

NO MEIO DO CAMINHO TINHAM OS EMERGENTES

A grande decepção da economia mundial em 2015 ficou por conta dos emergentes, enquanto os países desenvolvidos corresponderam à expectativa de aceleração moderada do crescimento. A desaceleração já era esperada na China, mas duas importantes nações emergentes afundaram em recessões profundas: Rússia e Brasil. No que tange o segundo grupo, a iminência do aumento dos juros nos Estados Unidos representa um sinal de sua robustez, diante da retomada que continuou ao longo do ano, enquanto a Zona do Euro foi beneficiada por um conjunto de diferentes estímulos. Em 2016, as nações emergentes não devem avançar a taxas mais rápidas, levando a uma estabilidade no ritmo de crescimento mundial.

A estimativa do Fundo Monetário Internacional (FMI) para a taxa de crescimento econômico do mundo em 2015 (3,1%), caso venha a se confirmar, será a mais baixa desde 2009, quando houve estabilidade em relação a 2008. Trata-se de um ritmo bem abaixo da média registrada no pré-crise, entre 1997 e 2006 (4,0% a.a.).

Os países desenvolvidos, por um lado, desempenharam dentro do esperado ao longo do ano. No caso dos Estados Unidos, a expectativa de avanço superior a 3,0% do PIB feita no ano passado não se confirmou por elementos pontuais, ligados ao inverno rigoroso e à greve nos portos da Costa Oeste. Ainda assim, espera-se uma aceleração em comparação com 2014: 2,6% ante 2,4%. O nível de atividade da Zona do Euro, por sua vez, deverá registrar um incremento de 1,5% em comparação com 0,9% de 2014, corroborando com as perspectivas traçadas para o bloco no ano passado. Três fatores foram essenciais para esse aquecimento: o programa de afrouxamento quantitativo conduzido pelo Banco Central Europeu, a desvalorização do Euro em relação a outras moedas e a significativa queda dos preços do petróleo. O Japão deverá registrar um modesto crescimento (+0,5%), favorecido pela pequena base de comparação e pela postergação de um novo aumento de imposto de consumo. Apesar da folga no curto prazo, os desequilíbrios estruturais do país asiático, sobretudo no lado fiscal, continuam a se agravar.

O panorama foi bastante diferente para os países emergentes. Houve uma frustração do crescimento para algumas das principais nações do grupo. A Rússia, depois de ter crescido 0,6% no ano passado, deverá cair 3,8% em 2015 em função do impacto contracionista exercido pela queda da cotação do barril de petróleo e pelas sanções econômicas impostas pelos Estados Unidos e pela União Europeia em função do conflito com a Ucrânia. Já a economia brasileira submergiu em profunda recessão, conforme será visto no próximo capítulo. A desaceleração chinesa, ainda que significativa, já era esperada. No entanto, os questionamentos com relação àquela que foi o motor da economia ao longo dos últimos anos aumentaram sobremaneira. A brusca desaceleração de vários indicadores de atividade gerou forte desvalorização da Bolsa de Xangai em 2015, gerando volatilidade e incerteza sobre os mercados financeiros de todo mundo.

A expectativa do FMI é de que a economia mundial acelere para 3,6% em 2016. Convém lembrar que, desde 2012, as previsões realizadas pelo Fundo com um ano de antecedência têm se mostrado superestimadas. Em média, as projeções ficaram 0,35 pontos percentuais acima do crescimento efetivo. Não faltam razões para que esse fenômeno aconteça mais uma vez em 2016, pois existe um horizonte nebuloso que envolve principalmente as nações emergentes, caracterizadas por apresentar maior volatilidade e incerteza.

Estados Unidos

Em outubro de 2014, o Fundo Monetário Internacional (FMI) previa um crescimento de 3,1% para a maior economia do planeta em 2015. Contudo, a expectativa mais recente da instituição (realizada em outubro passado) aponta para um avanço de 2,6%. Essa diferença pode ser explicada por alguns motivos. Em primeiro lugar, o gráfico abaixo mostra a desaceleração considerável do PIB ao longo dos três primeiros meses do ano em comparação com o último trimestre de 2014, já descontando os efeitos sazonais.

Gráfico 1.1. Crescimento do PIB dos Estados Unidos

(Var. % contra trimestre imediatamente anterior – com ajuste sazonal – taxa anualizada)



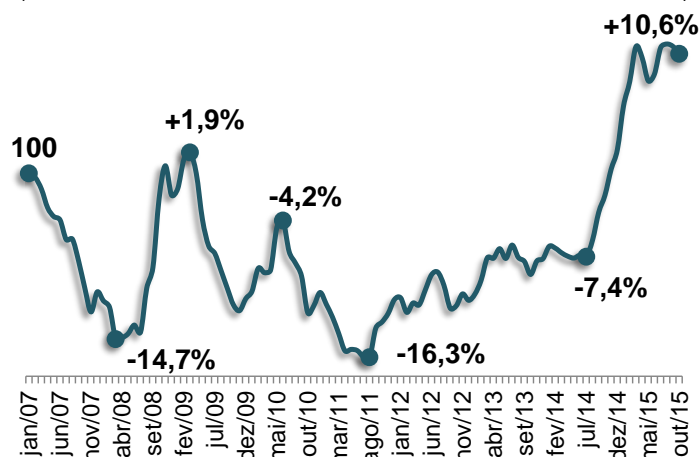
Fonte: Bureau of Economic Analysis. Elaboração: FIERGS/UEE.

Além do efeito contracionista sobre o nível de atividade causado pelo rigoroso inverno, a renda também encolheu entre janeiro e março em função do fechamento dos portos na Costa Oeste do País. Isso foi causado pela greve dos estivadores diante do imbróglio envolvendo disputas trabalhistas com a Associação Marítima Pacífica, que representa os empregadores. Todavia, a forte contribuição negativa do setor externo para o crescimento no período (-1,92 ponto percentual) não pode ser atribuída somente a esse fenômeno.

