

O processo de recuperação desigual da economia global se aprofundou no segundo trimestre do ano. Nesse cenário, o aumento observado no dinamismo da atividade nos Estados Unidos da América (EUA) e no Reino Unido contrastou com a desaceleração da recuperação na Área do Euro e com a contração registrada no PIB do Japão. Na China, embora a atividade mostrasse recuperação no segundo trimestre, dados mais recentes indicam a persistência do processo de acomodação em curso naquela economia, enquanto em importantes países emergentes o crescimento econômico manteve-se inferior ao projetado.

Nesse contexto, aumentam as expectativas quanto ao início do processo de normalização da política monetária nos EUA e no Reino Unido, e cresce a perspectiva de manutenção e/ou ampliação, no médio prazo, do caráter acomodatório da política monetária na Área do Euro, no Japão e na China.

Após período de relativa estabilidade, a aversão ao risco voltou a crescer no decorrer do trimestre encerrado em agosto, repercutindo, inicialmente, o impasse em relação à Grécia e o início das perdas nas bolsas chinesas, e, em sequência, incertezas associadas às alterações introduzidas na política cambial chinesa, ao ritmo de recuperação da atividade global e ao início da normalização da política monetária nos EUA.

4.1 Atividade econômica

A taxa de crescimento trimestral anualizada do PIB dos EUA atingiu 3,7% no segundo trimestre de 2015 (0,6% no anterior), com destaque para as contribuições do consumo das famílias (2,1 p.p.) e do investimento bruto privado (0,9 p.p.), que aumentaram 3,1% e 5,2%, respectivamente, no período. O impacto do setor externo atingiu 0,2 p.p., reflexo de aumentos de 5,2% das exportações e de 2,8% das importações.

A produção industrial dos EUA apresentou, em julho, crescimentos de 0,9% em relação ao mês anterior e de 1,7% em doze meses. A evolução mensal repercutiu, em parte, a

Tabela 4.1 – Maiores economiasComponentes do PIB^{1/}

Discriminação	Variação % anualizada						
	2013		2014			2015	
	IV	I	II	III	IV	I	II
PIB							
Estados Unidos	3,8	-0,9	4,6	4,3	2,1	0,6	3,7
Área do Euro	0,9	0,8	0,3	1,0	1,6	2,1	1,4
Reino Unido	1,6	3,6	3,7	2,9	3,4	1,5	2,7
Japão	-0,9	4,6	-7,7	-1,1	1,3	4,5	-1,2
China	7,4	6,6	7,8	7,8	6,1	5,7	7,0
Consumo das famílias							
Estados Unidos	3,5	1,3	3,8	3,5	4,3	1,8	3,1
Área do Euro	0,6	0,5	0,9	2,0	2,2	1,9	1,5
Reino Unido	1,3	2,4	3,3	4,2	2,1	3,8	2,8
Japão	-0,9	8,5	-18,5	1,3	1,3	1,5	-2,7
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas							
Estados Unidos	8,7	8,3	4,4	9,0	0,7	1,6	3,2
Área do Euro ^{2/}	1,9	1,5	-2,0	1,4	2,4	5,6	-1,9
Reino Unido ^{2/}	9,5	14,5	4,3	7,3	0,4	8,1	3,7
Japão	5,9	20,9	-15,9	-0,9	0,5	11,0	-3,6
Investimento residencial							
Estados Unidos	-8,1	-2,8	10,4	3,4	10,0	10,1	7,8
Área do Euro ^{3/}	-1,1	3,8	-9,1	nd	nd	nd	nd
Reino Unido	2,1	30,2	13,4	15,5	-2,4	13,3	-14,9
Japão	12,3	8,4	-36,9	-22,9	-2,4	7,0	8,0
Exportações de bens e serviços							
Estados Unidos	10,9	-6,7	9,8	1,8	5,4	-6,0	5,2
Área do Euro	3,5	2,5	4,8	6,3	3,7	4,2	6,5
Reino Unido	-5,2	6,5	-1,1	-3,0	19,4	1,4	16,5
Japão	-0,7	24,6	2,3	7,3	11,6	6,7	-16,6
Importações de bens e serviços							
Estados Unidos	1,0	2,8	9,6	-0,8	10,3	7,1	2,8
Área do Euro	0,5	3,6	5,1	7,0	3,7	6,3	3,9
Reino Unido	-5,5	3,9	-2,5	5,5	6,5	9,3	2,3
Japão	11,3	25,6	-14,5	3,7	3,4	7,3	-10,1
Gastos do Governo							
Estados Unidos	-2,7	0,0	1,2	1,8	-1,4	-0,1	2,6
Área do Euro ^{4/}	0,4	1,4	0,7	1,0	0,9	2,2	1,0
Reino Unido ^{4/}	-0,3	2,2	5,3	0,0	0,2	3,8	3,8
Japão	1,1	-1,2	0,6	2,4	1,0	0,0	3,0

Fontes: Thomson, Bloomberg, BEA, Cabinet Office, ONS e Eurostat

1/ Informações referentes à China disponíveis apenas para o PIB.

