

O processo de recuperação da economia global manteve-se heterogêneo no terceiro trimestre do ano. A atividade econômica seguiu em expansão, embora com menor dinamismo, nos EUA, Reino Unido e na Área do Euro, contrastando com a volatilidade observada no Japão. O ritmo de expansão econômica da China mostrou acomodação, mas em patamar significativamente superior à média da economia mundial, e o crescimento da maior parte das demais economias emergentes manteve-se em patamar inferior ao esperado.

O recente arrefecimento da percepção de risco nos mercados financeiros internacionais e dados surpreendentemente positivos do mercado de trabalho nos EUA ampliaram as expectativas de que o início do processo de normalização da política monetária (*liftoff*) naquele país ocorresse ainda em 2016, hipótese ratificada em reunião realizada pelo *Federal Reserve* (Fed) em 16 de dezembro. Nesse contexto, aumenta a divergência da postura da política monetária entre as grandes economias globais, tendo em vista as perspectivas de aumento do caráter acomodatório da política monetária na Área do Euro, Japão e China.

4.1 Atividade econômica

A taxa de crescimento trimestral anualizada do PIB dos EUA atingiu 2,1% no terceiro trimestre de 2015 (3,9% no segundo), com destaque para as contribuições do consumo das famílias (2,1 p.p.) e da formação bruta de capital fixo (0,5 p.p.), que aumentaram 3,0% e 3,4%, respectivamente, no período. O impacto do setor externo totalizou -0,2 p.p., reflexo de aumentos de 0,9% das exportações e de 2,1% das importações.

A produção industrial recuou 0,4% em outubro, em relação ao mês anterior, período em que as encomendas de bens de capital elevaram-se 11,7%. Considerados intervalos de doze meses, o indicador aumentou 0,3% em relação a outubro de 2014, com destaque para a expansão de 1,9% do

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

Discriminação	Variação % anualizada							
	2014				2015			
	I	II	III	IV	I	II	III	
PIB								
Estados Unidos	-0,9	4,6	4,3	2,1	0,6	3,9	2,1	
Área do Euro	0,9	0,2	1,2	1,5	2,2	1,6	1,2	
Reino Unido	2,5	3,8	2,6	3,0	1,5	2,6	1,9	
Japão	5,0	-7,2	-2,8	1,8	4,4	-0,5	1,0	
China	6,6	7,4	7,8	7,0	5,3	7,4	7,4	
Consumo das famílias								
Estados Unidos	1,3	3,8	3,5	4,3	1,8	3,6	3,0	
Área do Euro	0,1	0,7	1,7	2,1	1,8	1,3	1,7	
Reino Unido	2,5	2,9	2,8	2,3	3,1	3,7	3,0	
Japão	9,6	-17,8	0,0	1,4	1,2	-2,2	1,5	
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas								
Estados Unidos	8,3	4,4	9,0	0,7	1,6	4,1	2,4	
Área do Euro ^{2/}	1,7	-2,1	1,6	2,4	6,2	0,3	-0,0	
Reino Unido ^{2/}	9,0	5,6	5,6	-2,1	6,3	4,2	5,4	
Japão	19,0	-15,4	-1,7	0,9	11,4	-4,9	2,3	
Investimento residencial								
Estados Unidos	-2,8	10,4	3,4	10,0	10,1	9,3	7,3	
Área do Euro ^{3/}	3,8	-9,1	nd	nd	nd	nd	nd	
Reino Unido	45,4	-2,7	0,0	-2,9	2,6	-13,2	14,0	
Japão	8,8	-35,9	-24,8	-2,7	8,1	10,4	8,1	
Exportações de bens e serviços								
Estados Unidos	-6,7	9,8	1,8	5,4	-6,0	5,1	0,9	
Área do Euro	3,1	4,1	6,6	4,8	5,4	6,5	0,8	
Reino Unido	6,7	10,0	-6,0	16,2	-4,7	7,8	3,6	
Japão	25,5	1,5	6,5	12,0	8,0	-16,1	11,1	
Importações de bens e serviços								
Estados Unidos	2,8	9,6	-0,8	10,3	7,1	3,0	2,1	
Área do Euro	4,8	4,5	6,0	4,8	7,7	3,5	3,7	
Reino Unido	3,5	-6,9	3,1	11,5	2,5	-10,4	23,8	
Japão	26,3	-16,2	4,4	3,2	7,1	-10,2	7,1	
Gastos do Governo								
Estados Unidos	0,0	1,2	1,8	-1,4	-0,1	2,6	1,7	
Área do Euro ^{4/}	0,9	0,9	1,3	0,9	2,1	1,1	2,4	
Reino Unido ^{4/}	0,1	5,7	1,8	-1,4	4,4	1,6	5,3	
Japão	-1,8	-2,7	2,5	0,4	-0,7	3,5	-0,3	

