

---

## Panorama macroeconômico da economia global

Luciano Luiz Manarin D'Agostini\*

**RESUMO** - O presente artigo mostra o panorama do cenário macroeconômico global e alguns indícios de como será, perante toda incerteza, o segundo semestre. Apresentamos os dados da taxa de desemprego, das taxas de juros, das paridades de moedas em relação ao dólar, da inflação nas economias, da variação de orçamentos dos governos e da variação das bolsas de valores ao redor do mundo em diversos países. Apresentamos também, na Seção 8, uma opinião própria da nota de crédito positiva concedida ao Brasil e a perspectiva negativa para a nota de crédito dos Estados Unidos. Diante das exposições supracitadas emergem algumas indicações: (i) o dólar se depreciou por mais um semestre, perante a maioria das moedas; (ii) as taxas de desemprego nos países europeus periféricos estão muito altas e com perspectivas nada animadoras; (iii) no geral, os países que adotam o regime de Metas de Inflação estão no ciclo de elevação das suas taxas de juros e permanecem, para o segundo semestre, com essas mesmas perspectivas porque a inflação está, no geral, acima da meta e em vários países acima da banda superior e do limite de tolerância; (iv) no geral, os países cortaram seus orçamentos (o Brasil vai contra esta tendência) para tentar realinhar suas economias; (v) no geral, os ativos contidos nas bolsas de valores perderam valor, fecharam os primeiros meses com taxa de crescimento negativa e não têm grandes perspectivas para reversão do quadro de rentabilidades negativas; (vi) as taxas de juros nominais do Brasil, por mais um período, apresentam-se entre as taxas de juros mais altas mundo.

Palavras-chave: Conjuntura econômica. Inflação. Taxas de juros. Bolsa de valores.

### 1 INTRODUÇÃO

O cenário mundial hoje é muito complexo. Há dúvidas sobre a recuperação da economia norte-americana, que apresenta nível de desemprego acima do aceitável, e da evolução da inflação ao consumidor naquele país. Agências de classificação de risco colocam a nota de crédito do governo americano em revisão (provavelmente a perspectiva é negativa e a nota de crédito será rebaixada - ver opinião na Seção 8). A Europa ainda não conseguiu retomar uma rota de crescimento sustentável. Nem tampouco encontrou uma solução definitiva para as questões das dívidas soberanas e privadas de algumas economias periféricas. As economias emergentes, por sua vez, têm enfrentado o desafio de combater a inflação, num contexto de elevada liquidez internacional. E várias dessas economias iniciaram processos de aperto monetário, com o objetivo de moderar o ritmo do seu crescimento. A crise nos países do norte da África e do Oriente Médio é outro fator que ainda alimenta incertezas à economia global. Principalmente

---

\* Doutor em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná. É pesquisador de métodos de previsões em política monetária na Universidade Federal do Paraná, professor dos Programas de Pós-Graduação em Finanças do IBPEX/UNINTER e FACSUL e economista da Expert-Log e INVA Capital. Endereço eletrônico: lucianodagostini@yahoo.com.br.

pela dinâmica que impõe ao preço do petróleo.