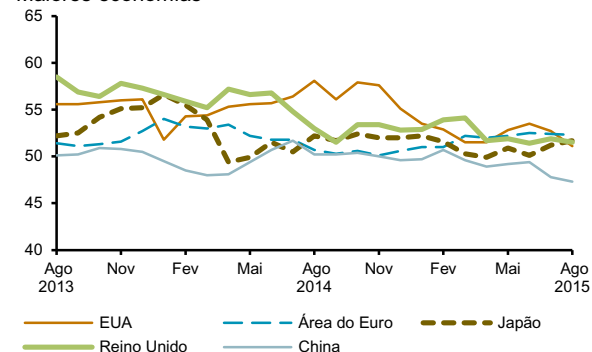
2/ Formação Bruta de Capital Fixo total (inclui governo).

3/ Formação Bruta de Capital Fixo.

4/ Somente consumo do governo.

Gráfico 4.1 – PMI manufatura

Maiores economias



Fonte: Thomson

expansão de 10,6% na indústria de veículos e partes, que contribuiu para o aumento de 0,8% na produção da indústria manufatureira. O PMI do setor manufatureiro totalizou 51,1 pontos em agosto (52,7 pontos em julho), mantendo-se em patamar indicativo de expansão da indústria.

O mercado de trabalho dos EUA gerou 663 mil de postos de trabalho no trimestre encerrado em agosto (692 mil no finalizado em junho, e 748 mil no encerrado em agosto de 2014), mês em que a taxa de desemprego atingiu 5,1% (5,5% em maio e 6,1% em agosto de 2014). Evidenciando a melhora no mercado de trabalho, o índice de confiança do consumidor, divulgado pelo *Conference Board*, situou-se em 101,5 pontos em agosto, segundo melhor resultado desde agosto de 2007.

As variações anualizadas dos gastos pessoais com consumo e da renda pessoal disponível real nos EUA atingiram 3,1% e 1,3%, respectivamente, no trimestre encerrado em junho, período em que a taxa de poupança das famílias recuou para 4,8%.

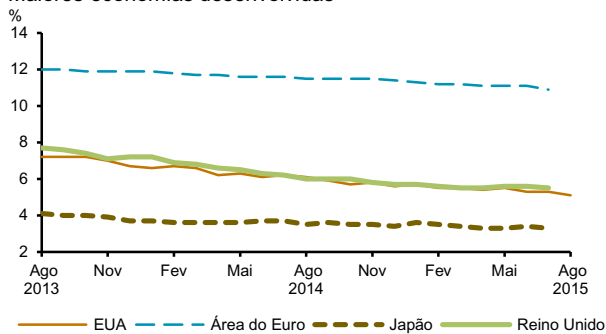
Na Área do Euro, a variação anualizada do PIB atingiu 1,4% no segundo trimestre de 2015 (2,1% no anterior). Destacaram-se as expansões na Alemanha (1,8%), Espanha (4,0%) e Itália (1,3%), e o recuo de 0,1% na França. A taxa de desemprego atingiu 10,9% em julho, após situar-se por três meses em 11,1%, e as vendas no varejo avançaram 0,3% em relação a junho. O PMI composto e o índice de confiança dos consumidores variaram, na ordem, 0,4 ponto e 0,3 ponto em agosto, para 54,3 pontos e -6,9 pontos, respectivamente.

A variação anualizada do PIB do Reino Unido atingiu 2,7% no segundo trimestre de 2015 (1,5% no anterior), destacando-se, no âmbito da oferta, as expansões de 4,1% da indústria e de 2,6% do setor de serviços. A taxa de desemprego atingiu 5,5% no trimestre encerrado em julho (6,2% no terminado em julho de 2014). O PMI da manufatura totalizou 51,5 pontos em agosto, situando-se em território indicativo de expansão pelo 29º mês.

