]

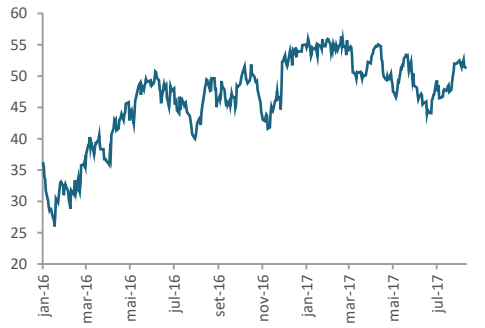
O preço internacional do minério de ferro registrou queda de mais de 50% entre fevereiro e junho, mas recuperou-se ao longo de julho e agosto – influenciado por perspectivas favoráveis na China. O ganho foi de cerca de 40%, de modo que o nível dos preços ainda é cerca de 20% superior ao de um ano atrás. Esse movimento recente de recuperação dos preços dos metais se estende aos demais produtos,

2 Ver Federal Reserve Bank of New York, *Oil Price Dynamics*.

como cobre, alumínio, níquel e zinco.

No caso da soja, as condições climáticas favoráveis no hemisfério sul, que permitiram uma safra recorde no Brasil, pressionaram para baixo as cotações ao longo do primeiro semestre, porém condições menos favoráveis no hemisfério norte parecem estar afetando negativamente a safra de 2017, atuando em sentido contrário. Os preços internacionais da soja encontram-se cerca de 6% abaixo dos níveis de um ano atrás, mas tiveram recuperação ao longo de julho, parcialmente revertida em agosto. Os preços do milho, por seu turno, têm se mantido relativamente estáveis, com crescimento de 15% na comparação com agosto do ano passado – o fundo do poço dos preços nos últimos anos – sem exibir tendência muito clara nos últimos meses. Os gráficos 7 a 10, a seguir, ilustram essas trajetórias.

GRÁFICO 7
**Preço diário do Petróleo (jan./2016 – ago. /2017)**
(US$ por barril)




Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED)
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

GRÁFICO 8
**Preço diário do Minério de Ferro (jan./2016 – ago. /2017)**
(US$ por tonelada)

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

GRÁFICO 9
**Preços de *Commodities* – Soja (jan./2016 – ago. /2017)**
(US$ por tonelada)

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

GRÁFICO 10
**Preços de *Commodities* – Milho (jan./2016 – ago. /2017)**
(US$ por tonelada)

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

## 3 Estados Unidos

O PIB norte-americano cresceu 3,0% no segundo trimestre (2ª estimativa, variação trimestral dessazonalizada e anualizada), depois de ter aumentado apenas 1,2% no

primeiro. Essa aceleração decorreu do comportamento do consumo das famílias, cuja taxa de crescimento, em termos trimestrais e anualizados, passou de 1,9% para 3,3%; e da variação de estoques, cuja contribuição passou de -1,5% no primeiro trimestre para zero no segundo. Os investimentos desaceleraram, com destaque para o investimento residencial, cujo crescimento passou de 11,1% no primeiro trimestre para -6,5% no segundo, com impacto de -0,3 ponto percentual na margem. Esse comportamento instável do setor da construção pode ser atribuído em parte às condições climáticas que, devido ao inverno ameno, fizeram a atividade explodir no primeiro trimestre (em termos dessazonalizados), mas "roubaram" crescimento no segundo. O crescimento do investimento não residencial também desacelerou, de 7,2% para 3,6%, mas manteve-se positivo e em ritmo relativamente forte quando comparado ao desempenho desde 2015. As exportações líquidas contribuíram com 0,2 ponto percentual para o crescimento do segundo trimestre.

TABELA 2
**EUA – PIB: Variação Trimestral, com ajuste sazonal e anualizada**
(Em %)

| | 4º tri. 2015 | 1º tri. 2016 | 2º tri. 2016 | 3º tri. 2016 | 4º tri. 2016 | 1º tri. 2017 | 2º tri. 2017 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **PIB** | **0,5** | **0,6** | **2,2** | **2,8** | **1,8** | **1,2** | **3,0** |
| **Consumo Pessoal** | 2,7 | 1,8 | 3,8 | 2,8 | 2,9 | 1,9 | 3,3 |
| **Investimento Privado Bruto** | -6,2 | -4,0 | -2,7 | 2,4 | 8,5 | -1,2 | 2 |
| Investimento Fixo | -2,4 | -0,2 | 1,4 | 1,5 | 1,7 | 8,1 | 3,6 |
| Investimento Não-Residencial | -5,1 | -4,0 | 3,3 | 3,4 | 0,2 | 7,2 | 3,6 |
| Investimento Residencial | 7,3 | 13,4 | -4,7 | -4,5 | 7,1 | 11,1 | -6,5 |
| Variação de Estoques | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... |
| **Exportação Líquida de Bens e Serviços** | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... |
| Exportações | -2,3 | -2,6 | 2,8 | 6,4 | -3,8 | 7,3 | 3,7 |
| Importações | 0,0 | -0,2 | 0,4 | 2,7 | 8,1 | 4,3 | 1,6 |
| **Gastos do Governo em Consumo e Investimento** | **0,3** | **1,8** | **-0,9** | **0,5** | 0,2 | -0,6 | -0,3 |

Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA)
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

TABELA 3
**EUA – PIB: Contribuição para a Variação Trimestral, com ajuste sazonal e anualizada**
(Em %)

| | 4º tri. 2015 | 1º tri. 2016 | 2º tri. 2016 | 3º tri. 2016 | 4º tri. 2016 | 1º tri. 2017 | 2º tri. 2017 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **PIB** | 0,5 | 0,6 | 2,2 | 2,8 | 1,8 | 1,2 | 3,0 |
| **Consumo das Famílias** | 1,8 | 1,2 | 2,6 | 1,9 | 2,0 | 1,3 | 2,3 |
| **Investimento Privado** | -1,1 | -0,7 | -0,5 | 0,4 | 1,3 | -0,2 | 0,6 |
| Investmento Fixo | -0,4 | -0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 1,3 | 0,6 |
| Não-residencial | -0,7 | -0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,0 | 0,9 | 0,9 |
| Residencial | 0,3 | 0,5 | -0,2 | -0,2 | 0,3 | 0,4 | -0,3 |
| Variação de Estoques | -0,7 | -0,6 | -0,7 | 0,2 | 1,1 | -1,5 | 0,0 |
| **Exportações Líquidas de Bens e Serviços** | -0,3 | -0,3 | 0,3 | 0,4 | -1,6 | 0,2 | 0,2 |
| Exportações | -0,3 | -0,3 | 0,3 | 0,7 | -0,5 | 0,9 | 0,5 |
| Importações | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,4 | -1,1 | -0,6 | -0,2 |
| **Gastos do Governo - consumo e investimento** | 0,1 | 0,3 | -0,2 | 0,1 | 0,0 | -0,1 | -0,1 |

Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA)
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

Dados parciais relativos a julho mostram que o terceiro trimestre deve manter um ritmo de crescimento semelhante ao do segundo. Dentre esses indicadores, destaca-se o comportamento do mercado de trabalho, que em julho voltou a exibir

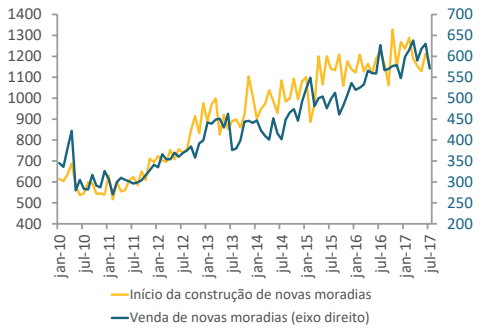
sólida geração de empregos – 209 mil novas posições, para uma média móvel de três meses de 195 mil novos postos de trabalho. A taxa de desemprego caiu 0,1 ponto percentual para 4,3% da força de trabalho; a taxa de participação aumentou também 0,1 ponto percentual para 62,9% da População em Idade Ativa (PIA); e o salário-hora manteve o crescimento de 2,5% na comparação interanual.

A produção industrial em julho cresceu 0,2% na margem e 2,2% ante julho de 2016. O segmento de transformação manteve-se praticamente estável na margem (-0,07%), enquanto serviços de utilidade pública e mineração cresceram 1,6% e 0,5%, respectivamente. Este último setor da indústria cresceu 5,2% no acumulado do ano até julho na comparação anual, contra variação de 1,4% para a indústria como um todo, refletindo a retomada das atividades de produção de petróleo e gás a partir de fontes não convencionais, como mencionado anteriormente.

As vendas do comércio varejista, em julho, tiveram crescimento na margem de 0,6% e de 4,3% na comparação interanual. O segmento de automóveis também cresceu em julho (0,6%), mas seu desempenho ao longo de 2017 vem sendo bastante irregular: as vendas no acumulado no ano até junho exibem queda de 2,5% contra igual período de 2016.