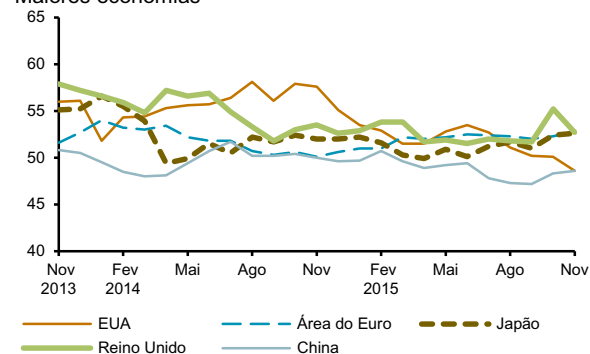
Fontes: Thomson, Bloomberg, BEA, Cabinet Office, ONS e Eurostat

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

setor manufatureiro, favorecida pelo crescimento de 10,9% da indústria de veículos. O PMI do setor manufatureiro atingiu 48,6 pontos em novembro (50,1 pontos em outubro), situando-se em patamar indicativo de contração da atividade após 35 meses.

A economia dos EUA gerou 654 mil de postos de trabalho no trimestre encerrado em novembro (894 mil no finalizado em novembro de 2014), mês em que a taxa de desemprego manteve-se em 5,0%, menor patamar desde fevereiro de 2008. O índice de confiança do consumidor, medido pelo *Conference Board*, recuou pelo segundo mês consecutivo, para 90,4 pontos, menor patamar do ano.

As variações anualizadas dos gastos pessoais com consumo e da renda pessoal disponível real atingiram 3,0% e 3,9%, respectivamente, no trimestre encerrado em setembro, período em que a taxa de poupança das famílias aumentou para 5,2%.

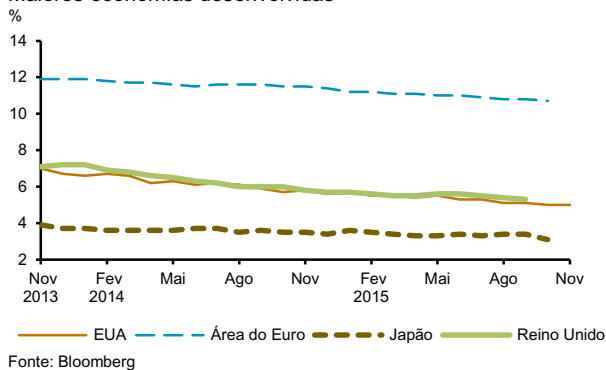
Na Área do Euro, a variação anualizada do PIB atingiu 1,2% no terceiro trimestre de 2015 (1,6% no segundo), destacando-se as expansões registradas na Espanha (3,2%), França (1,4%), Alemanha (1,3%) e Itália (0,8%). Repercutindo a recuperação da economia do bloco, a taxa de desemprego atingiu 10,7% em outubro, menor patamar desde janeiro de 2012, e o PMI composto de novembro situou-se em 54,2 pontos.

A variação anualizada do PIB do Reino Unido atingiu 1,9% no terceiro trimestre de 2015 (2,6% no segundo), destacando-se, no âmbito da oferta, as expansões de 0,8% da indústria e de 3,0% do setor de serviços. A taxa de desemprego situou-se em 5,3% no trimestre encerrado em setembro (6,0% no terminado em setembro de 2014) e o PMI da manufatura recuou para 52,7 pontos, em novembro.