A influência contracionista das exportações líquidas sobre o PIB decorre da moeda americana, que continuou se valorizando em relação às demais em 2015. Convém lembrar que uma apreciação incentiva às importações (dado o maior poder de compra) e desestimula as exportações, pois diminui a rentabilidade das operações com o resto do mundo. Esse efeito pode ser quantificado através do *Dollar Index*, que mede o valor do Dólar ante uma cesta de importantes moedas internacionais (como o Euro, o Dólar Canadense, o Iene, a Libra Esterlina, o Franco Suíço e a Coroa Sueca). O crescimento foi de 16,8% no acumulado do ano até outubro. Mesmo com a normalização das operações dos portos na Costa Oeste no segundo trimestre, a contribuição do comércio exterior cresceu apenas 0,18 p.p. entre abril e junho e apresentou nova queda no terceiro trimestre (-0,22 p.p.).

Gráfico 1.2. Dollar Index

(Índice de base fixa mensal Jan/2007 = 100 - dessazonalizado)

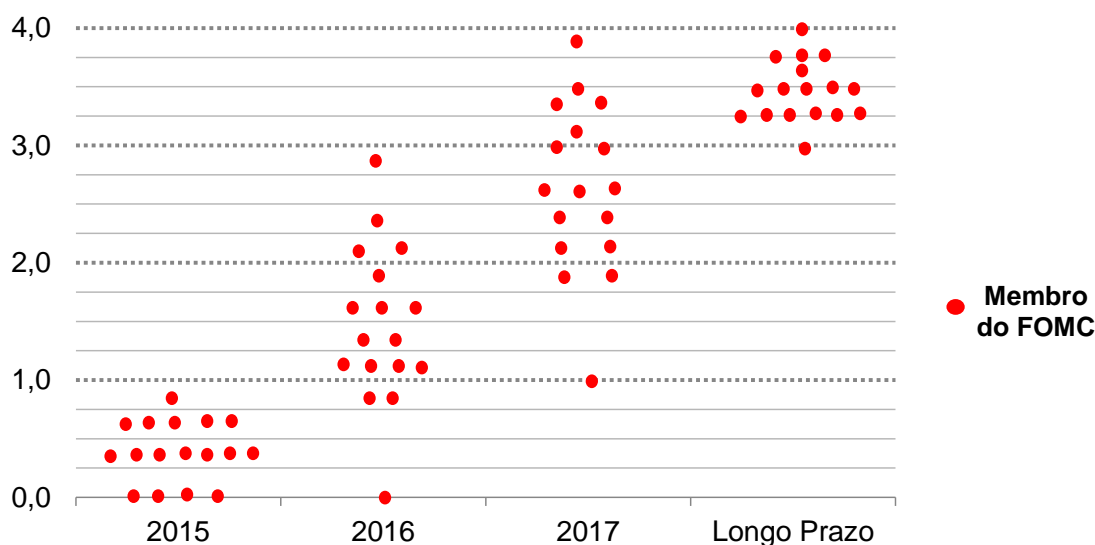


Fonte: Federal Reserve. Elaboração: FIERGS/UEE.

A possibilidade de aumento da taxa de juros de curto prazo nos Estados Unidos foi o principal elemento norteador do fortalecimento do Dólar e dos debates envolvendo a economia americana ao longo do ano. Diante da sustentação de um bom nível de crescimento econômico e da melhoria nas condições no mercado de trabalho, sobretudo no segundo trimestre, especulou-se que as *fed funds* sofreriam seu primeiro incremento desde dezembro de 2008. No entanto, o período entre julho e setembro ficou marcado por indicadores econômicos mais fracos que o desejado, postergando assim a decisão. A última ata da reunião do FOMC, realizada em outubro, abre as portas para uma elevação dos juros no próximo encontro, a ser realizado nos dias 15 e 16 de dezembro. Para a grande maioria dos membros do Comitê com poder de voto (13 dos 16), a condução adequada da política monetária envolve uma taxa maior em relação ao atual patamar, situado entre 0 e 0,25% a.a.. Essa visão também é corroborada pelo mercado. A probabilidade implícita de aumento dos juros pode ser medida nos contratos de juros futuros negociados no mercado. Os dados da *CME Group FedWatch* dão conta de que a expectativa atual é de 78% para uma alta nas *fed funds*. Ocorrendo ou não em dezembro, essa subida deve, no mais tardar, ser postergada para o início de 2016. A principal questão que vai nortear os debates ao longo do ano que vem será o ritmo do aperto monetário adotado pelo FOMC.

Gráfico 1.3. Nível de juros considerado adequado pelos membros do FOMC

(Em % no fim do ano)



Fonte: *Federal Reserve*. Elaboração: FIERGS/UEE.

Pelo lado do mercado de trabalho, as notícias foram positivas. O último dado aponta para uma taxa de desemprego de 5,0% da força de trabalho em outubro – queda de 0,7 ponto percentual em relação ao mesmo mês de 2014. Segundo cálculos do *Federal Reserve*, esse nível está dentro do intervalo estimado para a “taxa natural”, entre 5,0% e 5,25%. Isso significa que o patamar de desocupação não provoca mais pressões deflacionárias sobre o nível de preços, algo que vinha ocorrendo desde o início da crise de 2008.