No setor habitacional a volatilidade também tem sido grande: o início da construção de novas casas caiu 4,8% em julho ante junho, depois de ter crescido 7,4% naquele mês. Esse indicador caiu em cinco dos primeiros sete meses do ano. As vendas de novas casas têm seguido padrão semelhante de volatilidade: caíram 9,4% em julho, depois de terem crescido 6,7% acumulado em maio e junho. No acumulado do ano até julho as vendas de novas residências cresceram 10% ante o mesmo período de 2016 (Gráfico 11).

GRÁFICO 11
**EUA – Início da Construção e Vendas de Novas Moradias**
(jan./2010 – jul./2017)

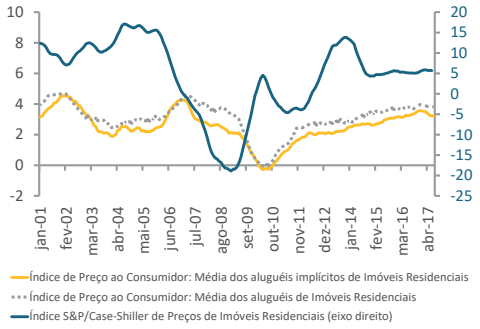



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED)
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

A inflação nos EUA atingiu um pico em fevereiro, quando o índice de preços ao consumidor cheio teve variação de 2,8% em termos anuais. Depois disso, a taxa declinou sistematicamente e atingiu 1,7% em julho. O núcleo da inflação apresentou comportamento semelhante, caindo de 2,3% em janeiro – patamar em torno do qual se mantinha desde o final de 2015 – para 1,7% em julho (Gráfico 12). Ou seja, a desaceleração da inflação não é resultado de movimentos de itens isolados, mas fenômeno mais disseminado. Na verdade, observa-se que as variações mais fortes do índice em julho estão concentradas em habitação e cuidados médicos (2,8% e 2,6%, respectivamente) – itens que, por sua dinâmica, tendem a refletir fatores específicos. Em particular, dentro de habitação destacam-se as fortes variações dos aluguéis, tanto na dimensão observada (aluguéis "propriamente ditos", com varia-

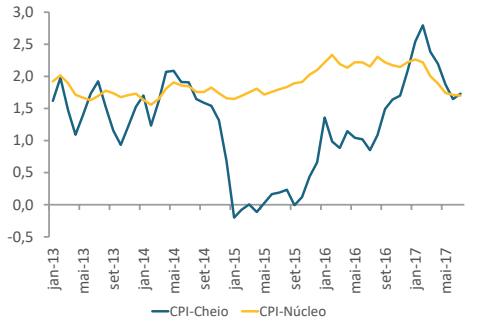
ção anual de 3,8% em julho), quanto na dimensão imputada (*owners equivalente rent*, com variação de 3,2%) – possivelmente refletindo a contínua elevação dos preços dos imóveis, conforme o Gráfico 13.

GRÁFICO 13
**EUA – Índice de Preços ao Consumidor (CPI): Aluguéis residenciais e Índice S&P/Case-Shiller de Preços de Imóveis Residenciais (jan./2001 – jul./2017)**
(Variação interanual, em %)



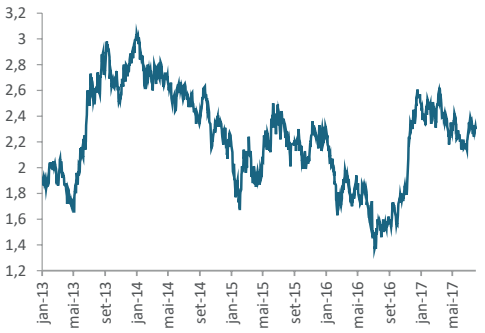

Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED) e U. S. Bureau of Labor Statistics (BLS).
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

GRÁFICO 12
**EUA – Índice de Preços ao Consumidor (CPI) – cheio e núcleo (jan./2013 – jul./2017)**
(Variação interanual, em %)



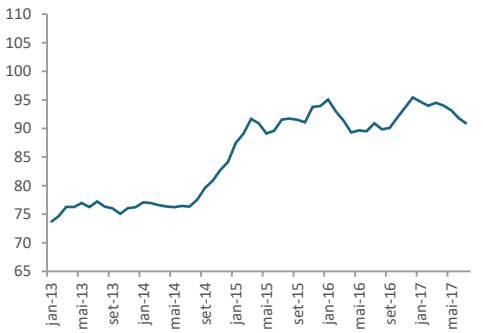

Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED)
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

GRÁFICO 14
**EUA – Taxa de juros dos títulos do Tesouro dos EUA de 10 anos (jan./2013 – ago./2017)**
(Em %)




Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED)
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

GRÁFICO 15
**EUA – Taxa de Câmbio Efetiva do dólar (principais parceiros) (jan./2013 – ago./2017)**
(Índice 1973=100)




Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED)
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

Diante desse cenário de inflação sob controle e crescimento moderado, o Federal Reserve (Fed, o banco central norte-americano) tem sinalizado com a normalização gradual da política monetária: redução do seu balanço, por meio de um percentual crescente de não renovação dos títulos adquiridos no período de expansão quantitativa à medida que forem vencendo, e elevação da taxa de juros dos *Federal Funds*. Os juros longos vêm refletindo essas sinalizações, mas respondem também à reversão das expectativas formadas após a eleição de Donald Trump de que haveria uma forte expansão fiscal por conta de reduções de impostos e aumento de gastos em infraestrutura. Diante dessa perspectiva, tudo o mais constante, o

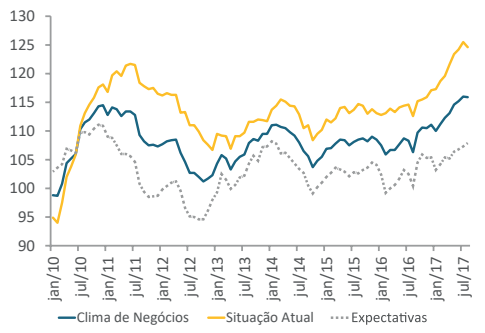
Fed teria que subir mais os juros. Ao longo do segundo semestre de 2016, o rendimento dos títulos de 10 anos do governo americano (T10) aumentou de 1,4% ao ano para 2,6% ao ano. As recentes dificuldades enfrentadas pelo presidente para aprovar outros projetos no Congresso, como a reversão do *Obamacare*, tornaram menos provável essa ampliação do deficit fiscal, levando à redução dos juros esperados no futuro. Como consequência, o rendimento dos T10 recuou para 2,2% ao ano. (Gráfico 14). A taxa de câmbio do dólar frente aos seus principais parceiros comerciais refletiu esses movimentos, revertendo a forte valorização observada na segunda metade do ano passado, particularmente após as eleições.

## 4 Área do Euro

As economias da Área do Euro (AE) têm surpreendido positivamente no que se refere ao crescimento. O PIB do segundo trimestre cresceu 0,7% na comparação com o primeiro trimestre e 2,2% em relação ao segundo trimestre de 2016. Em ambas as comparações houve modesta aceleração em relação ao crescimento de trimestres anteriores. Para os países que já divulgaram seus resultados para o segundo trimestre, destaca-se a França, com crescimento trimestral dessazonalizado de 0,5%, estável em relação ao primeiro trimestre; a Espanha, com variação de 0,9%, acelerando em relação aos dois trimestres anteriores; e a Alemanha, que cresceu 0,6%, com ligeira desaceleração frente aos 0,7% do primeiro trimestre. De modo geral, em todos esses países observa-se uma contribuição crescente da demanda interna.

Os resultados eleitorais em diferentes países, como Holanda e França, contribuíram para reduzir bastante o temor quanto a uma possível ampliação da influência de partidos políticos "euro-céticos", e a confiança tem se mantido elevada. Os resultados de uma sondagem para captar a percepção de empresários quanto à situação econômica e perspectivas na Alemanha são apresentados no Gráfico 16 e mostram uma significativa melhora na confiança a partir de meados de 2016, acelerando na primeira metade deste ano principalmente pelo componente 'Expectativas'. Pode-se observar trajetória semelhante no indicador equivalente para a França, ainda que menos intensa e mais tardia que na Alemanha. Por isso, espera-se que o crescimento prossiga nos próximos trimestres.

GRÁFICO 16
**Sondagem ifo - clima de negócios na Alemanha (jan./2010 – ago./2017)**
(Índice 2005 = 100)




Fonte: Center for Economic Studies (CES) – ifo Institute.
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

Os dados do PIB abertos por setores e categorias de demanda no segundo trimestre ainda não estão disponíveis. No primeiro trimestre, os investimentos cresceram 4,0% na comparação anual (sem ajuste sazonal) e 1,3% no dessazonalizado. O

consumo das famílias, por seu turno, teve variações de 1,7% e 0,3%, respectivamente. Na comparação anual, as exportações líquidas contribuíram com 0,2 ponto percentual para o crescimento observado de 2,6%.