No Japão, o PIB trimestral anualizado cresceu 1,0% no terceiro trimestre de 2015 (variação de -0,5% no segundo). Destacaram-se, no âmbito da demanda interna, as contribuições positivas da formação bruta de capital fixo (1,0 p.p.) e do consumo das famílias (0,9 p.p.). O impacto do setor externo totalizou 0,5 p.p., ressaltando-se que as importações e as exportações registraram taxas de expansão anualizadas de 7,0% e 11,1%, respectivamente. Em outubro, na margem, a produção industrial e as vendas no varejo aumentaram, na ordem, 1,4% e 1,2%, evolução consistente com a elevação de 1,1 ponto, para 52,3 pontos, registrada pelo PMI composto.

Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego

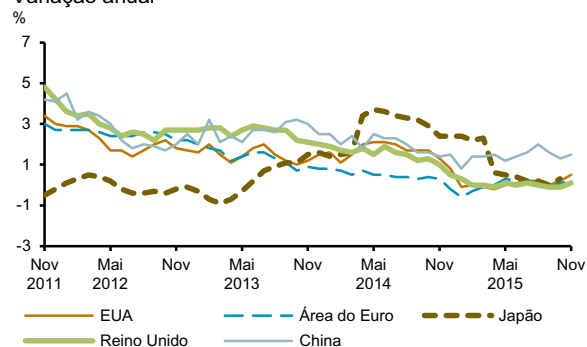
Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor

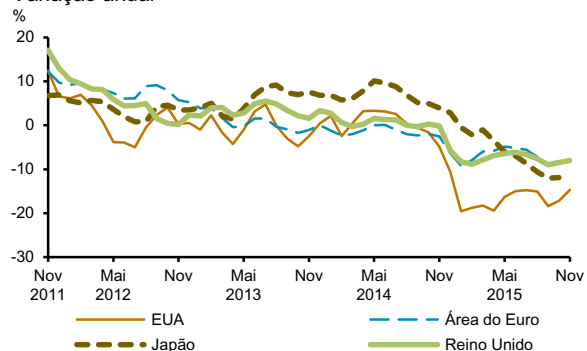
Varição anual



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.4 – Preços de energia

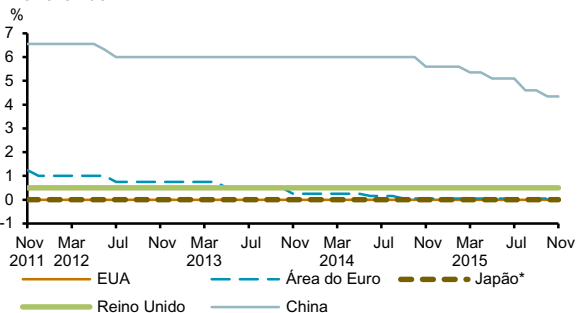
Varição anual



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 7,4% no terceiro trimestre de 2015, mesma variação observada no segundo trimestre. Considerando variações interanuais, o PIB cresceu 6,9% e 7,0%, respectivamente, nos mesmos períodos. Em novembro, evidenciando a continuidade do processo de acomodação da economia local, as taxas de crescimento interanual dos investimentos em ativos fixos, das vendas no varejo e da produção industrial situaram-se, na ordem, em 10,2%, 11,2% e 6,2% (15,8%, 19,5% e 7,2%, respectivamente, em novembro de 2014) e o *superavit* da balança comercial somou US\$54,1 bilhões, em cenário de redução de 8,7% das importações. Em novembro, o PMI *Caixin* do setor industrial atingiu 48,6 pontos, situando-se pelo nono mês consecutivo em patamar inferior a 50 pontos.

4.2 Política monetária e inflação

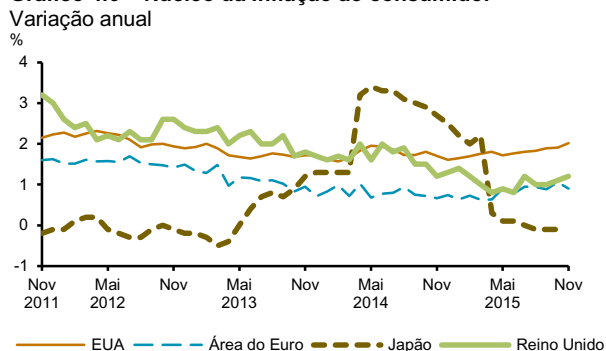
A inflação anual ao consumidor nos EUA, medida pelo IPC, atingiu 0,5% em novembro (0,2% em outubro). Os preços da energia variaram -14,7% e os dos alimentos, 1,3%, contribuindo para que a variação anualizada do núcleo do IPC, que exclui energia e alimentos, totalizasse 2,0% no período.

O Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) do Fed manteve, na reunião de outubro, o intervalo da meta para a taxa dos *Fed funds* entre 0% a.a. e 0,25% a.a. Na reunião de dezembro, o Comitê decidiu, por unanimidade, elevar o intervalo da meta para a taxa do *Fed funds* para entre 0,25% a.a. e 0,50% a.a. Segundo o Comitê, as próximas decisões de política monetária seguirão dependendo do progresso, tanto realizado quanto esperado, em direção aos objetivos de máximo emprego e inflação de 2,0% a.a., e deverão incorporar apenas aumentos graduais na taxa de juros.

Na Área do Euro, a variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) atingiu 0,2% em outubro (0,1% em setembro). Os preços da energia variaram -7,3% e os dos alimentos, bebidas alcoólicas e fumo, 1,5%. A variação anual do núcleo do IPCH – que exclui energia, alimentos, bebidas alcoólicas e fumo – situou-se em 0,9% no período.

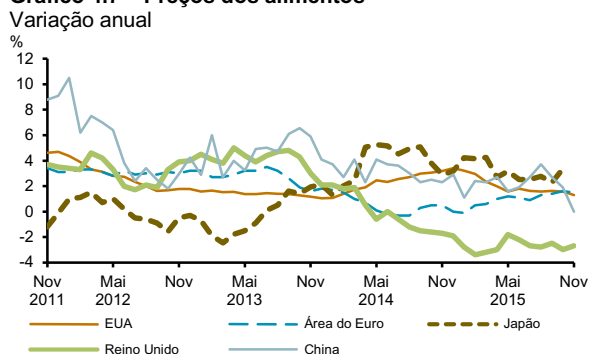
O Conselho de Governadores do Banco Central Europeu (BCE) manteve as taxas das principais operações de refinanciamento (*main refinancing operations*) e de empréstimo (*marginal lending facility*) nas mínimas históricas respectivas de 0,05% a.a. e 0,30% a.a., e reduziu,

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.

de -0,20% para -0,30% a.a., a taxa de depósito (*deposit facility*). No que se refere às medidas de política monetária não convencionais, o Conselho reafirmou que as compras mensais de ativos de €60 bilhões devem prosseguir até o final de março de 2017 ou, se necessário, até que a trajetória da inflação se mostre consistente com meta de inflação abaixo, porém próxima, de 2,0% a.a. no médio prazo.

No Reino Unido, a variação anual do IPC atingiu 0,1% em novembro (-0,1% em outubro). Os preços da energia recuaram 8,0% e os dos alimentos, 2,7%. A variação anual do núcleo do IPC, que exclui energia, alimentos, bebidas alcoólicas e fumo, atingiu 1,2% em novembro.

O Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra (BoE) manteve, na reunião de dezembro, 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.

No Japão, a variação anual do IPC atingiu 0,3% em outubro (variação nula em setembro), com os preços dos alimentos variando 3,4% e os de energia -11,8%. A variação anual do núcleo do IPC, que exclui alimentos *in natura*, atingiu -0,1% em outubro, mesmo patamar de agosto e setembro.

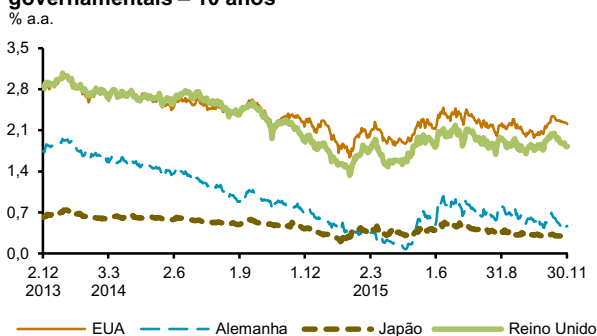
Na reunião de novembro, o Comitê de Política Monetária do Banco do Japão (BoJ) manteve, no âmbito do programa de relaxamento monetário quantitativo e qualitativo, as diretrizes para as operações do mercado monetário que preveem expansão anual, tanto da base monetária quanto do saldo dos títulos do governo japonês (JGB) em carteira, em aproximadamente ¥80 trilhões; e 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*) com o objetivo de aumentar seus saldos em cerca de ¥3 trilhões e ¥90 bilhões, respectivamente, por ano. Os saldos de *commercial papers* e títulos corporativos serão mantidos, na ordem, em torno de ¥2,2 trilhões e ¥3,2 trilhões.