No Japão, o PIB trimestral anualizado recuou 1,2% no segundo trimestre de 2015 (aumento de 4,5% no trimestre anterior). Destacaram-se, no âmbito da demanda, as contribuições negativas do consumo privado (1,6 p.p.) e do setor externo (1,1 p.p.), que registrou retrações de 16,6% nas exportações e de 10,1% nas importações. A produção industrial e as vendas no varejo variaram, na ordem, -0,8% e 1,4% em julho, em relação ao mês anterior. O PMI composto de agosto avançou para 52,4 pontos.

Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego

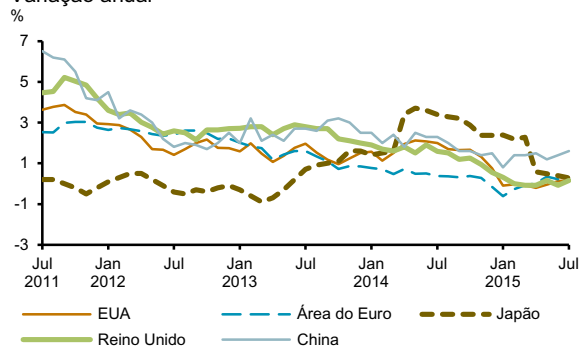
Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor

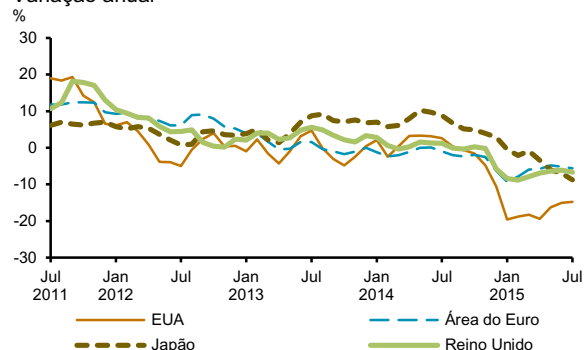
Variação anual



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.4 – Preços de energia

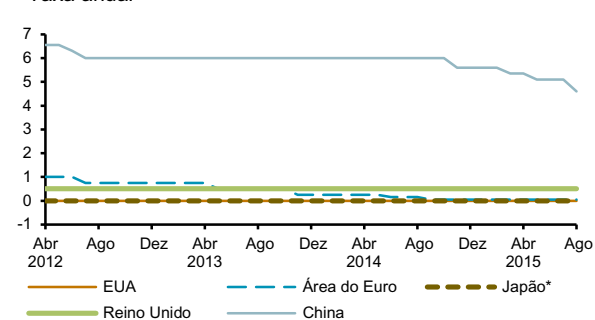
Variação anual



Fonte: Thomson

Gráfico 4.5 – Taxas de juros oficiais

Taxa anual



Fontes: Fed, BCE, BoJ, BoE e PBoC. Desde abril de 2013, o BoJ adota meta de agregado monetário.

Na China, a variação anualizada do PIB atingiu 7,0% no segundo trimestre de 2015 (5,7% no primeiro). Considerando variações interanuais, o PIB chinês cresceu 7,0% nos dois trimestres mencionados. Em agosto, indicando continuidade da desaceleração da economia do país, as taxas de crescimento interanual dos investimentos em ativos fixos, das vendas no varejo e da produção industrial situaram-se, na ordem, em 10,9%, 10,8% e 6,1% (16,5%, 19,0% e 6,9% em agosto de 2014); e o *superavit* da balança comercial somou US\$60,2 bilhões, em cenário de redução das importações. O PMI Caixin do setor industrial atingiu 47,3 pontos em agosto (47,8 pontos em julho).

4.2 – Política monetária e inflação

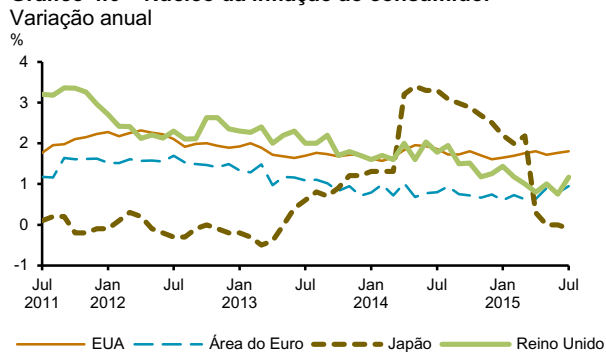
A inflação anual ao consumidor nos EUA, medida pelo IPC, atingiu 0,2% em julho, segunda variação positiva em sequência, após taxas negativas nos cinco primeiros meses do ano. Os preços da energia recuaram 14,8% e os dos alimentos aumentaram 1,6%. A variação anual do núcleo do IPC, que exclui energia e alimentos, atingiu 1,8% no período.

O Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) do *Federal Reserve* (Fed) manteve, na reunião de julho, o intervalo da meta para a taxa dos *Fed funds* entre 0% a.a. e 0,25% a.a. O FOMC afirmou que provavelmente será apropriado aumentar a meta para a taxa dos *Fed funds* quando se constatar melhora adicional no mercado de trabalho e confiança mínima quanto à convergência da inflação para a meta de 2,0% no médio prazo.

Na Área do Euro, a variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) atingiu 0,2% em julho. Os preços da energia recuaram 5,6%, e os dos alimentos (inclusive bebidas alcoólicas e fumo) aumentaram 0,9%. A variação anual do núcleo do IPCH – que exclui energia e alimentos, bebidas alcoólicas e fumo – situou-se em 1,0% em julho (0,6% em abril).

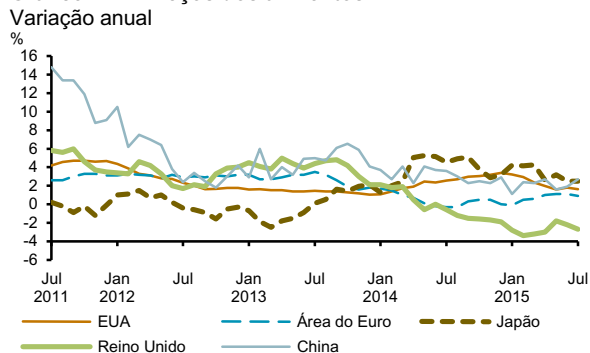
O Conselho de Governadores do Banco Central Europeu (BCE) manteve as taxas das principais operações de refinanciamento (*main refinancing operations*), de depósito (*deposit facility*) e de empréstimo (*marginal lending facility*) nas mínimas históricas respectivas de 0,05% a.a., -0,20% a.a. e 0,30% a.a. No que se refere a medidas de política monetária não-convencionais, o Conselho avaliou que os programas de compras de ativos têm evoluído conforme o planejado, e que a aquisição mensal de €60 bilhões deve prosseguir até o

Gráfico 4.6 – Núcleo da inflação ao consumidor



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.7 – Preços dos alimentos^{1/}



Fonte: Thomson

1/ Para a Área do Euro, inclui bebidas alcoólicas e tabaco.

final de setembro de 2016 ou até que a trajetória da inflação convirja para patamar inferior, mas próximo, de 2,0% a.a. no médio prazo.

No Reino Unido, a variação anual do IPC atingiu 0,1% em julho. Os preços da energia recuaram 6,7% e os dos alimentos, 2,7%. A variação anual do núcleo do IPC, que exclui os preços de energia, alimentos bebidas alcoólicas e fumo, totalizou 1,2% em julho.

O Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra (BoE) manteve, na reunião de agosto, a taxa de juros que remunera as reservas dos bancos comerciais (*Bank rate*) em 0,5% a.a. e o total do programa de compra de ativos (*Quantitative Easing – QE*) em £375 bilhões. Adicionalmente, alertou que eventual processo de aumento dos juros será gradual, e que seu patamar, ao final do ajuste, deverá ser inferior ao dos últimos ciclos de aperto monetário.

No Japão, a variação anual do IPC atingiu 0,2% em julho (0,6% em abril), com os preços dos alimentos variando 2,5%, e os da energia, -8,7%. A variação anual do núcleo do IPC que exclui alimentos *in natura* foi nula (0,3% em abril).

O Comitê de Política Monetária do Banco do Japão (BoJ) manteve, no âmbito do programa de relaxamento monetário quantitativo e qualitativo, as diretrizes para as operações do mercado monetário. Nesse sentido, estão previstas expansões anuais de aproximadamente ¥80 trilhões para a base monetária e para o saldo dos bônus do governo japonês (JGB) em carteira, e a extensão da maturidade média remanescente desses títulos para 7 a 10 anos. Adicionalmente, o BoJ ratificou que deve conduzir as compras de cotas de fundos de índices (*exchange-traded funds – ETF*) e de fundos de investimento imobiliário (*Japan Real estate investment trusts – J-REIT*) para aumentar seus saldos em cerca de ¥3 trilhões e ¥90 bilhões, respectivamente, por ano. Os saldos de *commercial papers* e bônus corporativos serão mantidos em torno de ¥2,2 trilhões e ¥3,2 trilhões, nessa ordem.

