

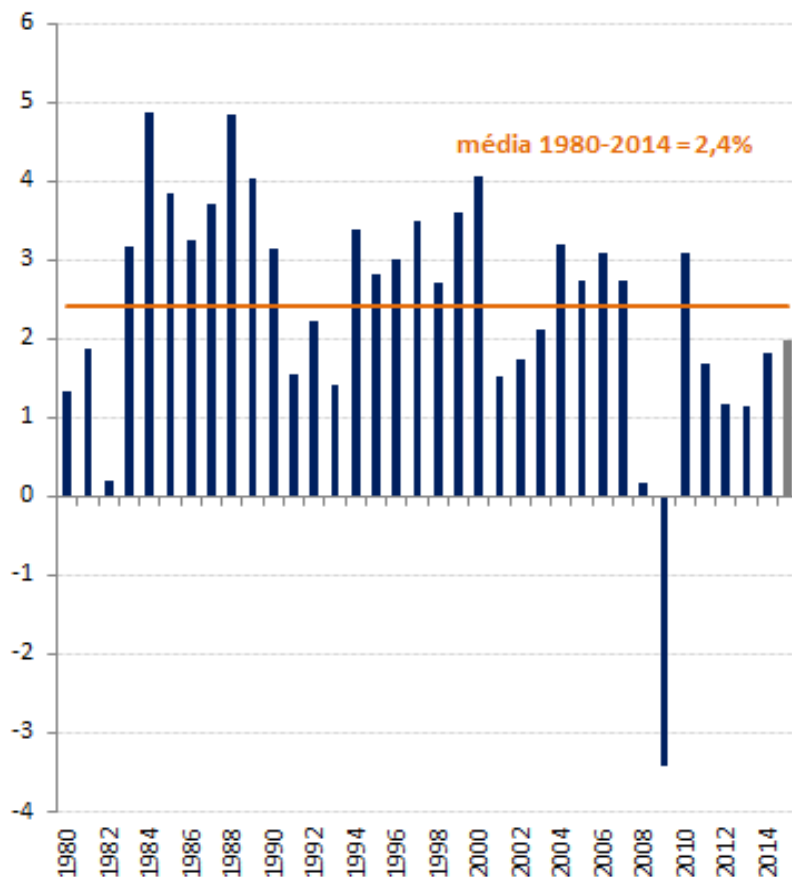
## Panorama Internacional

José Júlio Senna

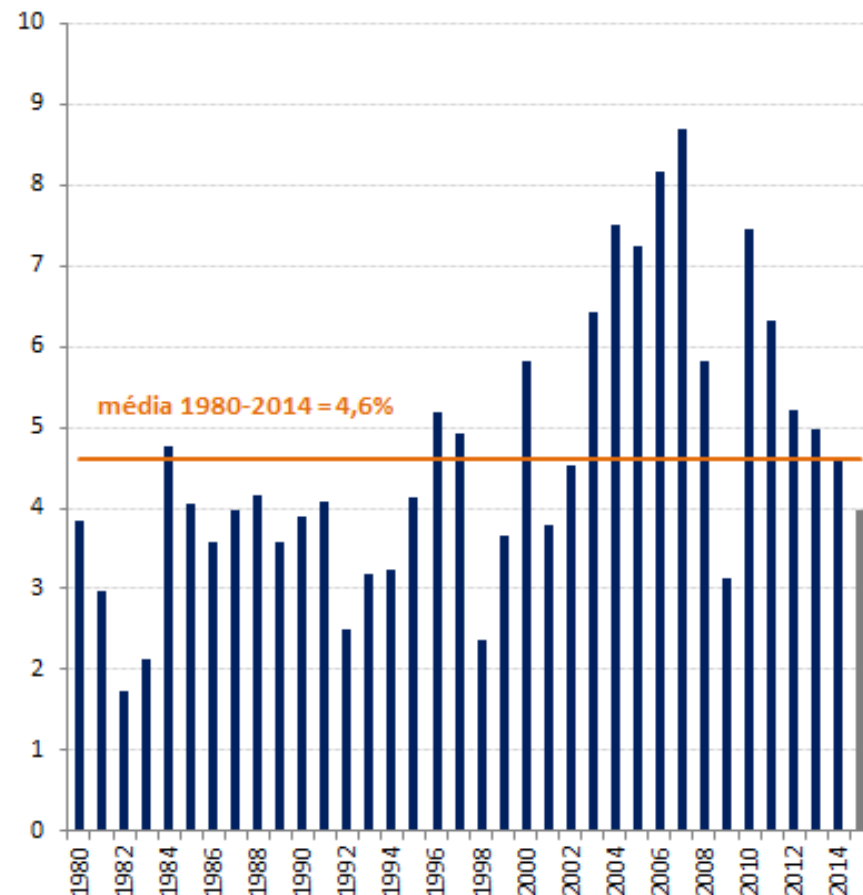
23 de novembro de 2015