TABELA 4
**Área do Euro – PIB: Variação Trimestral, ante ao período anterior, com ajuste sazonal**
(Em %)

| | 4º tri. 2015 | 1º tri. 2016 | 2º tri. 2016 | 3º tri. 2016 | 4º tri. 2016 | 1º tri. 2017 | 2º tri. 2017 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **PIB** | 0,5 | 0,5 | 0,3 | 0,4 | 0,5 | 0,6 | 0,7 |
| Consumo das Famílias | 0,4 | 0,7 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,3 | - |
| FBKF | 0,8 | 0,5 | 1,2 | 0 | 3,4 | 1,3 | - |
| Gastos do Governo | 0,5 | 0,7 | 0,3 | 0,1 | 0,3 | 0,4 | - |
| Exportações | 0,7 | 0,4 | 1,2 | 0,4 | 1,7 | 1,2 | - |
| Importações | 1,4 | 0 | 1,6 | 0,3 | 3,8 | 1,3 | - |

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

TABELA 5
**Área do Euro – PIB: Variação Trimestral, ante igual período no ano anterior**
(Em %)

| | 4º tri. 2015 | 1º tri. 2016 | 2º tri. 2016 | 3º tri. 2016 | 4º tri. 2016 | 1º tri. 2017 | 2º tri. 2017 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **PIB** | 2,2 | 1,7 | 2,3 | 1,7 | 1,5 | 2,5 | 2,2 |
| Consumo das Famílias | 1,8 | 2,2 | 2,3 | 1,9 | 1,9 | 1,7 | - |
| FBKF | 4,4 | 2,3 | 5,1 | 2,1 | 5,2 | 4 | - |
| Gastos do Governo | 1,5 | 2,1 | 2 | 1,7 | 1,4 | 1,3 | - |
| Exportações | 5,6 | 2,4 | 4 | 2,4 | 3,1 | 6 | - |
| Importações | 6,5 | 3,5 | 5,1 | 2,8 | 5,1 | 6,2 | - |

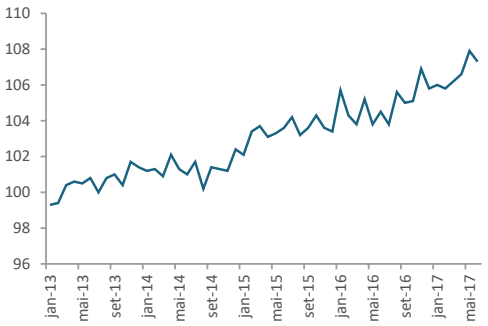
Fonte: Eurostat
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

Os dados mais desagregados de atividade econômica mostram continuidade dessa trajetória. A produção industrial da AE caiu 0,6% em junho, após três meses consecutivos de crescimento, incluindo uma variação de +1,2% em maio. O crescimento anual no segundo trimestre foi de 2,7%. As vendas no varejo (exceto veículos), por seu turno, cresceram 0,5% em junho ante maio e 2,8% em relação a junho do ano passado. No segundo trimestre, as variações foram 0,9% no dessazonalizado ante o primeiro trimestre e 2,5% ante o segundo trimestre de 2016.

Mesmo diante desse maior dinamismo da atividade econômica na AE, a inflação tem se mostrado bastante contida, frustrando os objetivos do Banco Central Europeu (BCE). Após ter crescido acentuadamente entre abril do ano passado e fevereiro deste ano, a inflação ao consumidor desacelerou, com a variação anual caindo de 2% em fevereiro para 1,3% em julho. O núcleo fez movimento oposto, acelerando de 0,7% em março para 1,2% em julho (Gráfico 19). A política monetária, portanto, deve continuar em modo expansionista, e uma eventual sinalização de nova redução do programa de aquisição de ativos torna-se menos provável a curto prazo. Em especial, os dados de operações de crédito com o setor privado

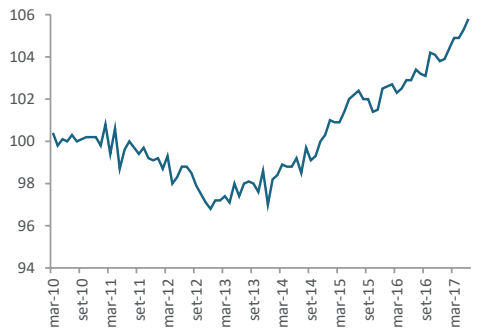
não financeiro mostram que os empréstimos estão crescendo a taxas cada vez maiores nas comparações interanuais, sugerindo a possibilidade do canal do crédito pode ser uma alavanca importante para a política monetária estimular a atividade econômica na Área do Euro (Gráfico 20).