Na China, a inflação anual ao consumidor atingiu 1,6% em julho (1,5% em abril), com os preços dos alimentos variando 2,7%, e os da energia, -2,0%.

O Banco do Povo da China (BPC) anunciou, ao final de agosto, cortes de 0,25 p.p. na taxa de juros de referência de empréstimo de um ano e na taxa de depósito a prazo de um ano, que se situaram, na ordem, em 4,6% e 1,75%. Simultaneamente, as taxas de recolhimentos compulsórios sobre os depósitos de pequenas e de grandes instituições

financeiras foram reduzidas em 0,5 p.p., para 16% e 18%, respectivamente. Adicionalmente, o BPC removeu o teto para as taxas de remuneração de depósitos a prazo superiores a um ano.

4.3 Mercados financeiros Internacionais

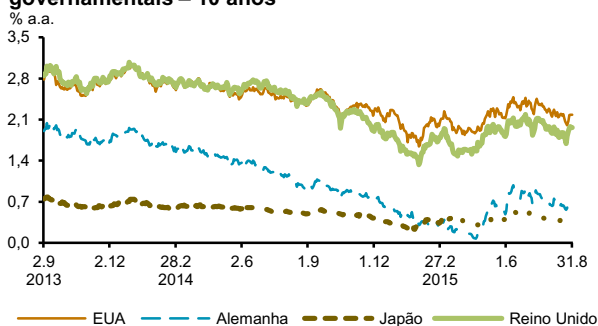
Os mercados financeiros globais repercutiram, no decorrer do trimestre encerrado em agosto, as incertezas em relação ao início do processo de normalização da política monetária nos EUA e à renegociação do programa de assistência financeira multilateral para a Grécia, e, principalmente a partir de julho, as turbulências nos mercados cambial e acionário da China. A evolução dos preços internacionais de *commodities* e as incertezas sobre o ritmo da atividade econômica global também contribuíram para a volatilidade nos mercados globais.

Nesse ambiente, os retornos anuais dos títulos de dez anos emitidos por economias maduras passaram a recuar a partir de meados de julho, em resposta ao aumento da demanda por ativos considerados mais seguros. Ressalte-se, no entanto, que esse movimento foi insuficiente para reverter os aumentos registrados na primeira metade do trimestre. Nesse cenário, os retornos anuais dos papéis de dez anos emitidos por EUA, Espanha, Reino Unido, Itália e Alemanha elevaram-se 0,10 p.p., 0,27 p.p., 0,15 p.p., 0,11 p.p. e 0,31, respectivamente, no trimestre encerrado em agosto, situando-se, na ordem, em 2,22%, 2,11%, 1,96%, 1,77% e 0,80%, ao final do período. Os rendimentos dos títulos similares do Japão mantiveram-se estáveis, em 0,38%, no período.

O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) aumentou 28 p.b., para 411 p.b., no trimestre encerrado em agosto. Destacaram-se as elevações nos indicadores da Indonésia (50 p.b), Turquia (49 p.b.), África do Sul (46 p.b.), México (34 p.b.), Brasil (46 p.b) e Rússia (18 p.b), que atingiram, na ordem, 285 p.b., 295 p.b., 254 p.b., 224 p.b., 340 p.b. e 299 p.b.

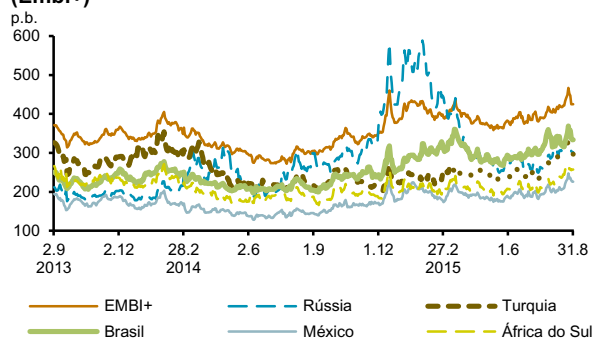
No decorrer do trimestre finalizado em agosto, as incertezas sobre o desfecho das negociações com a Grécia, as mudanças no gerenciamento da política cambial na China e o recuo dos índices acionários na China impactaram negativamente as bolsas de valores em nível global. Nesse cenário, ocorreram recuos nos índices FTSE 100, do Reino Unido (10,5%); DAX, da Alemanha (10,1%); IBEX, da Espanha (8,5%);