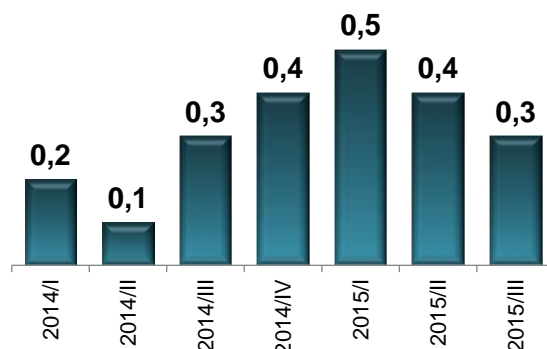
A inflação permaneceu substancialmente abaixo da meta estipulada. O Índice de Preços ao Consumidor (CPI) avançou somente 1,5% no acumulado entre janeiro e outubro, enquanto a variação no mesmo período de 2014 foi de 1,8%. Dois elementos foram apontados pelo FOMC como causas desse fenômeno: a queda dos preços da energia e das importações de produtos não relacionados à energia. Uma parte desse impacto fica evidente quando se exclui do cálculo do CPI dois importantes grupos, caracterizados por uma maior volatilidade nas suas cotações: alimentos e energia. Nessa métrica, o índice alcançou 2,1% entre janeiro e outubro (contra 2,0% na mesma métrica em 2014). Além disso, como as expectativas de inflação para os próximos 5 anos ficaram abaixo de 2,0% a partir de julho, o FED tem sistematicamente postergado a decisão de aumentar os juros, mantendo assim o estímulo monetário.

Os sinais advindos de outros importantes indicadores de atividade dos Estados Unidos foram mistos. O setor imobiliário americano continuou sua recuperação em 2015, a partir do aumento de 11,9% no número de novas construções privadas entre janeiro e setembro ante mesmo período de 2014, o que significa uma aceleração diante dos 9,1% registrados em 2014. As vendas do comércio (excluindo serviços de alimentos) desaceleraram de 3,5% para 1,4%. A produção industrial seguiu essa mesma tendência, moderando seu avanço de 3,5% para 1,9% nessa base de comparação.

Zona do Euro

Entre janeiro e setembro, a Zona do Euro registrou a maior taxa de crescimento do PIB (+1,5%) desde 2011 (+2,1%). Os destaques ficaram por conta da retomada mais sólida da Espanha (+3,1%) e do início da recuperação da Itália (+0,5%). De uma maneira geral, o ritmo da atividade econômica permanece moderado, principalmente quando comparado ao período pré-crise financeira internacional de 2008: 2,3% de taxa média entre 1997 e 2006.

Gráfico 1.4. Crescimento do PIB da Zona do Euro
(Var. % contra trimestre imediatamente anterior – com ajuste sazonal)

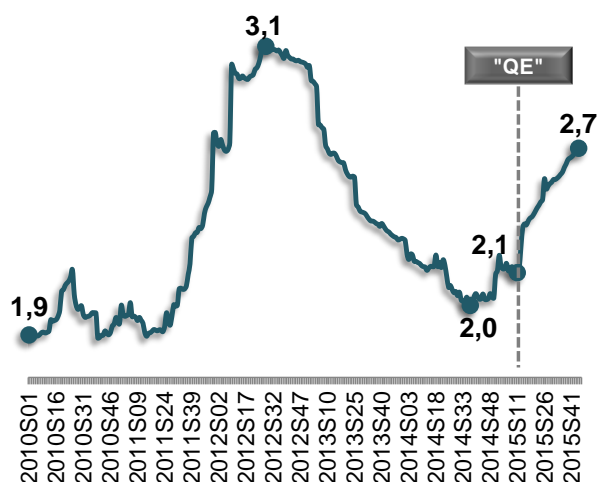


Fonte: Eurostat. Elaboração: FIERGS/UEE.

A leve melhora na atividade econômica ao longo de 2015 pode ser explicada por três grandes razões. Em primeiro lugar, depois de grande relutância, o BCE lançou mão de um programa de afrouxamento quantitativo, em moldes semelhantes ao que foi feito nos Estados Unidos. A autoridade monetária se comprometeu a realizar compras de ativos no valor de €60 bilhões mensais de fevereiro de 2015 até, pelo menos, setembro de 2016, a partir da injeção de moeda no mercado. Entre os papéis selecionados estão os chamados *covered bonds* (utilizados para garantir recursos ao crédito de imóveis) e as *asset-backed securities*, ou títulos mobiliários lastreados em ativos. O objetivo do programa é tornar os financiamentos mais baratos, tanto para empresas quanto para os consumidores. Além de estimular a economia, outro intuito é de recolocar a inflação próxima à meta de 2% a.a. no médio prazo. Com isso, o Balanço do BCE deverá superar o seu patamar mais alto, registrado em 2012, quando alcançou 3,1 trilhões de euros.

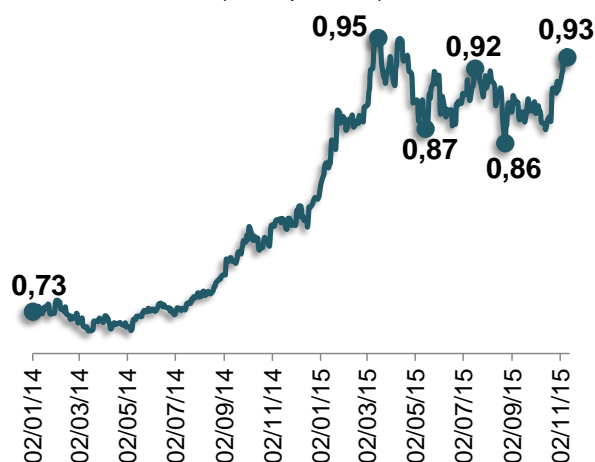
A segunda razão é, na realidade, uma consequência da primeira. Em função da significativa enxurrada de Euros no mercado, a moeda do bloco perdeu grande parte do seu valor em relação ao Dólar. Esse movimento começou antes mesmo do anúncio do QE, quando os agentes começaram a precificar as mudanças na política monetária que estavam por vir. Entre 30 de outubro de 2015 em relação ao mesmo dia em 2014, a cotação desvalorizou 14,2%. Tal fato serviu para alavancar o segmento exportador e frear as importações.

