

## SEÇÃO II

# Economia mundial

### Sumário

**Paulo Mansur Levy**

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

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

Os sinais recentes emitidos por diferentes indicadores da atividade econômica em nível global parecem confirmar o processo de desaceleração da economia mundial. Sua intensidade ainda não é clara, embora dados recentes sugiram que a queda nas taxas de crescimento pode estar chegando ao fim. Trata-se, em certa medida, de uma crise que resulta em parte da guerra comercial entre Estados Unidos e China, e, em perspectiva mais ampla, da postura negativa dos Estados Unidos em relação a negociações multilaterais, o que enfraquece as instituições que regulam o comércio internacional e aumenta a incerteza no mundo. Outros fatos, como a aproximação do momento de definição em relação ao Brexit, crise política na Itália, os ataques a plantas de tratamento de petróleo na Arábia Saudita e o acirramento do conflito com o Irã – embora em alguns casos já parcialmente superados –, também contribuíram para o aumento da incerteza, e a principal consequência disso tem sido a redução do investimento em escala global.

Além desses fatores exógenos, outros, de natureza cíclica, associados ao aumento do endividamento e a eventuais excessos nos mercados de ativos – ambos favorecidos pela ampla liquidez existente em nível global e pela mudança de postura das autoridades monetárias nos países avançados –, também jogam seu peso sobre a desaceleração na medida em que ampliam os riscos de instabilidade financeira nos mercados. Mesmo não podendo ser responsabilizados pela perda recente de dinamismo, fatores mais estruturais, seja pelo lado da oferta – associados à redução secular do crescimento da produtividade –, seja pelo lado da demanda, pelo efeito que a demografia exerce sobre a poupança global e pelo impacto das mudanças tecnológicas sobre o investimento, apontam para taxas de crescimento de longo prazo mais baixas que as observadas entre 1990 e a erupção da crise financeira internacional em 2008.

O que torna preocupante uma desaceleração acentuada do crescimento mundial é o fato de que os países avançados contam com poucos instrumentos de política econômica para se contrapor a ela, o que tende a afetar a própria intensidade do processo pelo impacto negativo que essa insuficiência de poder de reação tem sobre as expectativas. Parece haver algum consenso de que o recurso à expansão monetária vai produzindo cada vez menos efeito na margem, apenas postergando a necessidade de enfrentar os problemas estruturais, tanto de oferta quanto de demanda. No contexto de forte alavancagem de empresas, famílias e governos, uma desaceleração muito acentuada pode resultar em piora das condições nos mercados de capitais e de crédito, realimentando o processo e possivelmente

levando a uma recessão. Esse desfecho, contudo, está longe de ser inevitável. A expectativa de um acordo entre China e Estados Unidos pode restabelecer as condições do comércio internacional, enquanto no plano da política econômica parece haver espaço, em particular na Área do Euro (AE), para a mobilização da política fiscal em apoio às políticas monetárias acomodativas já em curso.

## 1 Perspectivas para o crescimento mundial

O Fundo Monetário Internacional (FMI) atualizou recentemente suas previsões para o desempenho da economia mundial. O crescimento de 2019 foi revisto para 3,0%, 0,2 ponto percentual (p.p.) a menos que na projeção de julho e 0,7 p.p. menor que a projeção feita um ano atrás. A previsão para o crescimento em 2020 é de aceleração, para 3,4% – redução de 0,2 p.p. em relação à previsão de abril deste ano. A intensidade da desaceleração este ano pode ser melhor aferida quando se considera que, em 2017 e 2018 – quando a economia mundial encontrava-se num processo sincronizado de expansão econômica –, o crescimento foi de 3,8% e 3,6%, respectivamente (tabela 1).

O crescimento mundial previsto para 2019 deve ser o mais baixo em uma década. Para 2020, o FMI prevê que a aceleração do crescimento mundial resultará de um maior crescimento nos países emergentes, cuja taxa de expansão passaria de 3,9% em 2019 para 4,6% em 2020. Nos países avançados, a previsão é que o crescimento fique em 1,7% em cada um dos dois anos.

TABELA 1

**Economia mundial: projeções de crescimento do FMI (out./ 2019)**

(Em %)

Crescimento real do PIB (%)	Média 2000-2008	Média 2009-2011	Média 2012-2014	2016	2017	2018	2019(p)	2020(p)
<b>Mundo</b>	4,1	2,8	3,4	3,2	3,8	3,6	3,0	3,4
<b>Economias desenvolvidas</b>	2,3	0,4	1,5	1,7	2,4	2,3	1,7	1,7
Área do Euro	2,0	-0,3	-0,1	1,8	2,4	1,9	1,2	1,4
Reino Unido	2,7	-0,4	1,6	1,9	1,8	1,4	1,2	1,4
Estados Unidos	2,3	0,3	2,3	1,5	2,2	2,9	2,4	2,1
Japão	1,2	-0,6	1,0	0,9	1,9	0,8	0,9	0,5
<b>Países emergentes e em desenvolvimento</b>	6,5	5,5	4,9	4,4	4,7	4,5	3,9	4,6
Ásia	8,5	8,2	6,8	6,4	6,5	6,4	5,9	6,0
China	10,4	9,7	7,7	6,7	6,9	6,6	6,1	5,8
Índia	7,0	7,5	6,3	7,1	6,7	6,8	6,1	7,0
América Latina e Caribe	3,7	3,0	2,4	-0,7	1,3	1,0	0,2	1,8
México	2,6	1,5	2,5	2,9	2,1	2,0	0,4	1,3
Brasil	3,7	3,3	1,3	-3,5	1,1	1,1	0,9	2,0
Europa - Países emergentes e em desenvolvimento	4,7	2,0	2,4	3,2	6,0	3,1	1,8	2,5
Rússia	7,0	0,2	1,8	-0,2	1,5	2,3	1,1	1,9
Oriente Médio e Norte da África	5,8	4,1	3,3	4,9	2,2	1,9	0,9	2,9
África Subsaariana	5,8	4,5	4,9	1,4	2,9	3,2	3,2	3,6
África do Sul	4,2	1,7	2,1	0,3	1,3	0,8	0,7	1,1
<b>Comércio Internacional - volume</b>	6,7	2,8	3,3	2,2	5,3	3,6	1,1	3,2

Fonte: FMI.

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

Obs.: p = previsão.

O FMI associa essa desaceleração de 2019 a: *i*) barreiras ao comércio internacional; *ii*) aumento da incerteza derivada das perspectivas para o comércio e de

fatores geopolíticos; *iii*) fatores idiossincráticos, que têm afetado as condições macroeconômicas em alguns países emergentes; e *iv*) fatores estruturais, como o baixo crescimento da produtividade e o envelhecimento da população nos países avançados.