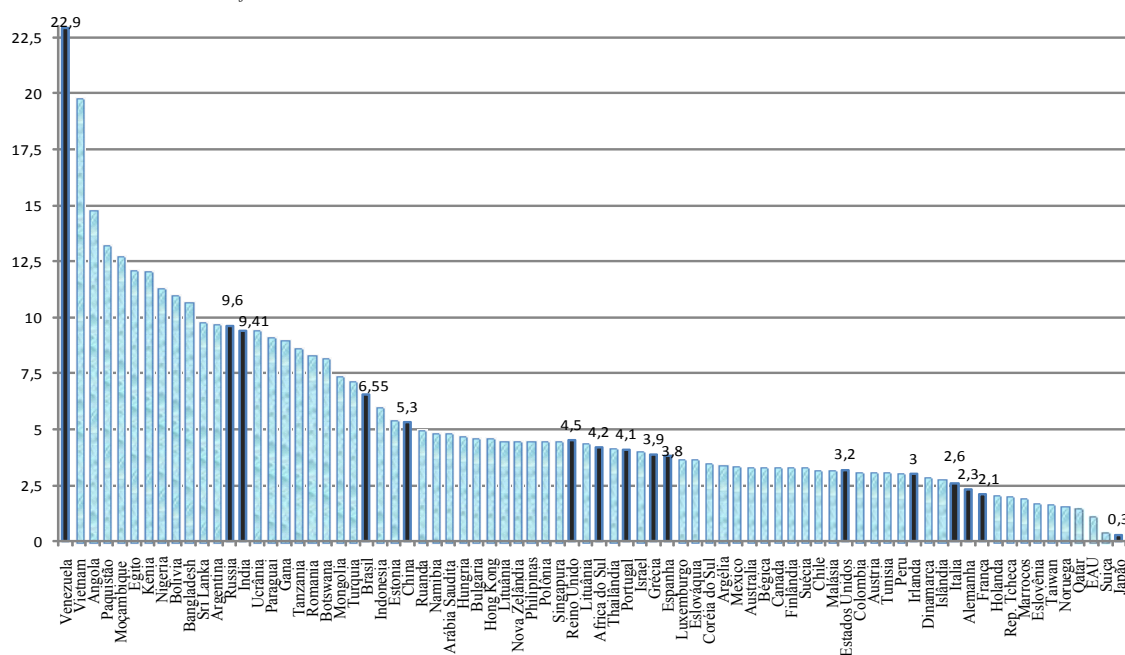
Some-se ao terremoto, seguido de *tsunami*, ocorrido no Japão. Matou milhares de japoneses (capital humano) e prejudicou e ainda prejudica importantes cadeias produtivas mundiais, como o setor automobilístico, de energia e eletrônicos. Fez renascer o debate sobre a segurança das usinas nucleares, trazendo novo foco de atenção quanto à oferta e ao preço de energia no futuro.

O presente artigo mostra o panorama atual do cenário macroeconômico global (primeiro semestre de 2011) e algumas perspectivas para os próximos períodos. Apresentamos os dados da inflação nas economias, das taxas de juros, da taxa de desemprego, das paridades de moedas em relação ao dólar, da variação de orçamentos dos governos e da variação das bolsas de valores ao redor do mundo em diversos países. Apresentamos também, na Seção 8, opinião própria da nota de crédito positiva concedida ao Brasil e a perspectiva negativa para a nota de crédito dos Estados Unidos. Por fim, algumas conclusões.

## 2 INFLAÇÃO GLOBAL E EXPECTATIVAS

O Gráfico 1 mostra as taxas de inflação acumuladas de diversos países selecionados, geralmente medida pelo Índice de Preços ao Consumidor, acumulado em 12 meses (maio a maio). De um extremo temos a Venezuela, com inflação acumulada de 22,9% a.a. e de outro o Japão com inflação quase nula, 0,3% a.a.

GRÁFICO 1 - INFLAÇÃO EM PAÍSES SELECIONADOS



FONTE: Trading Economics.

Dos países desenvolvidos e em desenvolvimento que adotam o regime de Metas de Inflação percebe-se que todos enfrentam problemas de pressão inflacionária, exceto a Suécia.

A Tabela 1 mostra o panorama da inflação corrente em relação à meta de inflação (centro e tolerância) nos países emergentes e desenvolvidos que adotam regime de Metas de Inflação. Percebe-se claramente que todos os 21 países selecionados (11 em desenvolvimento e 10 desenvolvidos) possuem inflação acima do centro da meta. Desses, 9 apresentam inflação acima da banda ou de tolerância: Chile, Turquia, Israel, Austrália, Hungria, México, Tailândia, Nova Zelândia e Reino Unido. Como resultado, o instrumento de política monetária taxas de juros (ver Seção 3) foi utilizado pelos bancos centrais dessas economias para combater a inflação.

TABELA 1 - INFLAÇÃO NOS PAÍSES EMERGENTES E DESENVOLVIDOS QUE ADOTAM O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