Gráfico 1.5. Ativos do BCE
(Em € trilhões)



Fonte: Banco Central Europeu. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 1.6. Taxa de câmbio Euros por Dólares
(Em € por US\$)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: FIERGS/UEE.

O último fator que contribuiu para estimular a renda foi queda do preço do barril de petróleo. Como o bloco é importador líquido da *commodity*, ou seja, compra mais do que vende ao exterior, o efeito é benéfico para a atividade produtiva e para os consumidores, diante da economia de recursos escassos. Entretanto, isso também gerou um efeito colateral sobre a inflação, que manteve-se ainda bem abaixo da meta estabelecida pelo Banco Central Europeu (BCE) de 2% a.a.. Entre janeiro e outubro, o Índice de Preços ao Consumidor registrou estabilidade em relação ao mesmo período de 2014, o que significa uma piora em comparação com o ano passado (+0,5%).

A economia da Grécia, mais uma vez, foi alvo da atenção de analistas, investidores e governos de várias partes do mundo. O motivo residiu nas desavenças entre o País e seus credores sobre os termos envolvendo a liberação de mais uma parcela do programa de resgate ao País, totalizando € 7,2 bilhões. O prazo final para o acordo foi no dia 30 de junho, quando € 1,6 bilhão deveriam ter sido pagos à *troika* – grupo formado por FMI, União Europeia e Banco Central Europeu – para a liberação dos recursos necessários para que a Grécia honrasse seus compromissos.

Vale destacar que, até o ano passado, o partido que estava no governo não exercia oposição em relação às medidas de austeridade pactuadas junto à *troika*. No entanto, as eleições de janeiro determinaram que o partido *Syriza* (de extrema-esquerda) tivesse maioria no Parlamento, defendendo uma plataforma completamente distinta da anterior: abrandamento dos cortes nos gastos e aumento de impostos. Tal fato provocou uma verdadeira corrida aos bancos e levantou dúvidas sobre a continuidade do País no bloco que utiliza o Euro como moeda, conforme o gráfico abaixo. O impasse entre os credores e o governo surgiu em torno da intensidade das reformas e das políticas contracionistas requeridas para sanear as finanças públicas, incluindo as pensões dos aposentados, as alíquotas de impostos sobre as vendas, o salário mínimo e o estabelecimento de um compromisso para o superávit primário e para o endividamento. Sem chegar a um acordo, a Grécia declarou moratória, sendo o primeiro país desenvolvido a registrar um calote no pagamento da sua dívida.

Gráfico 1.7. Depósitos nos bancos da Grécia

(Em € bilhões – valores correntes)



Fonte: Banco Central da Grécia. Elaboração: FIERGS/UEE.

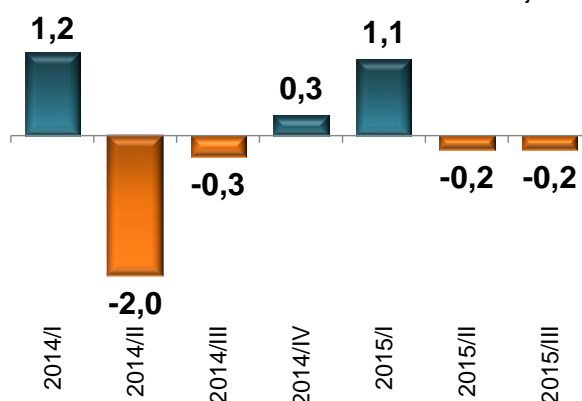
Em julho, o governo grego organizou um referendo para saber se a população estava de acordo com as medidas defendidas pela *troika*, que foram rejeitadas por 61% dos votantes. Dias depois, no entanto, o governo enviou ao Parlamento uma série de medidas que eram tão ou mais duras que as propostas que já estavam sendo discutidas. Com a saída de alguns ministros e sem o apoio de parte do Syriza, o primeiro-ministro, Alexis Tsipras, renunciou ao cargo em agosto e novas eleições foram convocadas. Em setembro, o *Syriza* conquistou novamente a maioria das cadeiras, mas em número insuficiente para garantir a maioria absoluta. Diante disso, o País seguirá sendo o principal foco de incerteza para a Zona do Euro em 2016.

Japão

A economia japonesa segue sem esboçar reação. Nem mesmo a base de comparação favorável de 2014 (-0,1%) foi suficiente para ajudar o resultado de 2015. Ao longo do ano, o Japão novamente entrou em recessão técnica, uma vez que houve duas taxas consecutivas de crescimento negativo (no segundo e terceiro trimestres).

Gráfico 1.8. Crescimento do PIB do Japão

(Var. % contra trimestre imediatamente anterior – com ajuste sazonal)



Fonte: BoJ. Elaboração: FIERGS/UEE.

Na decomposição do PIB pela ótica da demanda, um de seus grandes vilões foi o gasto das famílias: no acumulado dos três trimestres, essa variável caiu 1,0%, enquanto atividade aumentou 0,3%. A explicação para esse fenômeno passa pelos efeitos colaterais gerados pelo conjunto de políticas adotado para estimular o crescimento do país, conhecido por *Abenomics*. Em primeiro lugar, o poder de compra dos salários diminuiu em função do aumento dos preços dos alimentos, fruto da forte expansão monetária. Além disso, o conseqüente enfraquecimento do lene tornou as importações mais caras. Vale destacar também que não houve impulso advindo do setor externo, uma vez que o setor exportador tem sido prejudicado com a fraqueza da demanda externa mundial, sobretudo da China, o segundo principal parceiro comercial japonês.