Gráfico 4.8 – Retorno anual sobre títulos governamentais – 10 anos



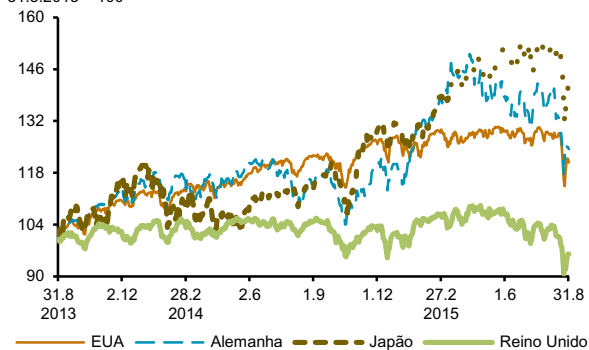
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.9 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+)



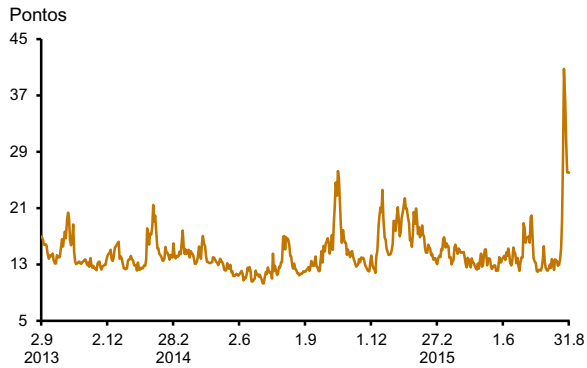
Fonte: Thomson Reuters.

Gráfico 4.10 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão



Fonte: Bloomberg

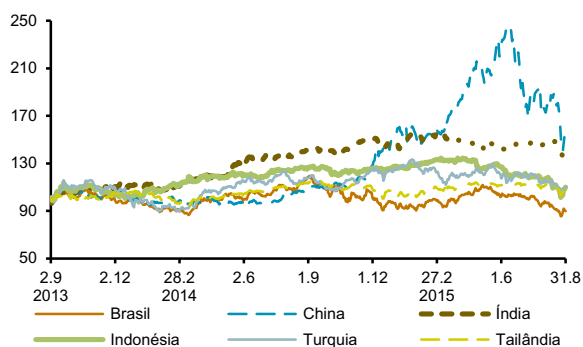
Gráfico 4.11 – VIX – Índice de volatilidade



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.12 – Bolsas de valores: mercados emergentes

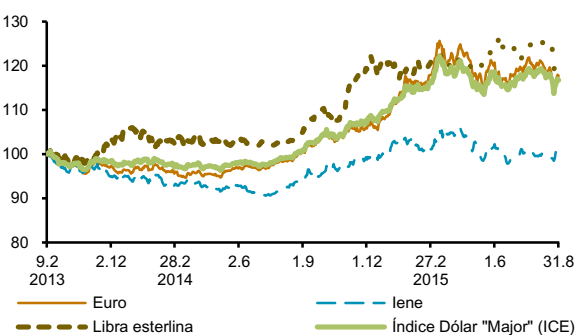
2.9.2013 = 100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.13 – Cotações do dólar

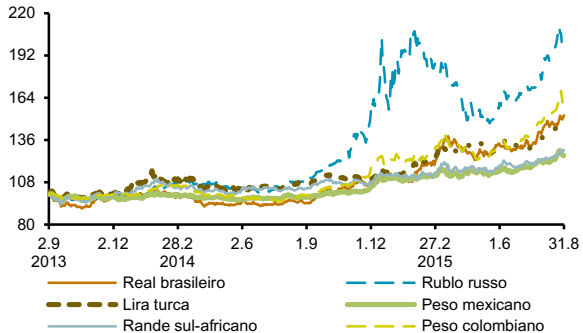
2.9.2013 = 100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.14 – Moedas de economias emergentes versus dólar dos EUA

2.9.2013 = 100



Fonte: Bloomberg

S&P500, dos EUA (6,4%); Nikkey, do Japão (8,1%); e FTSE MIB, da Itália (6,6%).

O *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX) variou 105,4% no trimestre encerrado em agosto, situando-se em 28,4 pontos ao final do período, após atingir 40,7 pontos em 24 de agosto. O indicador registrou média de 16,2 pontos no trimestre, ante 13,9 pontos no trimestre finalizado em maio, alta condicionada pelo expressivo recuo das bolsas de valores chinesas, que desencadearam movimento de baixa generalizado e abrupto nos mercados acionários globais no último mês do trimestre.