A importância tanto das restrições ao comércio internacional quanto do aumento da incerteza derivada do aumento do protecionismo aparece quando se considera a desaceleração do crescimento do primeiro: conforme o CPB – centro de análise de políticas econômicas, da Holanda, nos primeiros sete meses deste ano, o crescimento do volume de comércio em relação a igual período do ano passado foi de 1,2%. Em igual período de 2018, foi de 3,5%, e em 2017, 3,3%. O FMI prevê que, em 2019, o volume do comércio internacional de bens e serviços crescerá 1,1%, e em 2020, 3,2%.

A maior desaceleração do crescimento em 2019 acontecerá, segundo as previsões do FMI, na AE, para 1,2%, ante 1,9% em 2018. Para 2020, projeta-se uma pequena recuperação, para 1,4%. Destaca-se a queda do crescimento na Alemanha, de 1,5% em 2018 para 0,5% em 2019, esperando-se recuperação para 1,2% em 2020. Nos Estados Unidos, o crescimento de 2,9% em 2018 deve se reduzir para 2,4% em 2019 e 2,1% em 2020 – ainda assim, o ritmo mais forte dentre os países avançados. Nos países emergentes, após crescimento relativamente robusto em 2018 de 4,5%, as projeções apontam para desaceleração em 2019 (3,9%) e recuperação em 2020 (4,6%). O crescimento na China deve cair para 6,1% este ano e 5,8% no ano que vem, enquanto na Índia o crescimento de 6,1% em 2019 seria seguido por aceleração, para 7,0%, em 2020. O crescimento na América Latina em 2018 será o mais baixo entre as regiões destacadas pelo FMI: apenas 0,2% em 2019, acelerando para 1,8% em 2020. As maiores economias da região vêm de fato tendo desempenho relativamente fraco: as projeções para o Brasil são de crescimento de 0,9% em 2019 e 2,0% em 2020; para o México, de 0,4% e 1,3%; e, para a Argentina, -3,1% e -1,3%, respectivamente.

## 2 Preços de *commodities*

Como reflexo da tendência de desaceleração da economia global, os preços de *commodities* apresentam tendência de queda desde meados do primeiro semestre de 2018. A piora das perspectivas, especialmente na economia americana, no segundo semestre do ano passado, acentuou aquela tendência, mas sinais de reação das autoridades monetárias levaram a uma ligeira recuperação, que, no entanto, reverteu-se ainda no primeiro semestre de 2019. Os movimentos dos preços de *commodities* são fortemente influenciados pelos preços do petróleo, que têm oscilado fortemente ao sabor de choques geopolíticos, decisões da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) e expectativas quanto ao comportamento futuro da demanda. O gráfico 1 mostra a evolução recente do índice agregado de preços de *commodities* (CRB) e dos preços do petróleo no mercado internacional.

GRÁFICO 1  
Índice CRB de preços de *commodities* (1967 = 100) e preço do petróleo  
(US\$/barril)



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



Quanto às demais *commodities*, o período recente tem se caracterizado por uma ligeira tendência de queda, após o pico atingido no início de 2018. De acordo com o Banco Mundial, os preços de *commodities* agrícolas em setembro encontravam-se 1,9% abaixo de seu valor um ano antes e 11,7% abaixo do pico recente, registrado em maio de 2018. Para as *commodities* metálicas, essas variações foram -0,2% e -12,7%, respectivamente, com o pico em fevereiro do ano passado (gráfico 2).

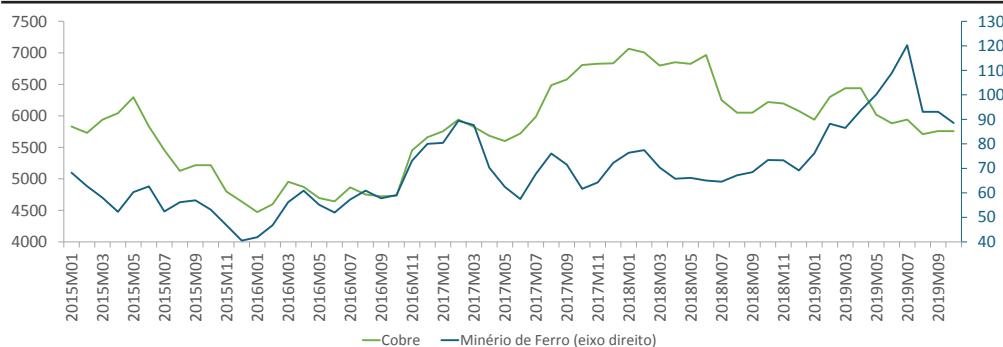
GRÁFICO 2  
Preços agregados de *commodities*  
(Índice: 2010 = 100)



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

Vale destacar neste último grupo o comportamento do minério de ferro, que devido ao choque de oferta associado à tragédia de Brumadinho teve uma alta acentuada em seu preço, que passou de cerca de US\$ 80/tonelada em meados de janeiro para mais de US\$ 140 no final de julho. Após despencar em agosto para US\$ 96 /tonelada, o preço se manteve em torno de US\$ 100/tonelada desde então. O preço do cobre – um dos principais indicadores do comportamento da produção industrial global –, por seu turno, teve uma redução cerca de 11% quando se comparam os preços médios de março a meados de abril com os do período setembro-outubro. Mesmo assim, na margem, outubro parece ter registrado uma pequena recuperação, de cerca de 2% (gráfico 3).

GRÁFICO 3  
Preços de *commodities*: minério de ferro e cobre  
(Em US\$/ton)



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

### 3 O PIB dos Estados Unidos, AE e China no terceiro trimestre



O PIB americano cresceu 1,9%, em termos anualizados, no terceiro trimestre. Trata-se de uma pequena redução em relação ao segundo trimestre, quando o crescimento foi de 2,0%, tendo também surpreendido positivamente em relação às expectativas, que apontavam para um crescimento em torno de 1,6%, conforme a Bloomberg (tabela 2). Em relação ao terceiro trimestre de 2018, o crescimento foi de 2,0%, e no acumulado no ano, de 2,3%.