Inicialmente, houve grande euforia no que diz respeito ao tamanho da expansão monetária prometida pelo governo (entre ¥70 e ¥80 trilhões em 2013, ¥80 trilhões em 2014 e valor semelhante esperado em 2015). Todavia, o efeito foi apenas temporário, em função da ausência de reformas estruturais e de cortes de gastos, essenciais para reduzir o nível de endividamento, que é o mais alto do mundo (a dívida como proporção do PIB deve encerrar 2015 em 245,9%). Um novo aumento do imposto sobre o consumo (a partir da elevação da alíquota de 8% para 10%) estava programado para ocorrer em 2015. O governo, entretanto, decidiu postergá-lo para 2017, devido ao crescimento mais lento do que o esperado. Conseqüentemente, o lado fiscal do País tende a ser ainda mais pressionado.

Em função dessas dificuldades, as principais agências de risco internacionais pioraram a avaliação da capacidade do Japão em honrar seus compromissos. A Moody's foi a primeira a rebaixar a nota da dívida soberana para Aa3 para A1 em dezembro de 2014. Já em abril de 2015, foi a vez da Fitch (de A+ para A). O último corte veio da Standard & Poor's, de AA- para A+ (quatro notas abaixo da máxima, AAA), com perspectiva estável. Foi primeira vez desde janeiro de 2011 que o País sofreu uma piora na sua avaliação das condições de crédito vindos da S&P's.

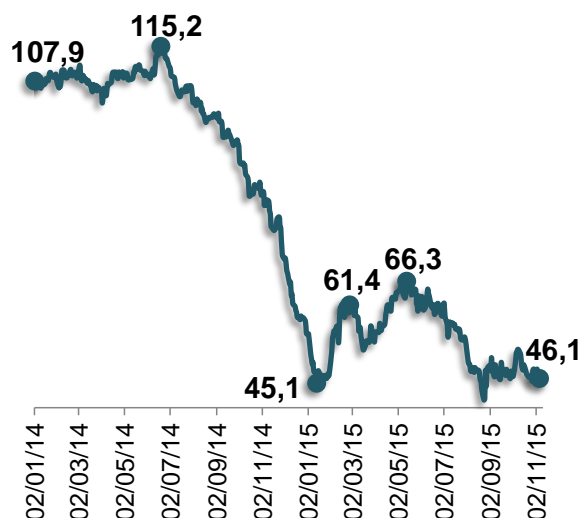
O dilema de política econômica enfrentado pelo Japão é muito sério. Por um lado, existe uma promessa de equilibrar o orçamento público até 2020-2021. Vale lembrar que o déficit primário foi de 6,7% do PIB em 2014, enquanto o nominal alcançou 7,3%. Por outro, há cada vez mais pressão política para aumentar os gastos, a fim de estimular mais a economia. Isso, por sua vez, serviria para deteriorar ainda mais a avaliação por parte das agências de *rating*, que já ameaçam o País com novos rebaixamentos.

A decepção com os emergentes

A Rússia deverá encolher 3,8% em 2015, de acordo com o FMI. São duas as causas principais dessa forte recessão. Em primeiro lugar, a economia do País é fortemente dependente do petróleo, e os preços dos principais barris negociados no mundo diminuíram consideravelmente ao longo dos últimos meses. A cotação do tipo Brent passou de US\$ 94,6 dólares em outubro de 2014 para US\$ 48,8 no mesmo dia de 2015, o que significa uma queda de 48,4%. Esse movimento ocorreu tanto por fatores de oferta, quanto de demanda. Em relação ao primeiro, destaca-se o aumento da oferta proveniente dos Estados Unidos, em decorrência da exploração das reservas de xisto. Mesmo assim, a OPEP decidiu não alterar a produção, numa decisão estratégica para inviabilizar a extração dos produtores menos eficientes, aumentando as possibilidades de gerar reserva de mercado no futuro. Pelo lado da demanda, existe uma expectativa de menor crescimento mundial ao longo dos próximos anos, sobretudo da China. Outro país bastante impactado por esse ajustamento nos preços foi a Nigéria, cuja economia deverá desacelerar de 6,3% em 2014 para 4,0% em 2015.

Gráfico 1.9. Cotação internacional do barril de petróleo tipo *Brent*

(Em US\$)



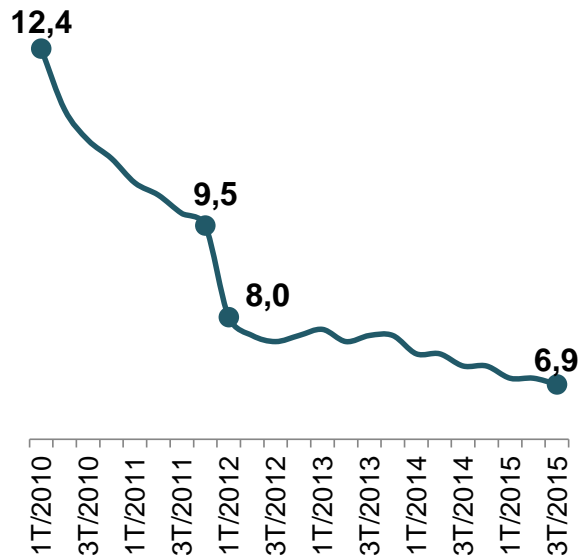
Fonte: EIA. Elaboração: FIERGS/UEE.