<b>País em desenvolvimento</b>	<b>Inflação corrente/Meta (centro e tolerância)</b>	<b>Inflação - maio de 2011</b>
Brasil	Acima do Centro	Acima do Centro
Chile	Abaixo do Centro	Acima da Tolerância
Colômbia	Acima do Centro	Acima do Centro
México	Acima da Meta**	Acima da Meta**
Peru	Acima do Centro	Acima do Centro
África do Sul	Dentro da Banda	Acima do Centro
Filipinas	Acima do Centro	Acima do Centro
Hungria	Acima da Meta**	Acima da Meta**
Polônia	Acima da Tolerância	Acima do Centro
Tailândia	Dentro da Banda*	Acima da Banda*
Turquia	Acima do Centro	Acima da Tolerância
<b>Países desenvolvidos</b>	<b>Inflação corrente/Meta (centro e tolerância)</b>	<b>Inflação 2011 - até maio</b>
Israel	Acima da Banda*	Acima da Banda*
República Tcheca	Abaixo do Centro	Acima do Centro
Austrália	Dentro da Banda*	Acima da Banda*
Canadá	Acima do Centro	Acima do Centro
Coreia do Sul	Acima da Tolerância	Acima do Centro
Noruega	Abaixo da Meta**	Acima da Meta**
Nova Zelândia	Acima da Banda*	Acima da Banda*
Suécia	Abaixo do Centro	Acima do Centro
Suíça	Dentro da Banda*	Dentro da Banda*
Reino Unido	Acima da Tolerância	Acima da Tolerância

FONTE: Adaptado da Bloomberg, BCB-Tombini - Apresentação à comissão de Assuntos Econômicos (2010).

NOTA: \* não possuem meta central de inflação; \*\* não possuem intervalo de tolerância.

Em diversas economias que adotam o regime de Metas de Inflação o depósito compulsório também foi utilizado. Exceto a Suécia, todos os países nomeados na Tabela 1 apresentam-se atualmente no ciclo de elevação das taxas de juros.

Quanto às expectativas de inflação, vistas no Gráfico 2, para o segundo semestre, no geral, apontam-se leves arrefecimentos nos países desenvolvidos como Estados Unidos, Europa e Japão e continuidade de pressões inflacionárias nos países em desenvolvimento que não adotam o regime de Metas de Inflação, de maneira menos intensa que no primeiro semestre.

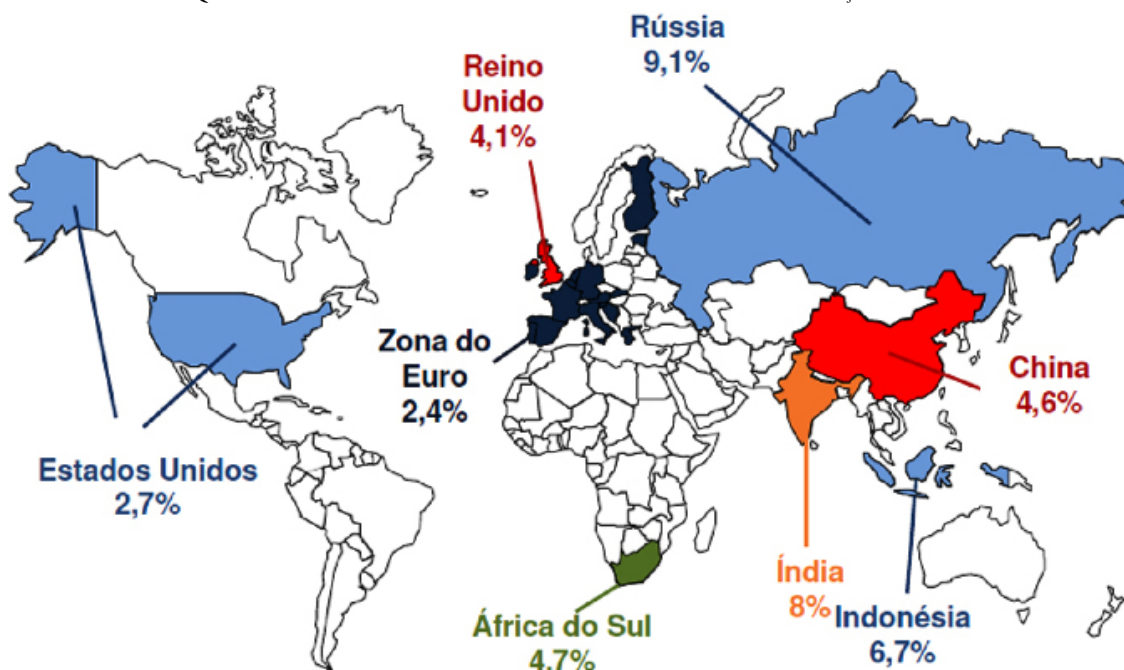
GRÁFICO 2 - EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO NOS PAÍSES EMERGENTES E DESENVOLVIDOS QUE NÃO ADOTAM O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO



(a) Pressão inflacionária atual

FONTE: BCB - Tombini - Apresentação à Comissão de Desenvolvimento Econômico Social de Assuntos Econômicos (2010).