GRÁFICO 17
**Área do Euro - Produção Industrial (jan./2013 – jun./2017)**
(Índice 2010 = 100. Com ajuste sazonal)



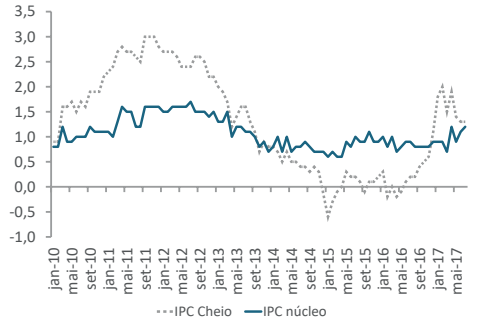

Fonte: Eurostat
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

GRÁFICO 18
**Área do Euro - Vendas do comércio varejista (jan./2013 – jun./2017)**
(Índice 2010 = 100. Com ajuste sazonal)



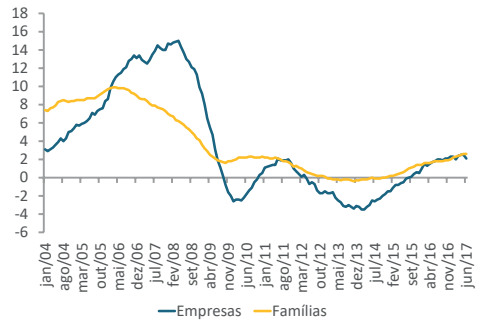

Fonte: Eurostat
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

GRÁFICO 19
**Área do Euro - Índice de Preços ao Consumidor – cheio e núcleo (jan./2013 – jul./2017)**
(Variação Interanual, em %)




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

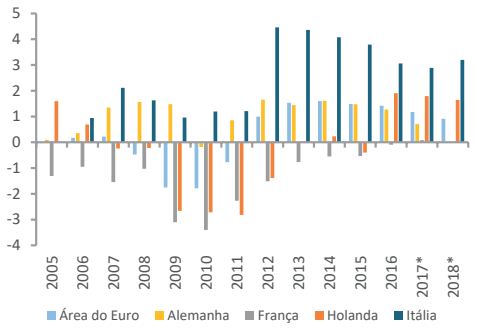
GRÁFICO 20
**Área do Euro - Empréstimos ao setor privado (jan./2004 – jun./2017)**
(Variação Interanual, em %)




Fonte: European Central Bank (ECB)
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

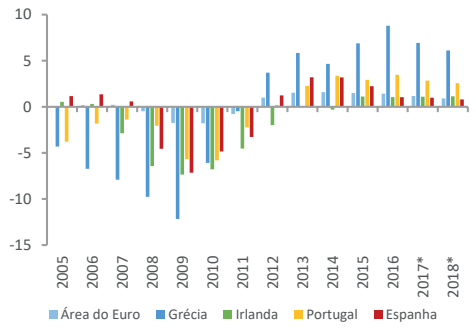
Por fim, vale destacar que a política fiscal na AE, que entre 2011 e 2012 foi contracionista, tem se mostrado mais neutra ou levemente expansionista na maioria dos países, exceto talvez naqueles que passaram por sérias crises relacionadas à dívida pública, e que por isso se veem forçados a manter resultados primários positivos elevados. Mesmo nestes países, contudo, o impulso fiscal, medido pela variação entre dois anos consecutivos do resultado primário recorrente e ajustado para o ciclo econômico, tem sido positivo – quando há redução do *superavit* ou aumento do *deficit*, conforme os Gráficos 21 e 22, a seguir.

GRÁFICO 21
**Área do Euro – Resultados Primários Recorrentes e ajustados de países selecionados (2005 – 2018)**
(% do PIB Potencial)




Fonte: OCDE
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea
*Projeções da OCDE

GRÁFICO 22
**Área do Euro – Resultados Primários Recorrentes e ajustados de países selecionados (2005 – 2018)**
(% do PIB Potencial)




Fonte: OCDE
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea
*Projeções da OCDE

## 5 China

A economia chinesa cresceu 6,9% no segundo trimestre deste ano em comparação a igual período de 2016. Em termos anuais, o ritmo manteve-se constante em relação ao primeiro trimestre, mas na comparação dessazonalizada houve uma aceleração, de 1,3% para 1,7%. Na comparação anual, destaca-se no segundo trimestre o crescimento dos serviços (7,6%) e da indústria (6,4%), enquanto o setor primário cresceu 3,8%. Dentre os subsetores, a indústria de transformação cresceu 7,1% e a construção civil, 5,4%, com ligeira aceleração em relação ao primeiro trimestre. Nos serviços, destacam-se os segmentos ligados à tecnologia de informação e comunicações, com variação de 23%, e o segmento de transportes e armazenagem, com variação de 9%.