TABELA 2

**PIB americano: variação trimestral dessazonalizada e anualizada**

(Em %)

	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
<b>PIB</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>2,9</b>	<b>1,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>
<b>Consumo Pessoal</b>	<b>2,4</b>	<b>4,6</b>	<b>1,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>4,6</b>	<b>2,9</b>
<b>Investimento Privado Bruto</b>	<b>7,4</b>	<b>4,7</b>	<b>6,2</b>	<b>-1,8</b>	<b>13,7</b>	<b>3,0</b>	<b>6,2</b>	<b>-6,3</b>	<b>-1,5</b>
Investimento Fixo	1,4	8,7	5,5	5,2	0,7	2,7	3,2	-1,4	-1,3
Investimento Não-Residencial	2,4	8,4	8,8	7,9	2,1	4,8	4,4	-1,0	-3,0
Investimento Residencial	-2,0	9,9	-5,3	-3,7	-4,0	-4,7	-1,0	-3,0	5,1
Variação de Estoques	....	....	....	....	....	....	....	....	....
<b>Exportação Líquida de Bens e Serviços</b>	<b>....</b>	<b>....</b>	<b>....</b>	<b>....</b>	<b>....</b>	<b>....</b>	<b>....</b>	<b>....</b>	<b>....</b>
Exportações	4,4	10,1	0,8	5,8	-6,2	1,5	4,1	-5,7	0,7
Importações	1,3	14,0	0,6	0,3	8,6	3,5	-1,5	0,0	1,2
<b>Gastos do Governo em Consumo e Investimento</b>	<b>-0,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>2,9</b>	<b>4,8</b>	<b>2,0</b>

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

Destacaram-se no período, em termos positivos, o consumo das famílias e o investimento residencial. O primeiro cresceu 2,9% anualizados, com forte desempenho dos bens duráveis (7,6%). O investimento residencial, por seu turno, mostrou forte recuperação, crescendo 5,1% após seis trimestres consecutivos de variações negativas. Além desses dois componentes da demanda agregada, também os gastos públicos em consumo e investimento têm crescido a taxas robustas, com uma forte variação no segundo trimestre e leve desaceleração no terceiro. Estimativas<sup>1</sup> sobre o impulso fiscal uma medida da variação do resultado fiscal que exclui o efeito do ciclo econômico – indicam uma forte contribuição da política fiscal para o desempenho da economia americana em 2019: em 2018, quando entraram em vigor diversas medidas de redução de impostos e de aumento de gastos, esse impulso foi, em média, de 0,1% do PIB potencial. Para 2019, a projeção do *Hutchins Center for Fiscal and Monetary Policy* é de que esse impulso tenha aumentado para 0,56% do PIB potencial. Embora as projeções da mesma instituição para 2020 indiquem uma posição ligeiramente negativa (-0,15% do PIB potencial), um acordo fechado em julho no Congresso americano estendeu por mais dois anos os gastos discricionários que excediam os limites fixados pelo próprio Congresso em fevereiro de 2018 para aquele ano e para 2019. Esse acordo impedirá que esses gastos caiam cerca de 10% em 2020, mantendo a política fiscal no campo expansionista.

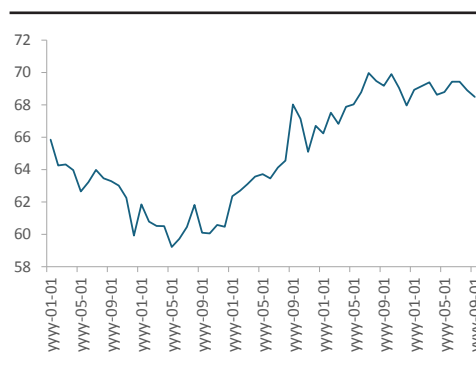
1. The Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy, Fiscal Impact Measure. Disponível em: <<https://www.brookings.edu/interactives/hutchins-center-fiscal-impact-measure/>>. Acesso em: 01 nov. 2019.

O destaque negativo do terceiro trimestre foi o investimento não residencial, com variação de -3,0% e contribuição de -0,4 p.p. para o resultado do trimestre, refletindo fortes quedas das despesas de capital em estruturas e em máquinas e equipamentos, cujas variações anualizadas foram -15,3% e -3,8%, respectivamente. O gráfico 4 mostra a trajetória das encomendas de bens de capital não militares, excluindo aeronaves. Como se pode ver, houve forte crescimento entre 2016 e 2018, com ligeira tendência de queda a partir de então.

GRÁFICO 4

Estados Unidos: encomendas de bens de capital não militares, exclusive aeronaves

(Em US\$ bilhões; dados dessazonalizados)



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

No terceiro trimestre, a variação de estoques – que no segundo trimestre teve contribuição negativa de 0,9 p.p. para o PIB (que, como visto, cresceu 2,0%) – viu sua contribuição cair para -0,05 p.p. (tabela 3). Esse resultado é importante na medida em que sinaliza que a desaceleração da atividade econômica associada a uma queda da demanda (decorrente do freio nos investimentos) pode estar próxima de uma inflexão devido ao fim do ciclo de estoques. As exportações líquidas tiveram também papel relevante no amortecimento do impacto da forte queda dos investimentos sobre o PIB: a taxa de crescimento das exportações aumentou de zero para 1,2% entre o segundo e o terceiro trimestres, enquanto a taxa de variação das importações passou de 4,8% para 2,0% no mesmo período. Dessa forma, as exportações líquidas, que haviam tido contribuição de -0,7 p.p. no segundo trimestre, no terceiro tiveram contribuição positiva de 0,1 p.p.

TABELA 3

PIB americano: contribuições para a variação trimestral dessazonalizada e anualizada

(Em %)

	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
<b>PIB</b>	3,2	3,5	2,5	3,5	2,9	1,1	3,1	2,0	1,9
<b>Consumo das Famílias</b>	1,6	3,1	1,2	2,7	2,3	1,0	0,8	3,0	1,9
<b>Investimento Privado Bruto</b>	1,3	0,8	1,1	-0,3	2,3	0,5	1,1	-1,2	-0,3
Investimento Fixo	0,3	1,5	0,9	0,9	0,1	0,5	0,6	-0,3	-0,2
Investimento Não-Residencial	0,3	1,1	1,2	1,0	0,3	0,6	0,6	-0,1	-0,4
Investimento Residencial	-0,1	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,2
Variação de Estoques	1,0	-0,6	0,1	-1,2	2,1	0,1	0,5	-0,9	-0,1
<b>Exportações Líquidas de Bens e Serviços</b>	0,4	-0,8	0,0	0,7	-2,1	-0,4	0,7	-0,7	-0,1
Exportações	0,5	1,2	0,1	0,7	-0,8	0,2	0,5	-0,7	0,1
Importações	-0,2	-2,0	-0,1	0,0	-1,3	-0,5	0,2	0,0	-0,2
<b>Gastos do Governo - consumo e investimento</b>	0,0	0,4	0,3	0,4	0,4	-0,1	0,5	0,8	0,4

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

Na AE, o PIB do terceiro trimestre, ainda sem a abertura segundo componentes, cresceu 0,2% ante o trimestre anterior, após ajuste sazonal, e 1,2% ante o terceiro trimestre de 2018. Para a União Europeia (UE), esses valores foram 0,3% e 1,2%,



respectivamente. Ambas as trajetórias – para a AE e UE – representam forte desaceleração em relação ao final de 2017, quando as taxas trimestrais de variação foram 0,7% e 0,8%, respectivamente (gráfico 5).