GRÁFICO 2 (CONTINUAÇÃO) - EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO NOS PAÍSES EMERGENTES E DESENVOLVIDOS QUE NÃO ADOTAM O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO



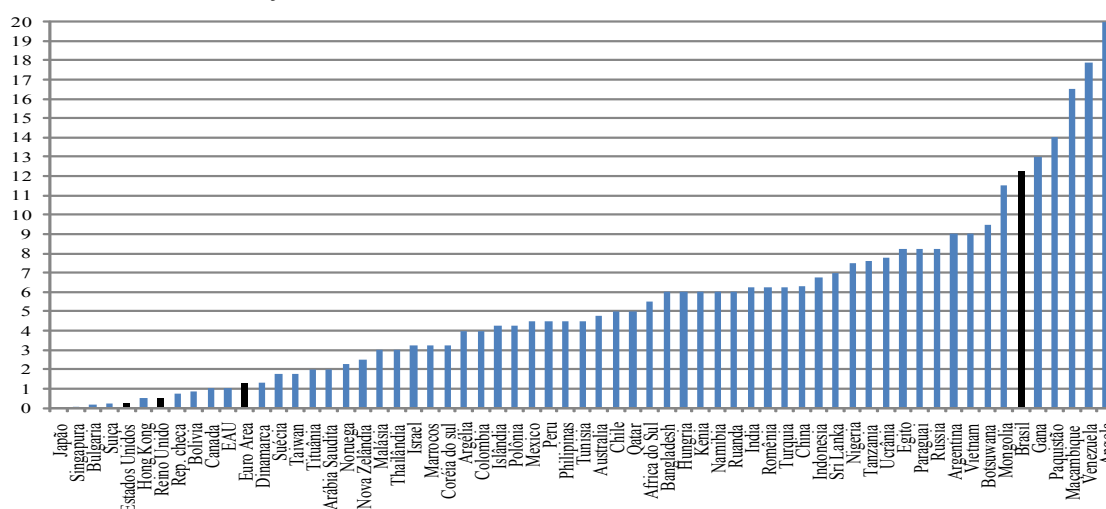
(b) Expectativas de inflação global

FONTE: BCB - Tombini - Apresentação à Comissão de Desenvolvimento Econômico Social de Assuntos Econômicos (2010).

### 3 TAXA DE JUROS NOMINAL GLOBAL

O Gráfico 3 mostra as taxas de juros nominais de curto prazo praticadas em diversos países. No geral, as taxas de juros dos países que adotam o regime de Metas de Inflação subiram. No *ranking* das taxas de juros, percebe-se que o Brasil apresenta uma das maiores taxas de juros nominais de curto prazo do mundo, com detalhe técnico que a agência de classificação de risco, a Fitch, melhorou a nota de crédito do governo brasileiro! (ver opinião na Seção 8). E algumas economias como Japão e Estados Unidos, que apresentam-se em estado de “armadilha da liquidez”, tiveram suas notas respectivamente rebaixadas e com perspectivas de rebaixamento.

GRÁFICO 3 - TAXAS DE JUROS NOMINAIS - PAÍSES SELECIONADOS

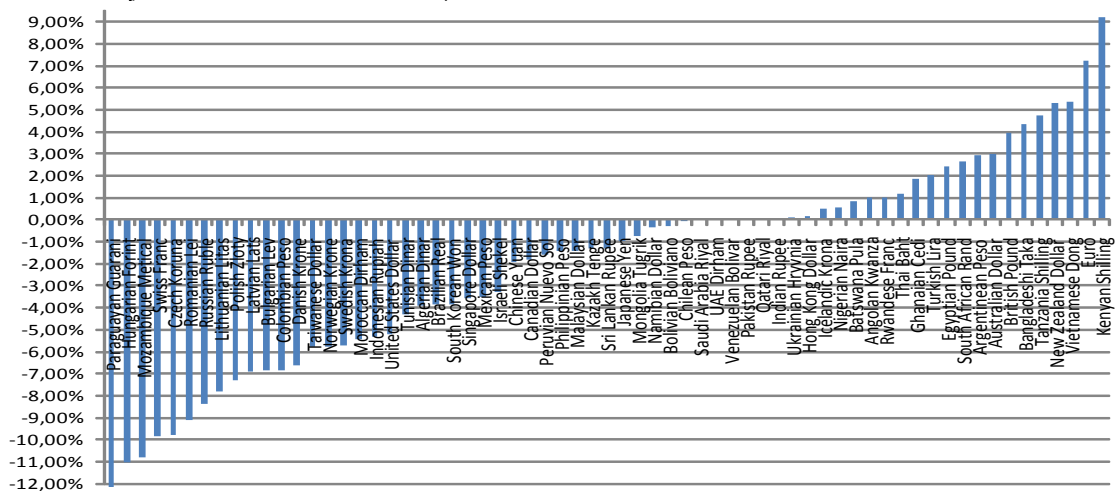


FONTE: Trading Economics.