Nesse cenário, os principais índices acionários de relevantes economias emergentes também declinaram: *Shanghai Composite*, da China (30,5%); *IDX Composite*, da Indonésia (13,5%); *Ibovespa*, do Brasil (11,6%); *ISE National 100*, da Turquia (9,4%); e *Sensex*, da Índia (5,6%).

O dólar dos EUA – repercutindo o aumento da demanda por ativos de menor risco e a postergação do início do processo de normalização da política monetária nos EUA – depreciou em relação à libra esterlina (0,3%), ao euro (2,0%) e ao iene (2,4%), no trimestre encerrado em agosto. No período, o *Dollar Index Major*¹ declinou 1,1% (apreciação de 1,7% no trimestre finalizado em maio). Em contraste, o dólar apreciou em relação a diversas moedas de economias emergentes e/ou exportadoras de matérias-primas: rublo russo (22,7%), peso colombiano (20,5%), real brasileiro (13,9%), lira turca (9,5%), peso mexicano (8,9%), rande sul-africano (9,3%), rúpia indiana (4,2%).

4.4 Commodities

O Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br), calculado pelo Banco Central, variou 7,31% em agosto, em relação a maio, com variações respectivas de 11,58%, -0,92% e -6,66% nos segmentos de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas. Medido em dólares, o IC-Br diminuiu 6,61% no período². Consideradas médias trimestrais, o IC-Br aumentou 3,12% em relação ao trimestre encerrado em maio.

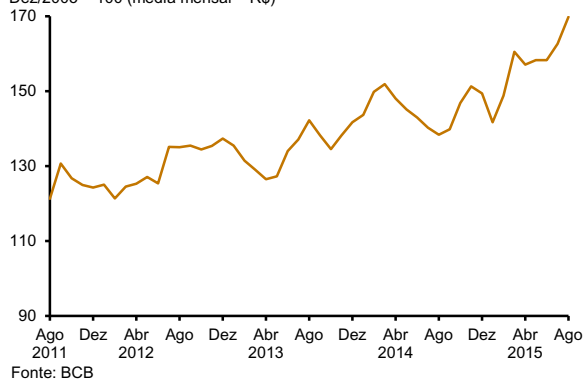
A média mensal do índice S&P e *Goldman Sachs Spot* decresceu 18,61% em agosto, em relação a maio, resultado de recuos respectivos de 1,23%, 17,40% e 24,78% nos

1/ O *Dollar Index Major*, índice cambial calculado pela Intercontinental Exchange (ICE), expressa o dólar dos EUA em relação a uma cesta de seis moedas: euro, iene, libra esterlina, dólar canadense, franco suíço e coroa sueca.

2/ O indicador considera médias mensais de observações diárias. Portanto, a redução de 6,61% mencionada é impactada pelas taxas diárias de câmbio de maio e de agosto de 2015.

Gráfico 4.15 – Índice de Commodities – Brasil (IC-Br)

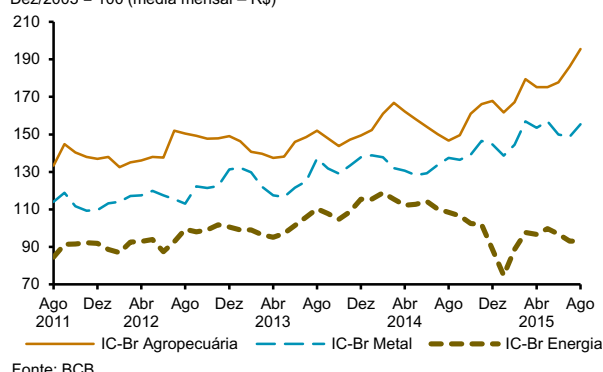
Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



Fonte: BCB

Gráfico 4.16 – IC-Br segmentos

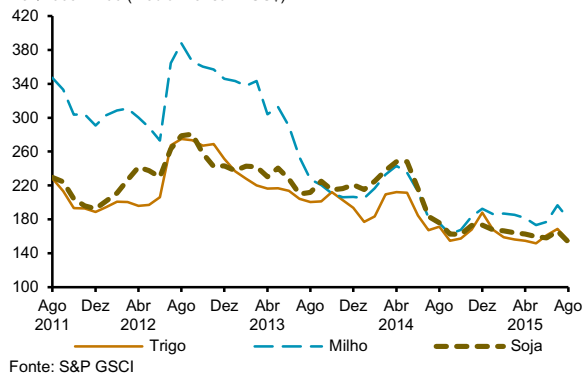
Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