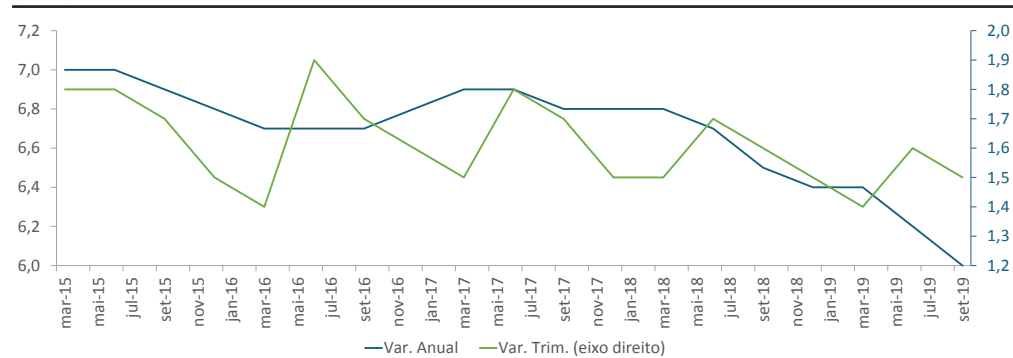
O PIB da China no terceiro trimestre cresceu 6,0% na comparação com igual trimestre de 2018, e 1,5% dessazonalizados em relação ao segundo trimestre deste ano. No segundo trimestre, essas variações foram 6,2% e 1,6% respectivamente (gráfico 6).

GRÁFICO 5  
AE e UE: taxas trimestrais de variação do PIB, ajustadas sazonalmente e para dias úteis, anualizadas (Em %)



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

GRÁFICO 6  
China: variação interanual e trimestral do PIB ajustada para sazonalidade (Em %)



Fonte: National Bureau of Statistics (NBS); Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE).  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

## 4 Outros indicadores de atividade

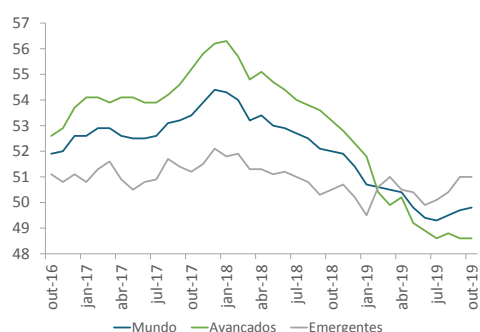
Indicadores mais recentes de atividade econômica mostram que a tendência de redução das taxas de crescimento, como reveladas pela trajetória dos PIBs de cada país ou região, poderia estar perdendo força. Esses indicadores envolvem avaliações por parte de executivos dos vários setores da economia, com base na sua percepção da situação dos negócios e de suas expectativas, além de mensurações menos subjetivas, ligadas a produção industrial, vendas do varejo e comportamento do mercado de trabalho. De modo geral, esses indicadores mostram que o consumo vem sendo responsável pela manutenção da atividade econômica, em boa medida como reflexo do mercado de trabalho, no qual as taxas de desemprego se mantêm baixas e os salários, em crescimento moderado. A produção industrial, todavia, vem sofrendo os efeitos da queda dos investimentos e da redução dos fluxos de comércio internacional.

Entre os indicadores de alta frequência, os Índices dos Gerentes de Compras (Purchasing Managers Index – PMIs) estão entre os mais utilizados para aferir a trajetória da atividade econômica. O índice global de outubro para a indústria



de transformação mostrou leve recuperação pelo segundo mês consecutivo, após uma trajetória de queda que vinha desde o início de 2018. Porém, o índice ainda encontra-se ligeiramente abaixo dos 50 pontos, indicando contração da atividade econômica – terreno em que ingressou em maio deste ano (gráfico 7). A reação recente do PMI da indústria reflete a recuperação nos países emergentes, onde o indicador voltou ao terreno de expansão, enquanto nos países avançados observa-se estabilidade desde julho, com pequena oscilação, em torno dos 48,6 pontos. Entre os emergentes, destaca-se a China, cujo PMI calculado pela Markit para a indústria de transformação atingiu seu menor valor recente em junho (49,4 pontos), recuperando-se nos três meses seguintes, para atingir 51,7 pontos em outubro. Não obstante, o mesmo indicador, calculado pelo National Bureau of Statistics (NBS), revelou queda significativa em outubro (de 49,8 para 49,3 pontos), o que deixa certa dúvida quanto à intensidade da recuperação. Nos Estados Unidos, o PMI também registrou recuperação em outubro, para 51,3 pontos, enquanto na AE o índice passou de 45,7 para 45,9 pontos, ainda oscilando em torno dos valores recorde de baixa.

GRÁFICO 7  
PMI: indústria de transformação



Fonte: Bloomberg.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Valores menores que 50 pontos indicam contração da atividade, e maiores que 50 pontos, expansão.

GRÁFICO 8  
PMI: serviços



Fonte: Bloomberg.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Valores menores que 50 pontos indicam contração da atividade e maiores que 50 pontos, expansão.

Os PMIs relativos ao setor serviços também mostram trajetória fortemente declinante desde o segundo trimestre de 2018, mas com bem mais oscilações que no caso da indústria. Em outubro, o índice global teve pequena alta, atingindo 51,8 pontos. A exemplo da indústria, a atividade de serviços nos países emergentes mostra-se mais aquecida que nos países avançados, onde houve forte queda em outubro (gráfico 8). Nos Estados Unidos, o indicador de serviços manteve-se praticamente estável (passando de 50,9 para 51,0 pontos), enquanto na AE voltou a cair (para 51,8 pontos), a segunda queda consecutiva. No Japão, as quedas ocorreram tanto na manufatura quanto nos serviços: enquanto o índice da indústria ficou em 48,4 pontos, nos serviços ele ficou em 50,3 pontos.

De modo geral, observa-se pelos níveis dos indicadores que o setor serviços vem sustentando melhor que o setor industrial o nível de atividade econômica, possivelmente pelo impacto da desaceleração do comércio internacional, que afeta este último setor bem mais intensamente que o de serviços. Apesar disso, pelo menos na AE o comportamento dos serviços parece estar sendo gradualmente “contaminado” pela desaceleração da indústria.