Na China, a inflação anual ao consumidor atingiu 1,5% em novembro (1,3% em outubro). Os preços dos alimentos variaram 2,3% e os da energia, -1,9%. Em outubro, o Banco do Povo da China (BPC) anunciou novos cortes na taxa de juro de referência de empréstimo de um ano e na taxa de depósito a prazo de um ano, ambas, em 0,25 p.p., para 4,35% e 1,5%, respectivamente. Adicionalmente, as taxas de

recolhimento compulsório sobre os depósitos de pequenas e de grandes instituições financeiras foram reduzidas em 0,5 p.p., para 15,5% e 17,5%, respectivamente¹. Ainda em outubro, o BPC estendeu a eliminação do teto às taxas de juros de depósito, anteriormente válidas apenas para depósitos de longo prazo, para todos os depósitos junto a bancos comerciais e cooperativas rurais.

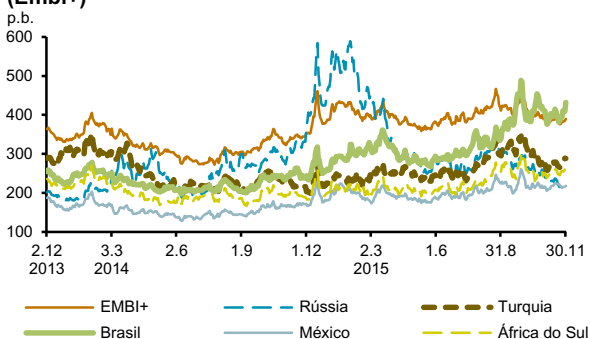
4.3 Mercados financeiros internacionais

Gráfico 4.8 – Retorno anual sobre títulos governamentais – 10 anos



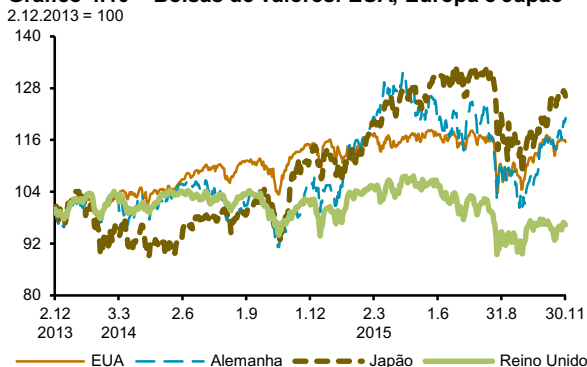
Fonte: Bloomberg

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



Fonte: Thomson Reuters

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



Fonte: Bloomberg

A ratificação de políticas expansionistas na China e as expectativas de sua ampliação na Área do Euro e no Japão favoreceram a redução da percepção de risco nos mercados financeiros internacionais observada no trimestre encerrado em novembro. Ressalte-se que, a partir de meados de outubro, a maior consistência dos fundamentos da economia dos EUA resultou em sinalizações do Fed quanto ao início iminente do *liftoff*, implicando nova valorização do dólar e ampliação do *spread* entre os rendimentos dos papéis de longo prazo dos EUA e das economias europeias.

Os retornos anuais dos títulos de dez anos emitidos por economias maduras apresentaram comportamento volátil e heterogêneo no trimestre encerrado em novembro. Nesse contexto, após recuar para 1,97% em meados de outubro, o rendimento anual dos títulos soberanos de dez anos dos EUA, sob a perspectiva de iminente *liftoff* pelo Fed, atingiu 2,21% ao final do período, mantendo-se estável no trimestre. As sinalizações do BCE de provável aprofundamento da política de afrouxamento monetário favoreceram os recuos anuais de papéis similares do Reino Unido (14 p.b.), Alemanha (33 p.b.), Espanha (59 p.b.) e Itália (60 p.b.), que atingiram 1,83%, 0,47%, 1,52% e 1,17%, respectivamente, ao final de novembro. Os rendimentos de títulos similares do Japão recuaram 7 p.b., para 0,31%, no período.