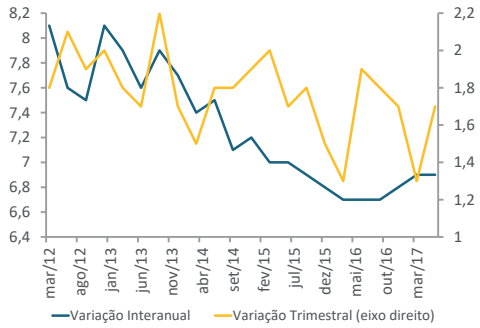
TABELA 6
**China – PIB: Variação Interanual**
(Em %)

| | 2º tri. 2017 | 1º sem. 2017 |
|---|---|---|
| PIB | 6,9 | 6,9 |
| Setor Primário | 3,8 | 3,5 |
| Setor Secundário | 6,4 | 6,4 |
| Setor Terciário | 7,6 | 7,7 |
| Agropecuária | 3,9 | 3,6 |
| Indústria | 6,6 | 6,5 |
| Manufatura | 7,1 | 7,0 |
| Construção | 5,4 | 5,3 |
| Comércio: varejo e atacado | 7,1 | 7,3 |
| Transporte, armazanagem e correios | 9,6 | 9,2 |
| Serviços de alojamento e alimentação | 7,0 | 7,2 |
| Serviços Financeiros | 3,2 | 3,8 |
| Setor Imobiliário | 6,2 | 6,9 |
| Serviços de Informação e Comunicação | 23,0 | 21,0 |
| Aluguéis e Serviços prestados às empresas | 9,3 | 9,8 |
| Outros | 7,2 | 7,0 |

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

Dados de atividade econômica de julho, no entanto, mostraram pequena desaceleração em relação a junho. A produção industrial cresceu 6,4% ante julho de 2016. Em junho, essa variação foi de 7,6%. A desaceleração refletiu menor dinamismo da indústria de transformação e contração na extrativa mineral. Esses movimentos ocorreram simultaneamente à desaceleração do comércio exterior, especialmente das exportações, cuja taxa anual de crescimento em julho foi de 7,2%, que se comparam a uma variação de 11,3% em junho. Vale notar que as importações também desaceleraram. Com a taxa de crescimento anual passando de 17,2% em junho para 11,3% em julho. No entanto, na perspectiva de uma retomada sincronizada da economia mundial, como a que se encontra em curso, pode-se esperar que as exportações voltem a crescer a taxas mais elevadas que as de julho nos próximos meses.

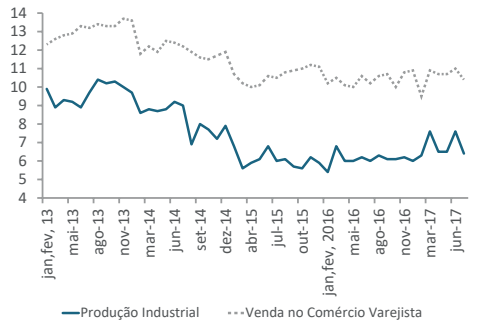
GRÁFICO 23
**China – PIB: Variação interanual e Variação Trimestral com ajuste sazonal (1º tri./2012 – 2º tri./2017)**
(Em %)




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

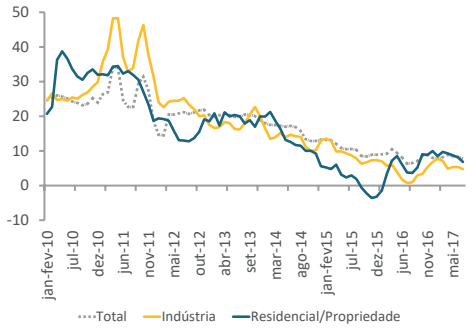
As transformações pelas quais a economia chinesa vem passando envolvem um maior estímulo ao consumo das famílias. Embora os dados de contas nacionais pela ótica da demanda não estejam disponíveis, os dados de vendas no varejo fornecem um indicador aproximado do comportamento dessa variável. Em julho, as vendas no varejo cresceram 10,4% na comparação anual – uma ligeira desaceleração em relação à variação de 11% registrada em junho, mas ainda em consonância com o crescimento acumulado no primeiro semestre, 10,5%. Da mesma forma, os investimentos cresceram 6,5% em julho, menos que os 8,8% de junho. Os investimentos em construção residencial cresceram 5,4%, também em queda frente à variação de junho (7,9%). O investimento na indústria de transformação cresceu apenas 1,3% em julho na comparação anual – o valor mais baixo desde junho de 2016.