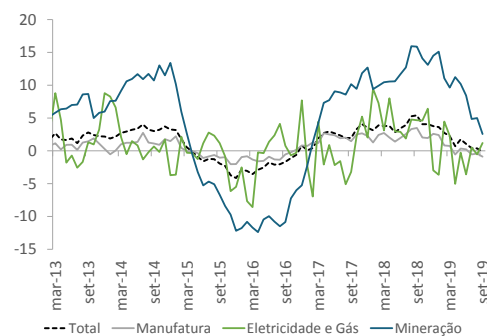


Outros indicadores reforçam o quadro de desaceleração delineado pelos PMIs, com uma possível inflexão em outubro. Nos Estados Unidos, o *Institute for Supply Management (ISM)*<sup>1</sup> calcula um indicador semelhante ao PMI, o ISM para a indústria, o qual teve forte queda em agosto e setembro, reforçando a trajetória que levou o índice de 61,3 pontos em agosto do ano passado para 47,8 pontos em setembro último – o menor valor desde 2009. Esse indicador foi um dos mais mencionados para indicar que a perda de fôlego da economia americana poderia estar sendo mais intensa que a percebida até meados do ano pelo Federal Reserve (FED). Após divergirem nos dois meses anteriores, o ISM e o PMI voltaram a caminhar na mesma direção, embora a diferença entre eles ainda seja grande. Em outubro, o ISM inverteu a trajetória, crescendo para 48,3 pontos.

Um ano atrás, em setembro de 2018, a produção industrial americana propriamente dita crescia à taxa interanual de 5,4%, mas em agosto último aumentou apenas 0,4% na comparação com igual mês do ano anterior. Todos os componentes mostram desaceleração, e a indústria de transformação, mesmo tendo crescido 0,5% na margem em agosto, já exibiu variação anual negativa (-0,4%), conforme mostra o gráfico 9.

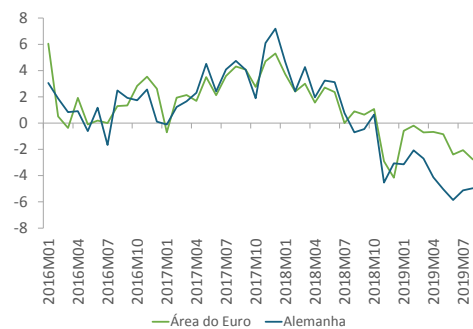
Na AE, a produção industrial tem caído acentuadamente. Apesar do crescimento na margem em setembro, quando a produção industrial aumentou 0,4% na AE como um todo e 0,6% na Alemanha em particular, a tendência na comparação interanual tem sido de taxas crescentemente negativas: -2,8% em agosto para a AE e -5% na Alemanha (gráfico 10). No caso da Alemanha, observa-se uma forte queda dos indicadores

GRÁFICO 9  
Estados Unidos: produção industrial  
(Variação interanual, em %)



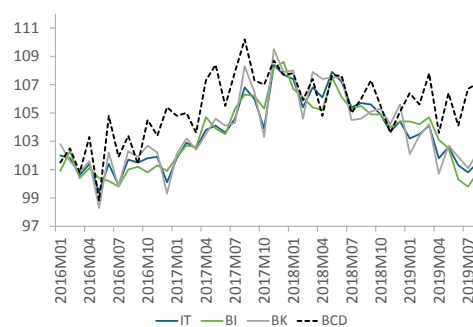
Fonte: FRED.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 10  
AE e Alemanha: produção industrial  
(Variação interanual, em %)



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

GRÁFICO 11  
Alemanha: produção da indústria de transformação  
segundo categorias de uso, com ajuste para  
sazonalidade e dias úteis  
(2015 = 100)

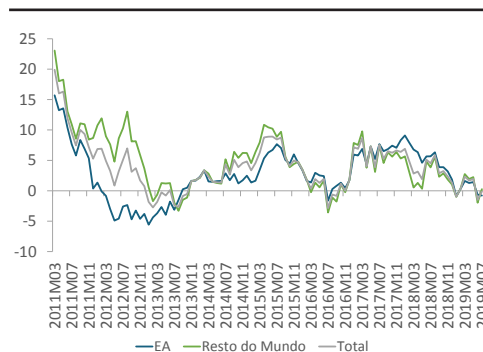


Fonte: Eurostat.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

1. Disponível em: <<https://www.instituteforsupplymanagement.org/ISMReport/content.cfm?ItemNumber=28965&SSO=1>>.

de produção de bens de capital e bens intermediários, enquanto a produção de bens de consumo durável tem se mostrado volátil, porém sem tendência definida (gráfico 11). Esse comportamento pode estar associado à trajetória das exportações, que, no início de 2018, cresciam a uma taxa interanual próxima a 7%, mas que passaram a desacelerar até ingressar em terreno negativo em 2019 (gráfico 12). As exportações corresponderam a 47,4% do PIB da Alemanha em 2018.

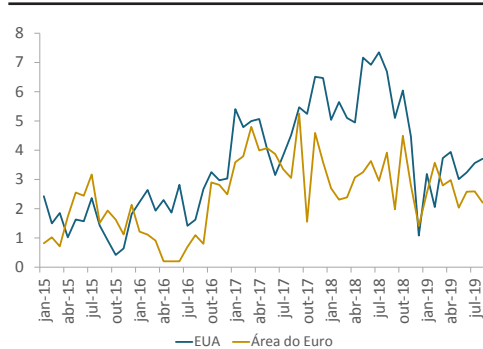
GRÁFICO 12  
Alemanha: exportações de bens segundo o destino  
(Variação interanual da média móvel de três meses, em %)



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

As vendas no varejo vêm tendo comportamento um pouco mais positivo que a indústria. Nos Estados Unidos, elas cresceram, em termos nominais e excluindo vendas de veículos, 3,7% em setembro relação a setembro do ano passado, enquanto na AE a variação em agosto, último dado disponível, foi de 2,2% na mesma comparação (gráfico 13). Em termos do comportamento na margem, nos Estados Unidos, as vendas no varejo caíram 0,1% em setembro, após crescimento de 0,2% em agosto, enquanto na AE houve crescimento de 0,3% em agosto, após queda de 0,4% em julho.

GRÁFICO 13  
AE e Estados Unidos: vendas nominais no varejo, exceto veículos  
(Variação interanual, em %)



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

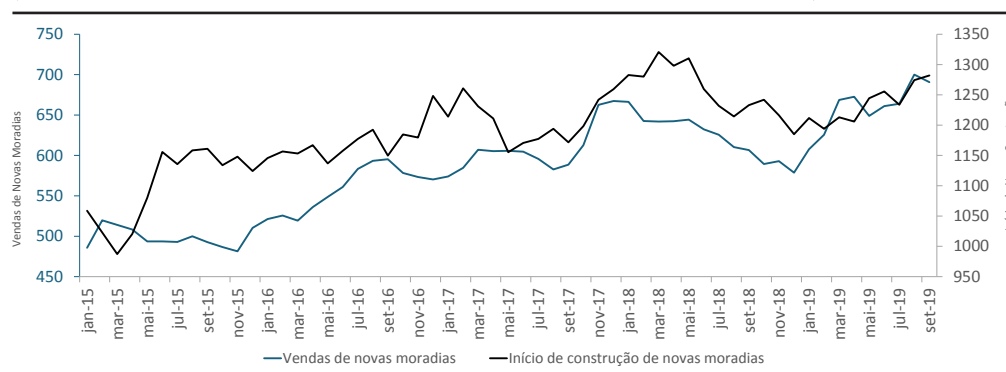
Nos Estados Unidos, o setor de construção vinha sendo até agora um dos principais determinantes da desaceleração da atividade econômica. No PIB, o investimento residencial teve variação de -3,3% no primeiro semestre em relação a igual período de 2018. Não obstante, indicadores indiretos têm mostrado recuperação, conforme o gráfico 14, que mostra as vendas de casas novas e o início de novas construções. Após forte queda, que começa ainda no final de 2017 – refletindo as expectativas de elevação de juros pelo Fed –, esses indicadores voltaram a crescer como consequência da expectativa de reversão daquela política. Na comparação interanual, as vendas de novas moradias cresceram 13,8% em setembro, enquanto o início de novas construções aumentou 4%.