A outra razão para a recessão da Rússia diz respeito às sanções econômicas postas em marcha pelos Estados Unidos e pela União Europeia, como resultado das disputas políticas envolvendo a Ucrânia. Em princípio, as medidas durariam até julho desse ano (quando completariam um ano). No entanto, foram postergadas formalmente pela União Europeia até janeiro de 2016. Os setores atingidos são, principalmente, o de petróleo, o de materiais de uso militar e civil e os bancos. A menor entrada de dólares advindos das exportações e o recrudescimento das incertezas políticas e econômicas já haviam causado, ainda em 2014, uma disparada do Rublo. Além disso, o conflito político tem provocado grande prejuízo econômico para a economia da Ucrânia, que deverá registrar contração de 9,0%.

China

A atividade econômica na China seguiu desacelerando ao longo de 2015, em linha com a redução da meta de crescimento estabelecida pelo governo chinês para o ano (de 7,5% em 2014 para 7,0% em 2015). Caso venha a se confirmar, o PIB deverá crescer em seu ritmo mais lento dos últimos 25 anos. Convém lembrar que esse é um processo salutar, através da correção dos excessos cometidos ao longo dos últimos anos (sobretudo em termos de forte aumento do crédito) e de um rebalanceamento da estrutura econômica, voltando-se mais para o consumo interno e menos para os investimentos e o mercado externo.

Gráfico 1.10. Crescimento do PIB da China
(Var. % em relação ao mesmo trimestre do ano anterior)



Fonte: National Bureau of China. Elaboração: FIERGS/UEE.

A despeito do “pouso suave” indicado pelo valor do conjunto de bens e serviços finais produzidos pela economia, outros indicadores de conjuntura apontaram para uma perda de dinamismo mais significativa, gerando dúvidas sobre a consistência dos dados divulgados pelo governo. O Índice de Preços ao Produtor, por exemplo, registrou diminuição de 5,0% no acumulado do ano até setembro. São 43 meses ininterruptos de queda na comparação interanual. A produção industrial desacelerou de 7,7% nos três primeiros trimestres de 2014 para 6,1% em 2015, enquanto a construção sofreu um tombo, ao registrar expansão de apenas 2,0% em 2015 ante 12,4% em 2014. O comércio exterior, um dos mais importantes vetores de crescimento da economia ao longo dos últimos anos, registrou números negativos em 2015. Todavia, como as exportações (-1,9%) caíram a uma taxa mais branda que as importações (-15,3%), a contribuição do setor externo para o crescimento ainda se mantém relevante.

Em função do desaquecimento da economia, o governo lançou mão de políticas monetárias expansionistas, visando estimular a demanda. A taxa dos depósitos junto ao Banco Central da China (redesconto) caiu de 1,875% para 1,75% em setembro, patamar mais baixo desde março de 2011. A taxa básica de juros diminuiu de 5,6% ao ano para os empréstimos de seis meses em outubro de 2014 para 4,35% no final de outubro de 2015. Além disso, o percentual dos depósitos compulsórios junto à autoridade monetária também foi reduzido nessa base de comparação: de 20% para 17,5%. O objetivo dessas medidas é baratear o crédito e estimular os financiamentos para o consumo, investimentos e produção.

Dois fatos notáveis marcaram a economia chinesa em 2015. O primeiro deles foi a maior flexibilização diária dos limites de variação do Yuan desde o fim do regime de câmbio completamente fixo, em 2005. Convém lembrar que a taxa de câmbio é determinada pelo Banco Central e pode variar 2% em torno de uma referência. Em um único dia, mais especificamente em 11 de agosto, esse *benchmark* foi alterado no sentido de promover uma desvalorização de 1,9%. O objetivo dessa medida também é de ajudar a economia, uma vez que a depreciação da moeda auxilia os exportadores.

Ademais, os mercados financeiros apresentaram grande volatilidade ao longo de 2015. Desde fevereiro até junho, houve uma valorização expressiva da Bolsa de Xangai (aproximadamente 100%). A alta nesse período pode ser justificada pela expectativa que os

investidores possuíam de que o governo utilizasse medidas para sustentar o crescimento econômico. No entanto, a sistemática fraqueza dos dados conjunturais causou pânico, e a Bolsa acabou retornando para níveis próximos daqueles registrados no início do ano. Como o movimento foi abrupto, o governo chinês adotou uma série de medidas de contingência, visando contornar esse problema. As alternativas encontradas foram: (i) permissão para que fundos de pensão controlados por governos regionais invistam em ações; (ii) proibição de venda dos acionistas que controlam 5% ou mais do capital das empresas por um período de 6 meses; (iii) aumento do crédito destinado ao financiamento de investimentos na Bolsa, entre outros.

Gráfico 1.11. Bolsa de Xangai



Fonte: Bolsa de Xangai. Elaboração: FIERGS/UEE.

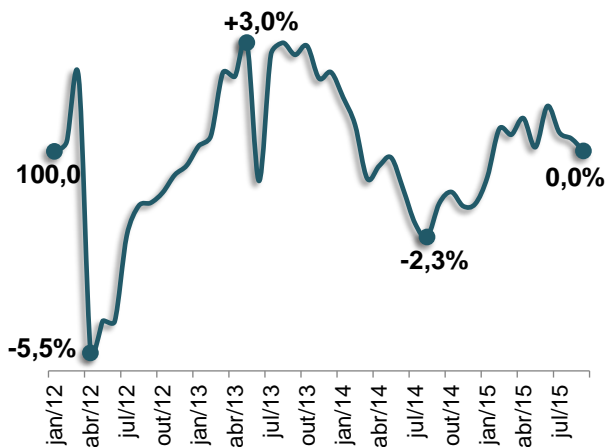
Argentina

A economia da Argentina em 2015 apresentou algumas melhorias na margem, mas permaneceu com graves desequilíbrios macroeconômicos. O nível de atividade, conforme estimativas privadas da consultoria OJF, cresceu 2,0% no acumulado do ano até setembro em relação ao mesmo período de 2014, algo próximo dos dados oficiais do Instituto Nacional de Estatísticas e Censos (INDEC) (incremento de 2,2% no primeiro semestre). No entanto, parte desse avanço se deve à pequena base de comparação, uma vez que, considerando o mesmo período de 2014, o PIB havia caído 3,8%.