### 4 PARIDADE DO DÓLAR COM RELAÇÃO A DIVERSAS MOEDAS DA ECONOMIA GLOBAL

O Gráfico 4 mostra a variação do dólar com relação a diversas moedas da economia global. No geral, temos que o dólar se depreciou perante a maioria das moedas. Com relação a moeda chinesa *yuan*, a depreciação do dólar no semestre foi de 2,1%. Com relação ao euro, o dólar se valorizou em 7,2%. Cabe notar também que o dólar se apreciou perante algumas moedas africanas que estão com problemas inflacionários, como o *kwanza* de Angola, o *naira* da Nigéria, o *pound* do Egito, o *rand* da África do Sul e o *shilling* keniano. Perante o real, o dólar se depreciou em quase 4%. Vale frisar que o governo americano pretende, nos próximos períodos, pressionar o governo chinês a apreciar o *yuan* perante a moeda americana e adotar medidas para que o câmbio real se torne competitivo para favorecer as exportações.

GRÁFICO 4 - VARIAÇÃO DO DÓLAR PERANTE A DIVERSAS MOEDAS GLOBAIS - PAÍSES SELECIONADOS (JANEIRO A MAIO DE 2011)



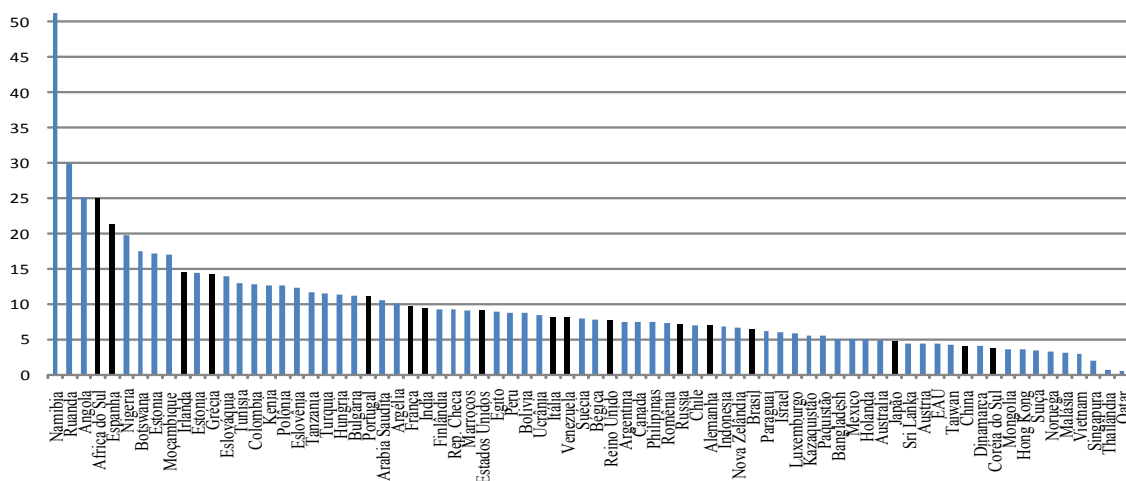
FONTE: Trading Economics e World Economic Outlook (WEO).

### 5 A TAXA DE DESEMPREGO NAS DIVERSAS ECONOMIAS

O Gráfico 5 mostra o *ranking* da taxa de desemprego em diversas economias. De um extremo a Namíbia com 51,2% de taxa de desemprego, de outro o Qatar com 0,3%, Tailândia, 0,35% e Singapura com 1,9%. Vale notar que, dos países selecionados, as 15 maiores taxas de desemprego verificadas encontram-se no continente africano (Namíbia, 51,2%, Ruanda 29,9%, Angola, 25%, África do Sul, 25% e Nigéria beirando os 20%).