O mercado de trabalho americano se mantém robusto no ano, ainda que o ritmo de contratações líquidas tenha diminuído em relação a 2018. A média mensal de contratações líquidas no ano até outubro foi de 167 mil trabalhadores, 26% a menos que em igual período de 2018. Em outubro, foram criados 128 mil novos



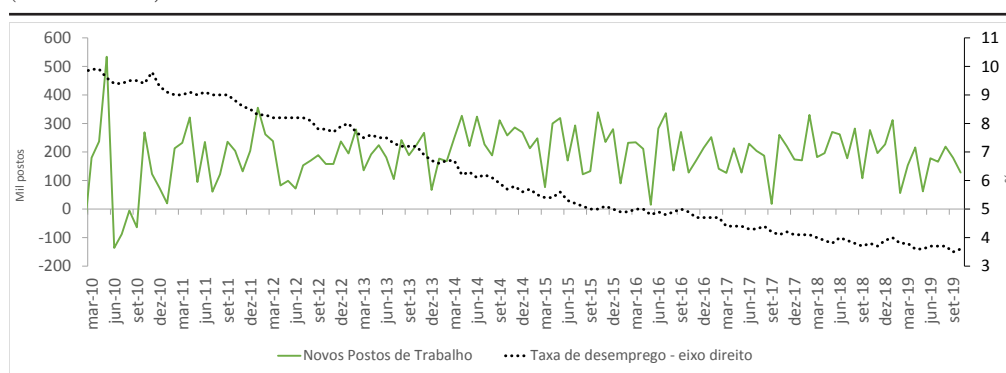
postos de trabalho, 42% a menos que em outubro do ano passado (gráfico 15). Não obstante, a taxa de desemprego em setembro foi 3,5% – menor valor desde dezembro de 1969 – e o salário médio por hora de trabalho cresceu 3,0% nominais em relação a outubro do ano passado, um pouco menos que a variação de 3,2% observada na média desde o início do ano.

**GRÁFICO 14**  
**Estados Unidos: vendas e início de construção de novas moradias**  
 (Média móvel de três meses dos valores mensais dessazonalizados e anualizados, em mil unidades)



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

**GRÁFICO 15**  
**Estados Unidos: criação de postos de trabalho e taxa de desemprego**  
 (Em mil unidades)



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

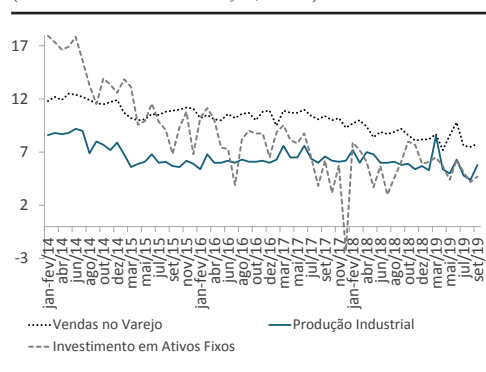
Na AE, a taxa de desemprego em setembro foi 7,5%, uma queda de 0,5 p.p. em relação a setembro de 2018. No auge da crise, em 2013, essa taxa foi 12,1%. Na China, os indicadores de atividade também mostram perda de dinamismo da economia. No entanto, dada a magnitude do choque pelo qual a economia chinesa vem passando diante do forte aumento das tarifas que boa parte de suas exportações passaram a pagar para entrar nos Estados Unidos, pode-se considerar que a desaceleração ainda é relativamente modesta.

Indicadores mensais da atividade econômica até setembro corroboram a tendência de desaceleração gradual, em especial na produção industrial e nos investimentos, conforme o gráfico 16. Após atingir um pico recente de crescimento em março,

de 8,5% na comparação anual, a produção industrial desacelerou fortemente até atingir 4,4% em agosto, recuperando-se para 5,8% em setembro. O investimento em ativos fixos teve seu pico recente em outubro do ano passado, quando cresceu 8,0%, mas desacelerou para 4,2% em agosto, antes de registrar uma pequena recuperação em setembro, para 4,7%. As vendas do varejo ainda sustentam taxas interanuais relativamente elevadas, embora também numa trajetória gradual de desaceleração: em setembro, o crescimento anual foi de 7,8%, um pouco maior que em agosto (7,5%), porém 1,4 p.p menor que um ano atrás.

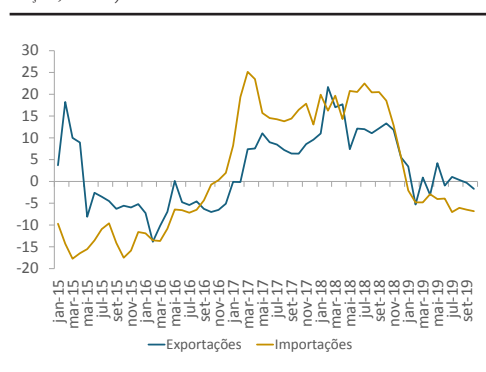
A perda de dinamismo da economia chinesa pode ser em boa medida atribuída aos ventos contrários que impactaram o setor externo, associados ao conflito comercial com os Estados Unidos. O gráfico 17 exibe a trajetória recente de exportações e importações, em termos de suas taxas interanuais de crescimento, mostrando que elas caíram de valores próximos a 20% anuais no início de 2018 para taxas próximas de zero (no caso das exportações) ou negativas (caso das importações) em outubro.