O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) recuou 21 p.b., para 218 p.b., no trimestre encerrado em novembro. Destacaram-se as reduções nos indicadores do México (6 p.b.), da Turquia (7 p.b.) e Rússia (67 p.b.) para, respectivamente, 218 p.b., 288 p.b. e 232 p.b. No mesmo período, os indicadores da África do Sul e da Indonésia aumentaram, na ordem, 3 p.b. e 2 p.b., para 257 p.b. e 287 p.b., respectivamente. O indicador do Brasil aumentou 92 p.b., para 432 p.b., no trimestre.

1/ Destaque-se que houve redução adicional de 0,5 p.p. da taxa de recolhimento compulsório no caso de instituições que cumpram requisitos específicos em matéria de crédito rural e de crédito a micro e pequenas empresas.

Gráfico 4.11 – VIX – Índice de volatilidade

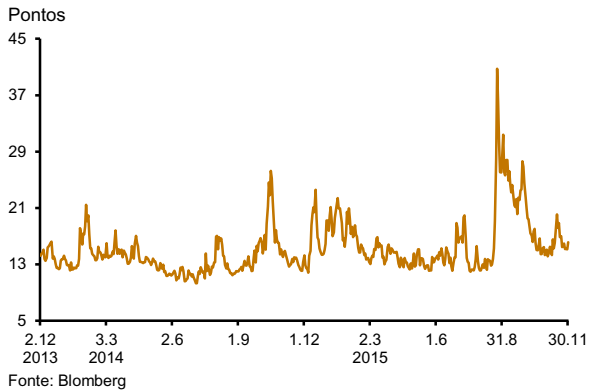


Gráfico 4.12 – Bolsas de valores: mercados emergentes
2.12.2013 = 100

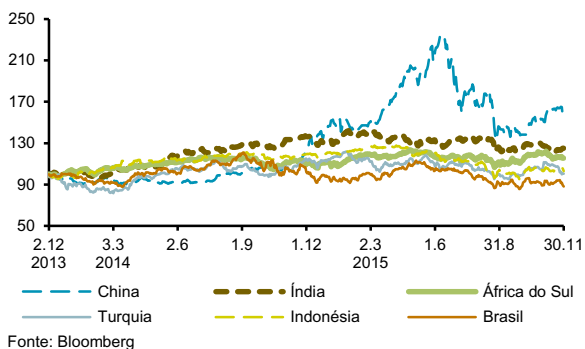


Gráfico 4.13 – Cotações do dólar

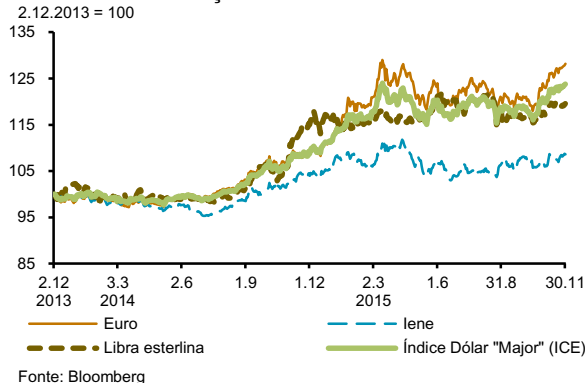
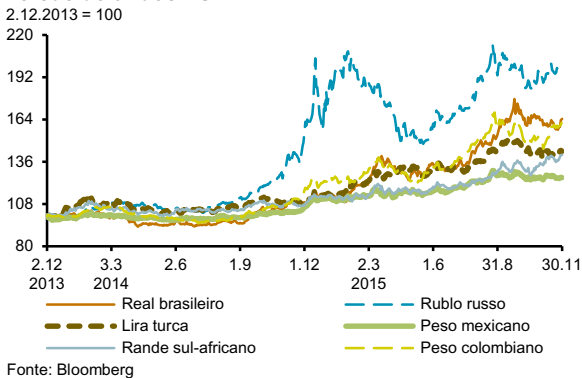


Gráfico 4.14 – Moedas de economias emergentes versus dólar dos EUA
2.12.2013 = 100



Influenciados pela ratificação das políticas expansionistas na Área do Euro, China e Japão, os indicadores das bolsas de valores das principais economias maduras registraram recuperação no trimestre encerrado em novembro. Nesse cenário, destacaram-se as elevações nos índices DAX, da Alemanha (10,9%); S&P500, dos EUA (5,5%); Nikkey, do Japão (4,5%); FTSE 100, do Reino Unido (1,7%); FTSE MIB, da Itália (3,5%).