Outro fato que explica essa leve retomada da economia foi o notável caráter expansionista da política fiscal. Segundo a AGN, órgão responsável pelo controle das contas públicas no País, o déficit fiscal deverá encerrar o ano em 7% do PIB, praticamente três vezes maior em relação ao verificado no ano passado (-2,69%). Trata-se de um recorde para a série histórica, inclusive superando o ano de 2001, quando o País foi acometido por uma grave crise econômica, política e social. Esse descompasso foi gerado, de acordo com os dados do primeiro semestre, por um forte avanço do gasto (+40,0% em termos nominais na comparação com os seis primeiros meses de 2014) em relação à arrecadação (+25,0% nominal na mesma base de comparação). Convém lembrar que 2015 foi marcado por eleições para a troca do comando maior da Argentina. Habitualmente, as despesas governamentais crescem em anos com essa característica.

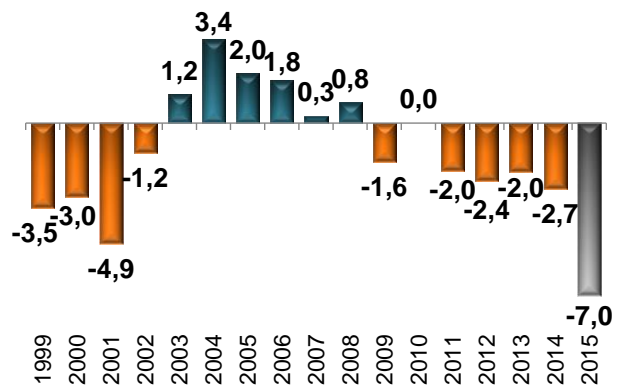
Gráfico 1.12. PIB da Argentina – Estimativas privadas

(Índice de base fixa mensal Jan/2012 = 100 - dessazonalizado)



Fonte: OJF. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 1.13. Déficit fiscal da Argentina
(Em % do PIB)



Fonte: AGN. Elaboração: FIERGS/UEE.

Pela primeira vez na história, a disputa para a Presidência da República foi para o segundo turno. A vitória de Mauricio Macri, ex-prefeito da província de Buenos Aires, deu fim ao *kirchnerismo* depois de 12 anos. Na medida em que o político se fortalecia nas pesquisas de intenção de voto, o principal índice do mercado de capitais do País (MERVAL) se valorizava. Tal fato sinaliza o otimismo dos investidores com relação ao novo governo que tomará posse em dezembro.

Gráfico 1.14. Índice MERVAL de Buenos Aires
(Em pontos)

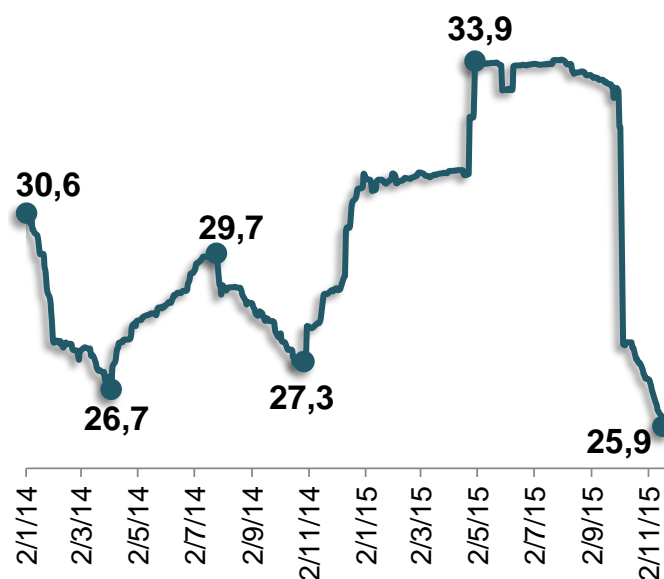


Fonte: Bolsa de Buenos Aires. Elaboração: FIERGS/UEE.

As reservas internacionais da Argentina, por sua vez, alcançaram em novembro o patamar mais baixo desde 2006 (US\$ 25,9 bilhões), a despeito do acordo, feito ainda em julho do passado, com o Banco Central da China para uma troca de moedas locais (*swap*). O pacto autorizou a autoridade monetária da Argentina a demandar Yuans e efetuar o pagamento da operação com pesos argentinos no prazo de um ano, num total equivalente a US\$ 11 bilhões. A perda de dólares ocorrida no dia 5 de outubro está atrelada ao pagamento de US\$ 5,9 bilhões referentes aos vencimentos do Boden 15, título da dívida soberana do País.

Gráfico 1.15. Reservas internacionais da Argentina

(Em US\$ bilhões)



Fonte: Banco Central da Argentina. Elaboração: FIERGS/UEE.

Diante do patamar ainda baixo, o governo continuou com a política de restrição de importações, objetivando controlar a saída de dólares. No acumulado do ano até setembro, as compras no exterior caíram 9,6%. O Brasil foi ainda mais prejudicado que a média, ao embarcar um valor 11,1% menor nessa base de comparação, perdendo assim espaço na pauta do país vizinho.