**GRÁFICO 16**  
**China: produção industrial, investimento e vendas no varejo**  
 (Taxas interanuais de variação, em %)



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

**GRÁFICO 17**  
**China: exportações e importações**  
 (Média móvel de três meses das taxas interanuais de variação, em %)



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

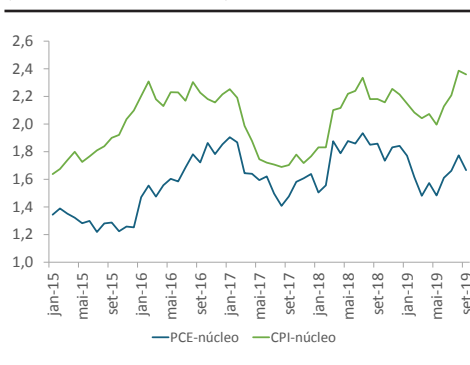
## 5 Inflação e política monetária

A redução da taxa global de crescimento resulta em um quadro bastante confortável para a inflação na maioria dos países. Nos Estados Unidos, a inflação de preços ao consumidor (Consumer Price Index – CPI) registrou em setembro variação em doze meses de 1,7%, com forte desaceleração em relação a julho de 2018, quando crescia à taxa de 3,0% anuais. Seu núcleo (excluindo itens de alimentação e energia), no entanto, depois de se reduzir de 2,3% anuais em novembro de 2018 para 2,0% em maio último, voltou a crescer desde então, atingindo 2,4% anuais em setembro.

Apesar de o núcleo do CPI estar acima da meta do FED, o banco central americano, este segue, para efeito da política monetária, a inflação medida pelo deflator das despesas de consumo das famílias (*Personal Consumption Expenditures – PCE*) – que difere do CPI em termos de cobertura, dos pesos dos diversos itens

e por ser um índice de base móvel, que reflete mais rapidamente as mudanças de comportamento de consumidores em resposta às alterações de preços relativos. A inflação medida pelo PCE tem sido menor que a do CPI, e seu núcleo, que em meados de 2018, chegou a flertar com a taxa de 2% anuais – meta que o FED persegue –, recuou ao longo de 2019, tendo registrado uma variação média de 1,7% anuais no terceiro trimestre.

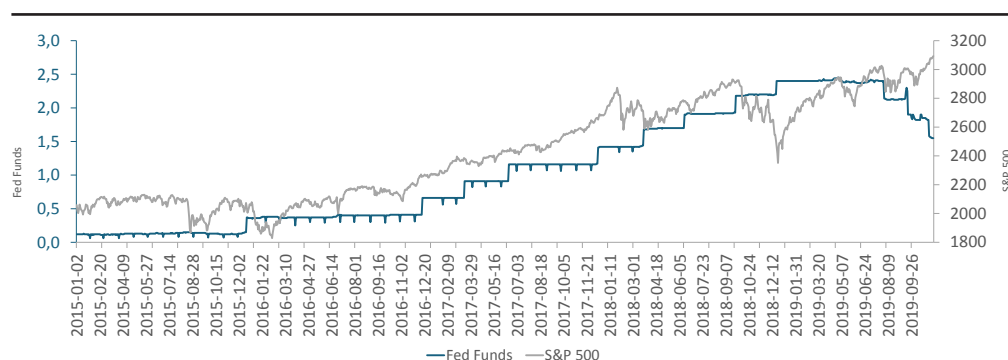
GRÁFICO 18  
Estados Unidos: núcleos do CPI e do deflator das despesas de consumo das famílias (PCE)  
(Variação interanual, em %)



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

A despeito da aceleração dos núcleos da inflação nos últimos meses até agosto, antes da reversão em setembro, o FED, que vinha mantendo a meta para a taxa de mercado aberto – FED Funds – entre 2,25% e 2,50% desde dezembro de 2018, começou um processo de redução a partir de agosto que a levou para o intervalo 1,50%-1,75% após sua última reunião no final de outubro, deixando entrever, contudo, que haverá uma pausa antes de novas reduções para avaliar o real estado da economia.

GRÁFICO 19  
Estados Unidos: índice de preço de ações S&P500 e taxa Federal Funds (diária efetiva)



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

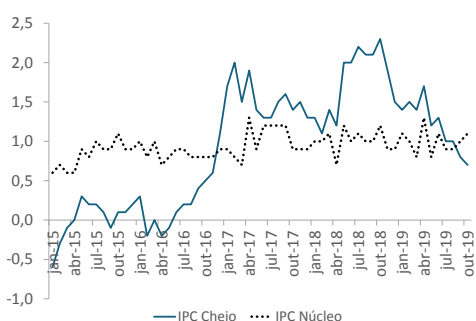
A mudança da postura do FED só aconteceu em agosto, mas vinha sendo antecipada desde o início do ano devido às turbulências no mercado financeiro no final de 2018. Muito em função dessas expectativas, derivadas de declarações dos próprios dirigentes daquela instituição, as condições financeiras passaram por uma reversão no sentido de se tornarem mais favoráveis: os mercados acionários reagiram, valorizando cerca de 25% até maio. Choques associados às tensões comerciais entre Estados Unidos e China fizeram o índice de preços de ações S&P500 recuar 6,4% naquele mês, mas a valorização foi retomada até agosto, quando novas incertezas no front comercial voltaram a introduzir volatilidade nos mercados. Outros mercados também mostram o efeito da expectativa em relação

à mudança de postura do FED: os spreads entre títulos de alto risco e aqueles classificados como grau de investimento tiveram forte queda e encontram-se próximos a seus mínimos históricos.

Na AE e na China, a inflação, talvez ainda mais que nos Estados Unidos, mostra-se resistente à alta, a menos de choques localizados – como o problema de febre suína na China, que impactou os preços da carne de porco naquele país. Por isso, a postura mais expansionista da política monetária também pode ser observada nesses países. No caso da AE, o crescimento, como visto, perdeu intensidade nos dois últimos trimestres, e a inflação cheia declinou de 2,3% anuais em outubro do ano passado para 0,7% em outubro deste ano. O núcleo tem se mantido relativamente estável, em torno de 1% anuais. Nesse contexto, o Banco Central Europeu (BCE) também flexibilizou sua política monetária: a taxa de juros paga aos bancos para manterem seus recursos no BCE ficou ainda mais negativa em setembro, tendo passado de -0,4% a.a. para -0,5% a.a., enquanto as taxas para operações de refinanciamento e de empréstimos aos bancos foram mantidas em zero e 0,25%, respectivamente. Além disso, foi retomado o programa de compra de ativos, a um ritmo de 20 bilhões de euros por mês, e que durará tanto quanto for necessário para garantir o impacto acomodativo das taxas de juros da atual política.

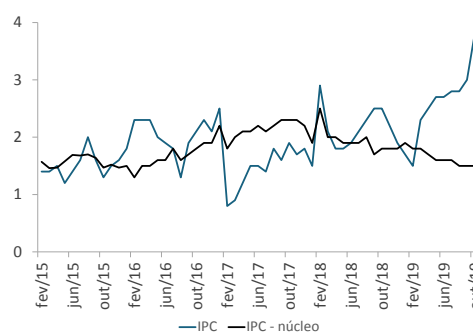
Na China, a inflação subiu acentuadamente desde o início do ano em função do problema da febre suína, já apontado, o qual levou a inflação de preços ao consumidor de 1,5% anuais no início de 2019 para 3,0% em setembro. O preço da carne de porco subiu quase 70% nos doze meses até setembro, implicando aumento de 11% no preço dos alimentos no mesmo período. Como se pode observar no gráfico 21, contudo, o núcleo seguiu em direção oposta, declinando de 1,8% anuais no início do ano para 1,5% no último dado.