O *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX) recuou 43,3% no mesmo período, situando-se em 16,1 pontos ao final do período. O indicador registrou média de 19,2 pontos no trimestre, ante 16,0 pontos no trimestre finalizado em agosto.

Nesse cenário de menor aversão ao risco, os índices de bolsas de valores de importantes economias emergentes apresentaram recuperação no trimestre finalizado em novembro, com destaque para as variações no *Shanghai Composite*, da China (7,5%), e no *FTSE/JSE ALL*, da África do Sul (3,3%). O *IDX Composite*, da Indonésia, recuou 1,4% no trimestre.

No mesmo período, o dólar dos EUA apreciou em relação ao euro (6,1%), ao iene (1,6%), e à libra esterlina (1,9%), e o *Dollar Index Major*² variou 4,5%. Essa trajetória repercutiu tanto a perspectiva de ampliação da divergência entre as posturas de política monetária do Fed e do BCE/BoJ, quanto o maior dinamismo da economia dos EUA em relação às dos principais países da Área do Euro e emergentes. Nesse contexto, o dólar dos EUA também apreciou em relação ao rand sul-africano (8,8%), ao real brasileiro (6,8%) e ao rublo russo (3,4%).

4.4 Commodities

O Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br), calculado pelo Banco Central, variou 5,48% em novembro, em relação a agosto, resultado de aumentos respectivos de 6,49%, 0,08% e 5,18% nos segmentos de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas. Medido em dólares, o IC-Br recuou 1,96% no período³. Consideradas médias trimestrais em reais, o IC-Br aumentou 13,13% em relação ao trimestre encerrado em agosto.

2/ 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.

3/ O indicador considera médias mensais de observações diárias. Portanto, a redução de 1,96% mencionada é impactada pelas taxas diárias de câmbio de agosto e de novembro de 2015.

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

Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)

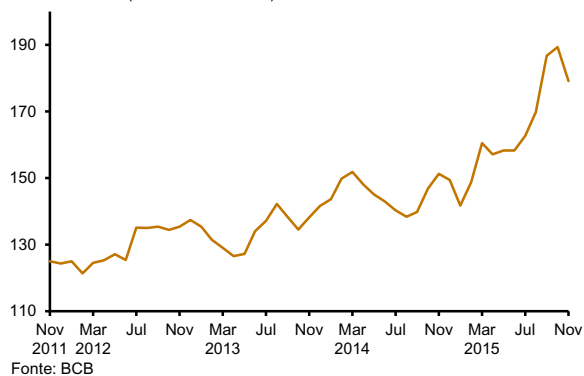
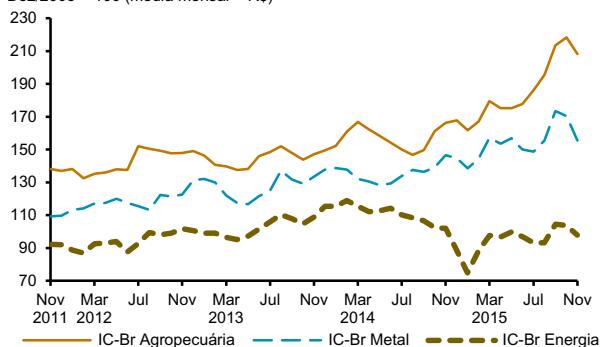


Gráfico 4.16 – IC-Br segmentos

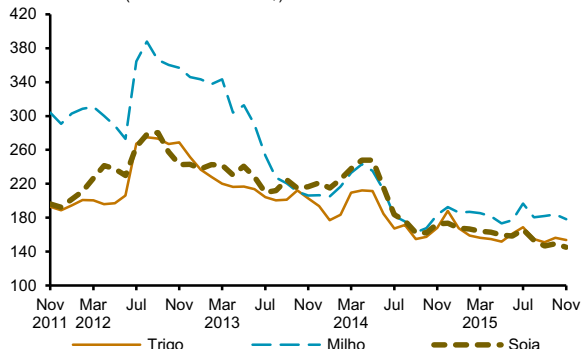
Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