GRÁFICO 24
**China – Produção Industrial e Vendas no Varejo (jan./2013 – jul./2017)**
(Variação interanual, em%)




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

GRÁFICO 25
**China – Investimento em Ativos Fixos (FAI) (jan-fev./2010 – jul./2017)**
(Variação interanual, em %)

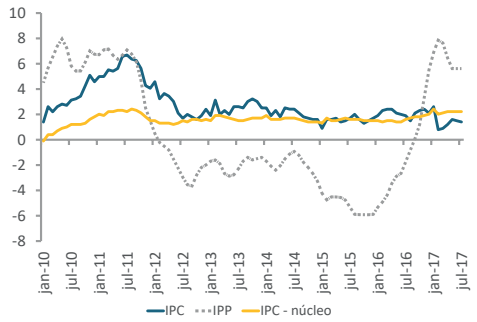



Fonte: National Bureau of Statistics of China.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

A inflação na China tem se mantido relativamente baixa, com variação anual em julho de 1,4%, em desaceleração frente aos dois meses anteriores. A deflação dos preços de alimentos vem desde fevereiro, embora tenha perdido intensidade em julho (apenas -0,1% de variação mensal, ante -1% em junho). O núcleo da inflação (excluindo alimentação e energia) tem se mantido estável, com crescimento anual de 2,2% em julho. As principais pressões localizam-se nos itens habitação (2,5% anuais em julho), recreação (idem) e despesas médicas (5,5% em julho). Vale notar que os preços ao produtor têm registrado crescimento bem mais forte que os preços ao consumidor, observando-se variação anual de 5,6% em julho. Essa diferença pode ser atribuída à elevação dos preços de *commodities*, especialmente as metálicas, conforme discutido anteriormente.

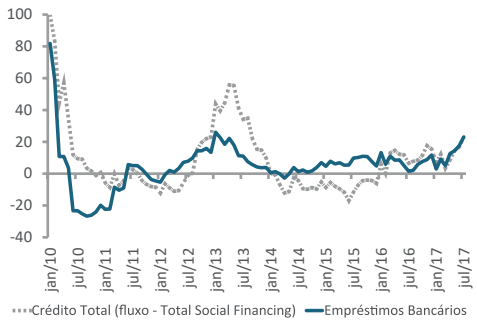
O desempenho relativamente forte da economia chinesa no primeiro semestre pode ser atribuído em boa medida ao relaxamento da política monetária e seu impacto sobre a oferta de crédito. Como se pode observar no Gráfico 27, a seguir, a oferta total de crédito (Total Social Financing – TSF, na expressão oficial adotada pelo Banco do Povo – o banco central chinês) passou por forte contração ao longo de 2014 e 2015. A recuperação começou em 2016, mas foi somente na primeira metade deste ano que o volume de crédito voltou a apresentar taxas de crescimento mais robustas, de 23,2%, voltando a um ritmo observado pela última vez em 2013. Embora não tenha contraído tanto quanto o TSF, o crédito bancário também havia desacelerado fortemente, tendo voltado a crescer a taxas mais elevadas no primeiro semestre deste ano. Esses dados sugerem que o problema do endividamento elevado de empresas públicas e governos locais tende a ser enfrentado gradualmente, por meio de medidas regulatórias que limitem o crescimento desses empréstimos, conforme diretriz definida na recente Conferência Nacional de Trabalho sobre Finanças – evento promovido pelo governo a cada cinco anos – realizada em julho e que teve como uma das principais recomendações a desalavancagem de empresas estatais.

GRÁFICO 26
**China – Índice de Preços ao Consumidor e Produtor (jan./2010 – jul./2017)**
(Variação Interanual, em %)




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

GRÁFICO 27
**China Crédito – Novas Concessões – Total e Bancário – China (jan./2010 – jul./2017)**
(Variação Interanual do Acumulado em 12 meses, em %)




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

**Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac)**

José Ronaldo de Castro Souza Júnior – Diretor
Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti – Diretor Adjunto

**Grupo de Conjuntura**

**Equipe Técnica:**

Christian Vonbun
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos
Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos
Leonardo Mello de Carvalho
Marco Aurélio Alves de Mendonça
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:**

Augusto Lopes dos Santos Borges
Beatriz Cordeiro Araújo
Felipe dos Santos Martins
Leonardo Simão Lago Alvite
Luciana Pacheco Trindade Lacerda

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.