**GRÁFICO 20**  
**AE: inflação ao consumidor**  
 (Variação em doze meses, em %)



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

**GRÁFICO 21**  
**China: inflação ao consumidor**  
 (Variação em doze meses, em %)



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

## 6 Riscos

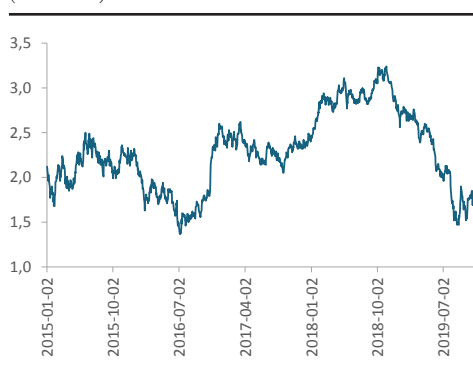
Diversos fatores políticos e geopolíticos afetaram a economia mundial ao longo dos últimos meses. Vários desses riscos – como a crise política na Itália, a perspectiva de uma saída do Reino Unido da UE sem acordo ou os ataques a

plantas de tratamento de petróleo na Arábia Saudita – ou perderam força, ou não tiveram maiores desdobramentos. Permanece, contudo, a ameaça de uma redução ainda maior dos fluxos de comércio internacional por conta do impasse comercial entre Estados Unidos e China, bem como da perspectiva de adoção de medidas restritivas à importação de automóveis europeus pelos Estados Unidos.

Afora essa relativa redução de riscos geopolíticos, a melhora recente das condições financeiras nos países avançados, com impactos positivos sobre países emergentes, refletiu também a reversão das políticas monetárias no sentido de reduzir os juros e aumentar a liquidez dos mercados. Essa, contudo, não é uma estratégia isenta de riscos. Como apontado pelo FMI em seu último Global Financial Stability Report (GFSR), condições financeiras mais frouxas também encorajam a tomada de riscos, inflando o preço dos ativos e aumentando vulnerabilidades financeiras. De acordo com a análise, a combinação do acirramento das tensões comerciais e políticas monetárias mais frouxas tem gerado fortes oscilações nos mercados financeiros, em que os mercados reagem negativamente em momentos de acirramento do conflito, recuperando-se quando surgem sinais de trégua.

Contra o pano de fundo de redução do crescimento, expectativas menos favoráveis e aumento dos riscos negativos para a atividade econômica, e com a inflação em patamares confortáveis, os bancos centrais das economias avançadas e de países emergentes têm flexibilizado suas políticas, reduzindo juros e ampliando a liquidez. As expectativas futuras para a trajetória das taxas de juros de referência apontam para novas quedas até 2022, embora no caso do FED, como visto, a última reunião do Comitê de Política Monetária tenha sinalizado com uma

**GRÁFICO 22**  
Estados Unidos: taxa de juros dos títulos públicos com maturidade de dez anos (Em % a.a.)



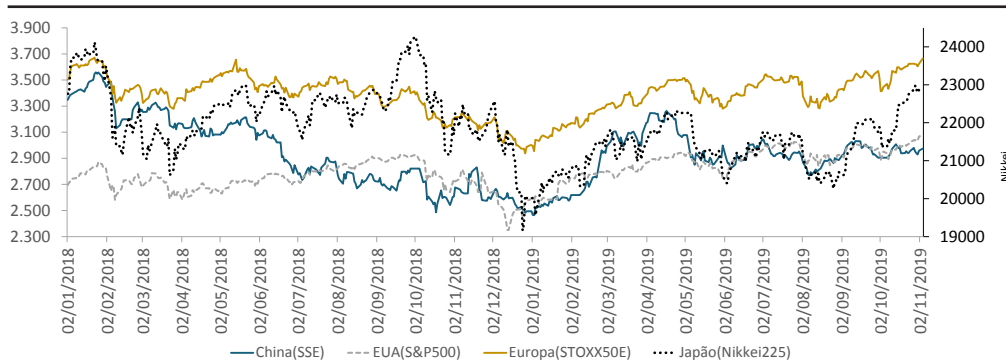
Fonte: Bloomberg.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

pausa (gráfico 22). No Japão e AE, as expectativas são de que as taxas de política monetária permaneçam negativas ainda por alguns anos. Ainda de acordo com o GFSR, 30% dos títulos públicos de países avançados, o equivalente a US\$ 7 trilhões, exibiam rendimentos negativos no final do segundo trimestre. Incluindo títulos privados, o montante atingia US\$ 15 trilhões.

Depois de forte queda no final de 2018, os mercados acionários passaram a refletir a mudança de postura das autoridades monetárias e a perspectiva de taxas de juros muito baixas por longo período. Apesar de impactos negativos nos setores e empresas mais expostos ao comércio internacional, a tendência se acentuou a partir de junho, quando o FED indicou claramente a perspectiva de redução da taxa Fed Funds. O FMI chama atenção para o fato de que a volatilidade implícita tem se mantido relativamente baixa ao longo do ano, mas que isso poderia estar

subestimando os riscos associados a fatores externos, como as tensões comerciais e as incertezas em relação às perspectivas da economia mundial. Isso refletiria a crença de que os bancos centrais responderiam a qualquer piora das condições financeiras, resultando num seguro implícito frente a eventuais quedas nos mercados acionários. Esse fato destaca que os bancos centrais enfrentam ao flexibilizar a política monetária para sustentar a expansão da economia num contexto de fortes riscos negativos.

GRÁFICO 23  
 **Mercados acionários**  
 (Em pontos)



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

Um resumo da atual situação da economia mundial é que parece ter havido uma estabilização da tendência de queda das taxas de crescimento em patamares inferiores aos do período 2016-2018, mas ainda sem configurar uma recessão. A grande vítima das tensões comerciais entre Estados Unidos e China parece ter sido a Alemanha, dada sua forte dependência em relação às exportações, especialmente de bens de capital: além da redução dos fluxos de comércio, o aumento da incerteza a ela associado resultou em forte desaceleração dos investimentos em escala global. A estabilização, contudo, vem sendo obtida por meio de um novo relaxamento das políticas monetárias, o que traz consigo o risco de instabilidade financeira por meio de uma valorização excessiva no preço dos ativos e estímulos ao endividamento. O cenário futuro, portanto, exige cautela.



## 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  
Helena Nobre de Oliveira  
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 da Economia.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.