Detalhe importante também é observar a ascensão da taxa de desemprego nos países periféricos da Zona do Euro, em especial a Espanha, com 21,9%, Irlanda, 14,8%, Grécia 14% e Portugal, 11,6%. Vale destacar também as altas taxas de desemprego na França, 9,9%, Estados Unidos, 9,3%, Itália, 8,7%, Reino Unido, 7,9% e Alemanha, 7,1%.

GRÁFICO 5 - TAXAS DE DESEMPREGO - PAÍSES SELECIONADOS (ABRIL DE 2011)



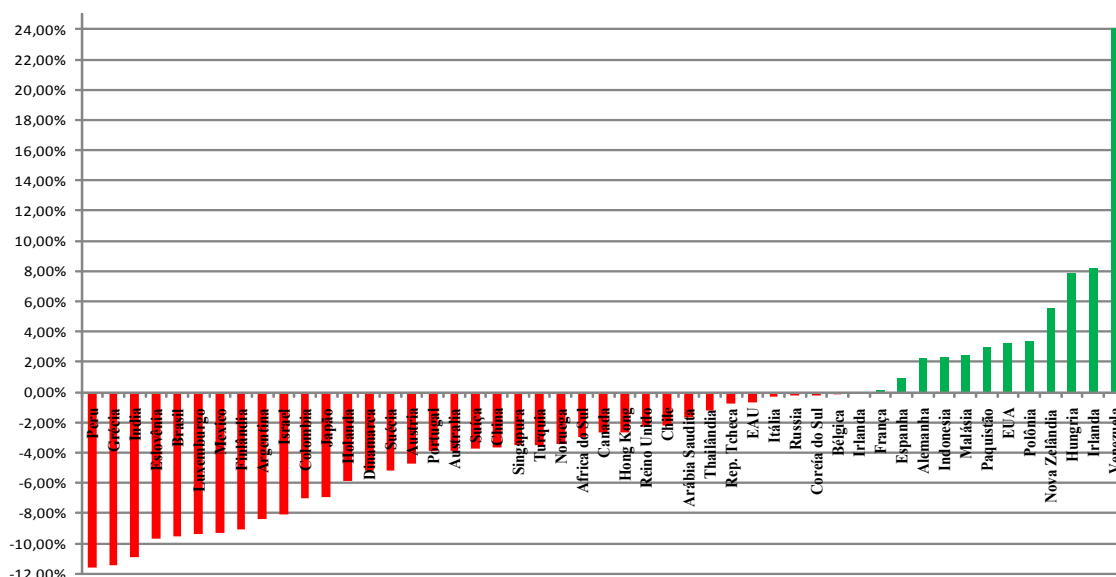
FONTE: Trading Economics e World Economic Outlook (WEO).





mentos das taxas de juros verificaram-se desempenhos negativos nas bolsas de valores da Índia (-11%), Brasil (-9,8%), México (-9%), Argentina (-8,5%) e Israel (-8%). Os destaques positivos ocorreram na Venezuela, Irlanda, Hungria, Nova Zelândia, Estados Unidos e Polônia. Dessas economias com rentabilidades positivas nos seus principais índices de bolsas, não existem explicações macroeconômicas plausíveis para os movimentos positivos, exceção à Irlanda que está muito comprometida no ajuste fiscal e a Venezuela pelo aumento do barril de petróleo.

GRÁFICO 7 - O COMPORTAMENTO DA RENTABILIDADE DAS BOLSAS DE VALORES - PAÍSES SELECIONADOS (JAN/JUN DE 2011).



FONTE: Trading Economics.

## 8 OPINIÃO SOBRE A NOTA DE CRÉDITO POSITIVA CONCEDIDA PELA FITCH AO BRASIL E A REVISÃO DA NOTA DE CRÉDITO DOS EUA PELA STANDARD & POORS

No primeiro semestre de 2011, a agência de classificação de risco Fitch elevou a nota de crédito concedida ao Brasil. Também, a Standard & Poors colocou com probabilidade de “perspectiva negativa” a nota de crédito da economia americana. A Grécia teve nota de crédito rebaixada para grau especulativo, em torno da linha CCC-. São vários motivos macroeconômicos que permitem avaliar o risco “*rating-nota* de crédito” de uma maneira que poucos aqui no Brasil observam.

Dado que a nota de crédito é um mero comparativo entre a economia americana, que diz ser a que tem o menor risco, e as demais economias, faço há algum tempo questionamentos aliados as macroeconomias, entre eles: será que a melhora da nota de crédito ao Brasil está ocorrendo porque a economia americana está mais fragilizada ou porque a economia brasileira



está mais robusta, ou combinação de ambos?