Perspectivas para 2016

A atividade econômica mundial deverá manter o ritmo de crescimento observado em 2015. Por um lado, os canais existentes para uma retomada dos países emergentes encontram-se obstruídos. A China seguirá desacelerando, em linha com a provável redução da meta de crescimento a ser confirmada oficialmente pelo governo (6,5%). No entanto, há riscos não desprezíveis de turbulências geradas a partir do seu processo de rebalanceamento econômico que podem reverberar em todo mundo, trazendo volatilidade aos mercados financeiros e de câmbio. A expectativa é de que a Rússia devolva apenas uma ínfima parte da queda de 2015, em função dos seus gargalos, enquanto o Brasil deverá registrar nova recessão. A Índia é o único país representativo do bloco que tem condições de acelerar a taxa de crescimento, a partir do aumento dos investimentos propiciado pelo conjunto de reformas econômicas no País e dos baixos preços das *commodities*.

Por outro, os países desenvolvidos devem liderar o processo de crescimento mundial. A continuidade da retomada da economia americana em 2016 dará suporte para que a taxa de juros aumente de maneira parcimoniosa e contínua ao longo do ano que vem. O consumo das famílias deverá ser o principal *driver* da atividade, diante da expectativa de aumentos mais significativos dos salários causados pela normalização das condições do mercado de trabalho. A inflação tende a crescer moderadamente. Isso porque a maior pressão advinda dos salários tende a ser contrabalançada pela manutenção dos preços baixos das *commodities* agrícolas e energéticas ao longo do ano que vem.

A Zona do Euro deve manter o ritmo de crescimento esse ano. Apesar de o *Quantitative Easing* ter data para terminar (setembro de 2016), o BCE deve estender o programa por mais tempo. Há, inclusive, espaço para aumentos dos estímulos, uma vez que a inflação permanece bem abaixo da meta. A desalavancagem dos setores público e privado, bem como a ociosidade do mercado de trabalho são fatores que tendem a ajudar na recuperação do bloco. Por outro lado, a Grécia deve continuar gerando incertezas, diante de possíveis impasses entre os líderes do governo e a *troika*.

No Japão, o aumento da alíquota do imposto sobre consumo (de 8% para 10%) deverá ocorrer somente em abril de 2017. Tal fato gera algum espaço para o País crescer em 2016, algo favorecido também pela pequena base de comparação. Contudo, protela ainda mais a premente reforma do Setor Público para o futuro.

A eleição de Maurício Macri para a Presidência da Argentina pode melhorar o ambiente econômico do País, a partir de uma melhora na confiança do setor privado e dos investimentos domésticos e estrangeiros, ajudando a dar algum fôlego para a economia. Apesar disso, 2016 tende a ser mais um ano complicado para a economia. Em primeiro lugar, destacam-se os efeitos colaterais do aprofundamento do desequilíbrio fiscal, que tendem a afetar negativamente os investimentos produtivos e, conseqüentemente, a capacidade de crescimento no futuro. Outro elemento negativo é a continuidade do quadro recessivo do Brasil. Vale lembrar que ainda somos um dos principais parceiros comerciais da Argentina, e isso tende a impedir uma retomada mais forte através do setor externo. Outro fator negativo para a Argentina é a perspectiva de manutenção dos termos de troca em níveis baixos, devido ao menor crescimento esperado da China. Como existe uma dependência significativa em torno das *commodities*, a desaceleração chinesa ajuda a manter os preços das exportações desse tipo de mercadoria em baixa.

No **cenário superior**, os países desenvolvidos surpreendem positivamente e puxam o crescimento econômico mundial para algo próximo do previsto pelo FMI para o ano que vem (+3,6%). Os Estados Unidos crescem um pouco mais que o previsto, favorecido pela dinâmica interna da sua economia. No caso da Zona do Euro, a ociosidade da economia favorece o incremento do nível de atividade a taxas acima das de longo prazo, algo que é corroborado pelo *Composite Leading Indicador* (CLI), indicador antecedente da OCDE.

No **cenário inferior**, os países emergentes pressionam o crescimento mundial para um patamar levemente abaixo do verificado em 2015, a partir de uma desaceleração mais intensa da China. As turbulências, nesse caso, afetam outras economias menos desenvolvidas por meio de dois canais: financeiro e comercial, trazendo um crescimento menor para essas nações. Existe também uma probabilidade não desprezível de o Brasil registrar uma recessão ainda pior que a de 2015, o que também puxaria para baixo o bloco.

Não há vetores concretos que possam justificar a aceleração da taxa de crescimento econômico do mundo no curto prazo. Ainda que reformas estruturantes fossem adotadas em todas as partes, seus efeitos costumam demorar alguns anos. O melhor cenário envolve a sustentação das taxas vistas ao longo dos últimos anos (ao redor de 3,5%). No entanto, existe uma probabilidade bastante razoável de que, ao longo dos próximos anos, essa taxa comece lentamente a desacelerar, diante das restrições monetárias e fiscais que a grande maioria dos países enfrenta para crescer.

Tabela 1.1. Projeções para o PIB
(Var. % em relação no ano anterior)

	2015*	2016
Economias Avançadas	2,0	2,2
EUA	2,6	2,8
Zona do Euro	1,5	1,6
Alemanha	1,5	1,6
França	1,2	1,5
Itália	0,8	1,3
Espanha	3,1	2,5
Japão	0,6	1,0
Reino Unido	2,5	2,2
Canadá	1,0	1,7
Emergentes e em Desenvolvimento	4,0	4,5
África do Sul	1,4	1,3
Europa emergente	3,0	3,0
Rússia	-3,8	-0,6
China	6,8	6,3
Índia	7,3	7,5
Oriente Médio	2,5	3,9
Brasil*	-3,5	-2,5
México	2,3	2,8
Mundo	3,1	3,6

Fonte: FMI/WEO. *Estimativa Brasil: FIERGS/UEE. Elaboração: FIERGS/UEE.