Fonte: BCB

Gráfico 4.17 – Commodities: trigo, milho e soja

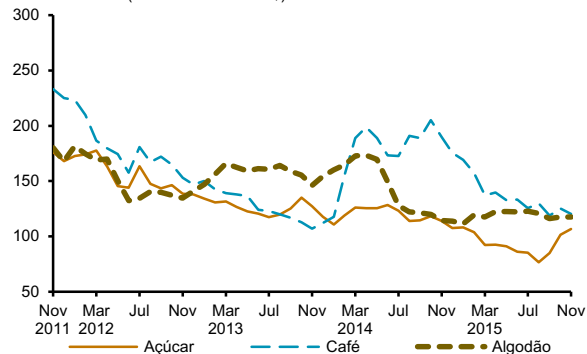
Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.18 – Commodities: açúcar, café e algodão

Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

A média mensal do índice *S&P e Goldman Sachs Spot* decresceu 4,14% em novembro, em relação a agosto, resultado das variações respectivas de 1,25%, -7,03% e -4,32% nos segmentos de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas.

O aumento registrado no segmento de *commodities* agropecuárias refletiu, em especial, a variação de 39,47% na cotação do açúcar, que repercutiu o impacto de condições meteorológicas adversas sobre as safras do Brasil, Índia e Tailândia, e a elevação do consumo de etanol hidratado no Brasil. As cotações médias do trigo, milho e soja recuaram 0,73%, 1,25% e 5,41%, respectivamente, no trimestre, evolução consistente com as safras favoráveis registradas nos EUA e com as perspectivas positivas para as safras na América Latina, em ambiente de amplos estoques. A cotação do algodão recuou 2,68% e a do café, 7,37%.

No âmbito das *commodities* metálicas, as cotações médias do alumínio, cobre, chumbo, níquel e zinco recuaram, na ordem, 6,08%, 6,39%, 5,10%, 10,82% e 11,80%, no trimestre encerrado em novembro. Esse desempenho seguiu refletindo a melhora das condições de oferta desses produtos e as incertezas quanto à evolução da demanda chinesa e quanto ao desempenho da atividade econômica mundial.

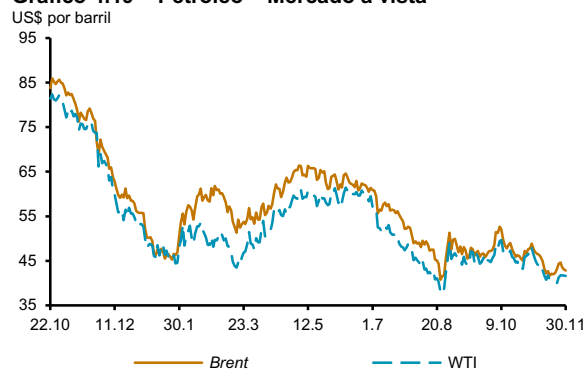
A cotação média do minério de ferro de teor 65% no mercado à vista chinês recuou 21,88%, para US\$50, no trimestre encerrado em novembro, de acordo com o *Shangai Steelhome Information*. Esse novo recuo de preço repercutiu o contínuo aumento da oferta de baixo custo (em especial, na Austrália e no Brasil) e o menor dinamismo do consumo mundial de aço, em especial, na China.

As cotações médias do barril de petróleo dos tipos *Brent* e *WTI* atingiram, na ordem, US\$44,42 e US\$42,70 em novembro, recuando 5,47% e 0,37%, respectivamente, em relação a agosto. Essa trajetória refletiu o cenário de ampla oferta, com elevados estoques nos EUA, e de desaceleração econômica global, especialmente das economias emergentes.

4.5 Conclusão

Os renovados sinais de dinamismo na economia dos EUA, observados durante o terceiro trimestre de 2015, reforçaram a avaliação do caráter transitório do desempenho negativo daquela economia no início do ano. Paralelamente, o contínuo arrefecimento da atividade na China e incertezas

Gráfico 4.19 – Petróleo – Mercado à vista



Fonte: Bloomberg

quanto ao vigor e sustentabilidade do crescimento na Europa sugerem o aumento do assincronismo entre a atuação dos bancos centrais dessas economias e a do Fed. A despeito dessa heterogeneidade, a atividade econômica global mostra perspectivas de moderação nos próximos meses.