Buscando dados da economia americana pós-queda do Lehman (set/2008) *versus* dados macroeconômicos da economia brasileira (além da Índia, China, Rússia e agora África do Sul) é fácil entender porque os BRICs estão com suas notas de crédito melhoradas. O foco principal da discussão é a economia americana que teve suas variáveis macroeconômicas com desempenho pífio nos últimos anos. A pior delas é o resultado técnico do desemprego, que quase dobrou em 2 anos (saiu de próximo a 5% para quase 10% - ver Seção 5 - Taxas de desemprego nas diversas economias).

A dívida pública americana não comporta os pagamentos de médio para longo prazo porque o numerador dívida pública cresce mais do que a taxa de crescimento do denominador, produto. Ou seja, a relação dívida pública/PIB está explosiva estatisticamente. Não cointegram no médio para longo prazo (2013 por exemplo seria um ano sério quando falamos em cointegração). Ben Bernanke, sábio economista que estudou profundamente o crédito, bolhas e crises financeiras dos mais diversos tipos (de liquidez, de confiança, de crédito, de assimetria, de *moral hazard* entre outros) simplesmente fez a lição de casa quando falamos em conduta de política monetária de curto prazo: praticamente zerou a taxa de juros de curto prazo que já está se tornando longa demais e ainda sem prazo para voltar a subir.

Estamos há mais de dois anos com a economia americana pagando o bônus de curto prazo ao investidor como se fosse igual a moeda física, ou seja, quem está emprestando moeda ao governo americano está recebendo papel praticamente com a mesma liquidez e com o mesmo risco econômico, recebendo praticamente nada por isso. Por exemplo, você empresta dinheiro para mim? Pago daqui a um ano novamente, certo, a 0,16% a.a.? Sem problemas? O problema é de armadilha da liquidez (caso clássico de Keynes). O problema desta vez, diferente da década de 30, é que temos milhares de outros papéis no mercado mundial que poderão se tornar mais competitivos nas carteiras de investimento em relação ao título do tesouro americano. O problema é que o certo dos títulos americanos não estão mais tão certos quanto há anos atrás, porque temos a China como sendo outra força importante que pode continuar a detonar a moeda americana e conseqüentemente seus títulos públicos. Temos os problemas da saúde do povo americano. Temos os Estados Unidos pressionado pelos problemas no Oriente Médio e norte da África. Temos uma política americana que pretende depreciar sua moeda para competir um pouco mais com a China no comércio internacional. Temos os japoneses, arrasados em parte pelo terremoto/*tsunami* podendo repatriar nos próximos meses parte significativa de poupanças externas (isto é um problema para os Estados Unidos). Os Estados Unidos contaminaram o mundo com a mega injeção de dólares na economia para salvar momentaneamente

o colapso de 2008. Eles, os EUA, neste instante assombram o mundo porque existe, pela primeira vez na história dos últimos 20 anos, um problema inflacionário em massa dos países que receberam esses dólares extras injetados na economia que se diz ser ainda a maior economia do mundo. A falta de dinamismo da economia americana fez com que uma massa de dólares “jorrasse como um chafariz” em economias como o Brasil, pelos ganhos de arbitragem das taxas de juros entre países.

O que os Estados Unidos fizeram, num contexto de política monetária, foi correto para eles no curto prazo (que já passou - lá se foram 2,5 anos pós-setembro de 2008), porém foi e será um crime para o mundo e para eles próprios nos próximos anos. A teoria monetária, por qualquer que seja sua vertente, diz que existe uma relação de médio prazo de um para um na correlação entre a impressão de moeda e inflação. Com isso a moeda americana se deprecia a taxas crescentes nos últimos meses e, porque não dizer, nos últimos anos.

O que temos agora é uma economia americana a beira de mais um colapso. Temos pela primeira vez na história econômica a sugestão de países, agora emergentes, de conseguir uma plena conversibilidade entre suas moedas. Cogita-se termos uma moeda paralela ao dólar e também ao euro, que poderia reduzir a importância do dólar no cenário internacional. A economia americana ainda oferece dados macroeconômicos muito frágeis e pífios pelo tamanho da economia que apresenta. Eles inclusive poderão sofrer como o Brasil na década de 80: o voo da galinha ou alternativamente um roedor que faz seu próprio buraco. Podem fazer diversos planos econômicos sem resultados técnicos alcançados.