Fonte: BCB

Gráfico 4.17 – Commodities: trigo, milho e soja

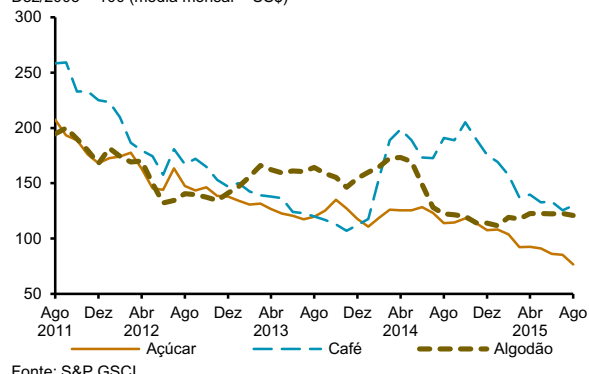
Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.18 – Commodities: açúcar, café e algodão

Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

segmentos de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas. Em agosto, a média do índice atingiu o menor valor desde março de 2009.

A retração no segmento de *commodities* agropecuárias refletiu, em parte, o impacto da depreciação das moedas de importantes países produtores sobre a oferta. A cotação da soja recuou 3,9% no trimestre, influenciada pelo aumento da safra atual, que deverá superar a média dos últimos cinco anos em 16,1%, enquanto as cotações do açúcar, café e algodão decresceram, na ordem, 16,0%, 2,1% e 1,4%. Em sentido oposto, as cotações do milho e do trigo, refletindo reduções das safras devido a problemas climáticos na Europa e na China, aumentaram 4,1% e 2,0%, respectivamente.

No âmbito das *commodities* metálicas, as cotações médias do níquel, zinco, cobre, chumbo e alumínio recuaram, na ordem, 23,3%, 20,7%, 18,6%, 14,8% e 13,8%, no trimestre encerrado em agosto. Esse desempenho refletiu as incertezas quanto à evolução da demanda chinesa e ao desempenho da atividade econômica mundial.

A cotação média do minério de ferro de teor 65% no mercado à vista chinês recuou 4,5%, para US\$64, no trimestre encerrado em agosto, de acordo com o *Shanghai Steelhome Information*. Essa evolução refletiu o aumento da oferta de baixo custo (notadamente de Austrália e Brasil) e o menor dinamismo da produção mundial de aço, em especial na China.

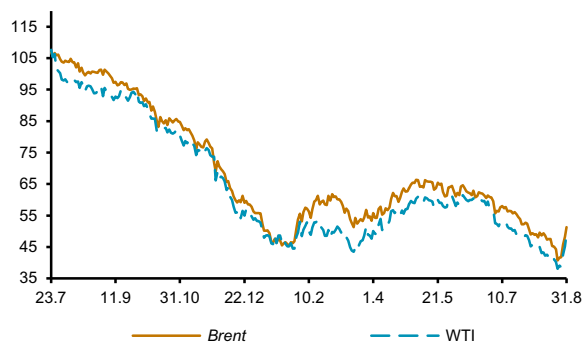
As cotações médias do barril de petróleo dos tipos *Brent* e *WTI* atingiram, na ordem, US\$46,99 e US\$42,86 em agosto, recuando 27,2% e 27,7%, respectivamente, em relação a maio. Essa trajetória refletiu o cenário de excesso de oferta global, de elevados níveis de estoque nos EUA e de desaceleração da economia da China – grande importadora de petróleo.

4.5 Conclusão

O dinamismo apresentado pela economia dos EUA no segundo trimestre do ano indicou que o desempenho modesto registrado no trimestre anterior refletiu o impacto de efeitos transitórios. As perspectivas favoráveis para os EUA seguem contrastando com os sinais de retomada ainda tímida na Área do Euro, de desaceleração na China e de nova contração no Japão. Nesse contexto, aumentam as expectativas quanto ao início do processo de normalização gradual da política monetária nos EUA, decisão dependente, no entanto, de confirmação da evolução favorável de indicadores de preços

Gráfico 4.19 – Petróleo – Mercado à vista

US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

e do mercado de trabalho. Em contraste, as incertezas quanto à sustentabilidade da recuperação na Europa e ao processo de moderação da economia chinesa condicionam a manutenção e/ou ampliação das políticas de afrouxamento monetário no médio prazo nas referidas regiões. Nesse ambiente, mantém-se a perspectiva de riscos contidos de liquidez global.