É certo que o Brasil recebeu uma melhor nota de crédito pelos seus fundamentos do passado recente, mas neste instante sofre da incômoda doença inflacionária, sofre com a ilusão monetária do consumidor que saiu da linha da pobreza e foi para a classe média consumir e não poupar.

Nossa taxa de poupança permanece praticamente a mesma nos últimos anos. Nossa taxa de crescimento do PIB, relativamente boa ano passado, este ano pode não passar de 4% a.a. Temos um problema grave de indexação dos títulos públicos à inflação e das LFT's. As reservas cambiais cresceram nominalmente, mas quando comparamos as reservas divididas pelo PIB, observamos que a taxa, em %, praticamente permanece estável e com leve alta em relação aos últimos 5 anos (algo em torno de 14,2%).

Agora, sinceramente, a melhor condição da nota de crédito dada ao Brasil, é mais pela deterioração da economia americana e não porque nossa economia nos últimos 6 meses melhorou. Aliás, as medidas macroprudenciais, no geral, estão longe de terem alcançado o objetivo principal de conter a inflação. Inclusive, o remédio SELIC subiu para 12,25% a.a. na

última reunião do COPOM e está com sua curva longa com perspectiva de subir mais do que o esperado há um ou dois meses atrás. E também pode-se dizer que se a inflação não for contida pela alta da SELIC em paralelo a queda do dólar, imagino que um novo aumento do depósito compulsório será inevitável. Agora com estas perspectivas, será que o Brasil está bem para receber a nota de crédito?

## 9 CONCLUSÕES

Diante das exposições supracitadas emergem algumas indicações: (i) o dólar se depreciou por mais um semestre, perante a maioria das moedas (inclusive o real) e parece que existe um movimento de política monetária entre o Brasil e Estados Unidos que leva a crer que o dólar continuará o movimento de depreciação perante o real, apesar das medidas de controle de capitais implementadas pelo governo brasileiro; (ii) as taxas de desemprego nos países europeus periféricos estão muito altas e com perspectivas nada animadoras; (iii) no geral, os países que adotam o regime de Metas de Inflação estão no ciclo de elevação das suas taxas de juros e permanecem, para o segundo semestre, com essas mesmas perspectivas porque a inflação está, no geral, acima da meta e em vários países acima da banda superior e do limite de tolerância; (iv) no geral, os países cortaram seus orçamentos (o Brasil vai contra esta tendência) para buscar o realinhamento macroeconômico, mas muitas deles, principalmente as economias periféricas da Europa, Estados Unidos e Japão, precisariam encontrar uma receita macroeconômica para emplacar medidas ainda mais amplas de austeridade fiscal, aliada a um comportamento crível da população; (v) no geral, os ativos contidos nas bolsas de valores perderam valor e fecharam os primeiros meses com taxa de crescimento negativa. As perspectivas para o segundo semestre não apontam, por enquanto, grandes evoluções positivas de rentabilidades. Pelo contrário, o risco das economias e das bolsas podem aumentar pelas maiores chances de ocorrer alguma crise de dívida europeia; (vi) as taxas de juros nominais do Brasil, por mais um período, apresentam-se entre as taxas de juros mais altas do mundo e não apresentarão, no segundo semestre, perspectivas de reversão do atual ciclo de alta anunciados continuamente pelo Banco Central, desde o segundo semestre de 2011.

## REFERÊNCIAS

TOMBINI, A. Apresentação do presidente do Banco Central Alexandre Tombini em reunião do Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/Alexandre\\_Tombini\\_CDES\\_26-4-11.pdf](http://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/Alexandre_Tombini_CDES_26-4-11.pdf)>.

TOMBINI, A. Apresentação do presidente do Banco Central Alexandre Tombini na Comissão

de Assuntos Econômicos do Senado Federal. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/Alexandre\\_Tombini\\_Apresentacao\\_CAE\\_22-03-2011.pdf](http://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/Alexandre_Tombini_Apresentacao_CAE_22-03-2011.pdf)>.

IMF. World economic outlook (WEO). Tensions from the two-speed recovery: Unemployment, commodities, and capital flows. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/index.htm>>.

IMF. Fiscal monitor shifting gears: tackling challenges on the road to fiscal adjustment. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2011/01/fmindex.htm>>.

TRADING economics. Disponível em: <<http://www.tradingeconomics.com/>>.