# Crescimento Mundial Abaixo da Média.

## Economias Avançadas (%)

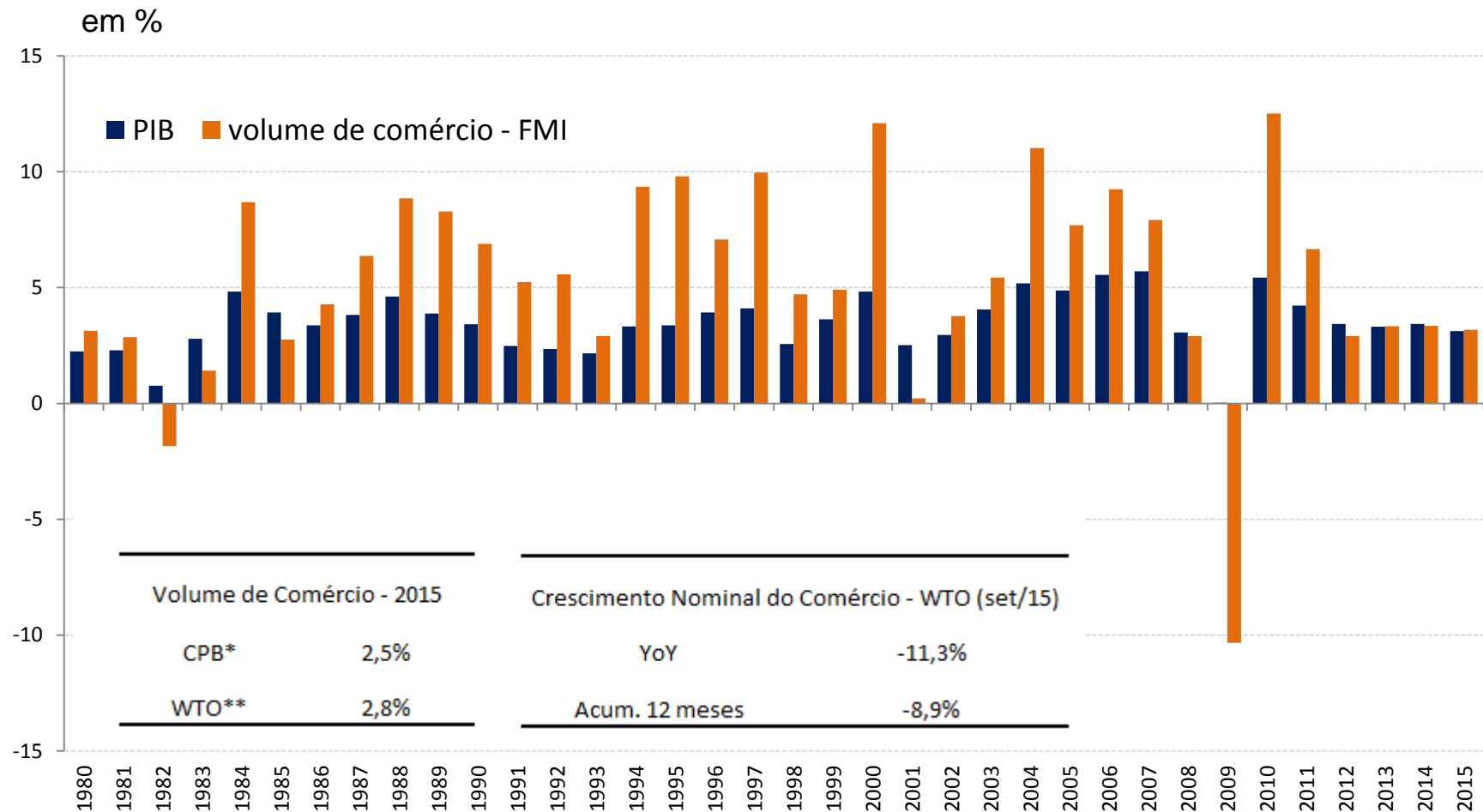


## Economias Emergentes (%)



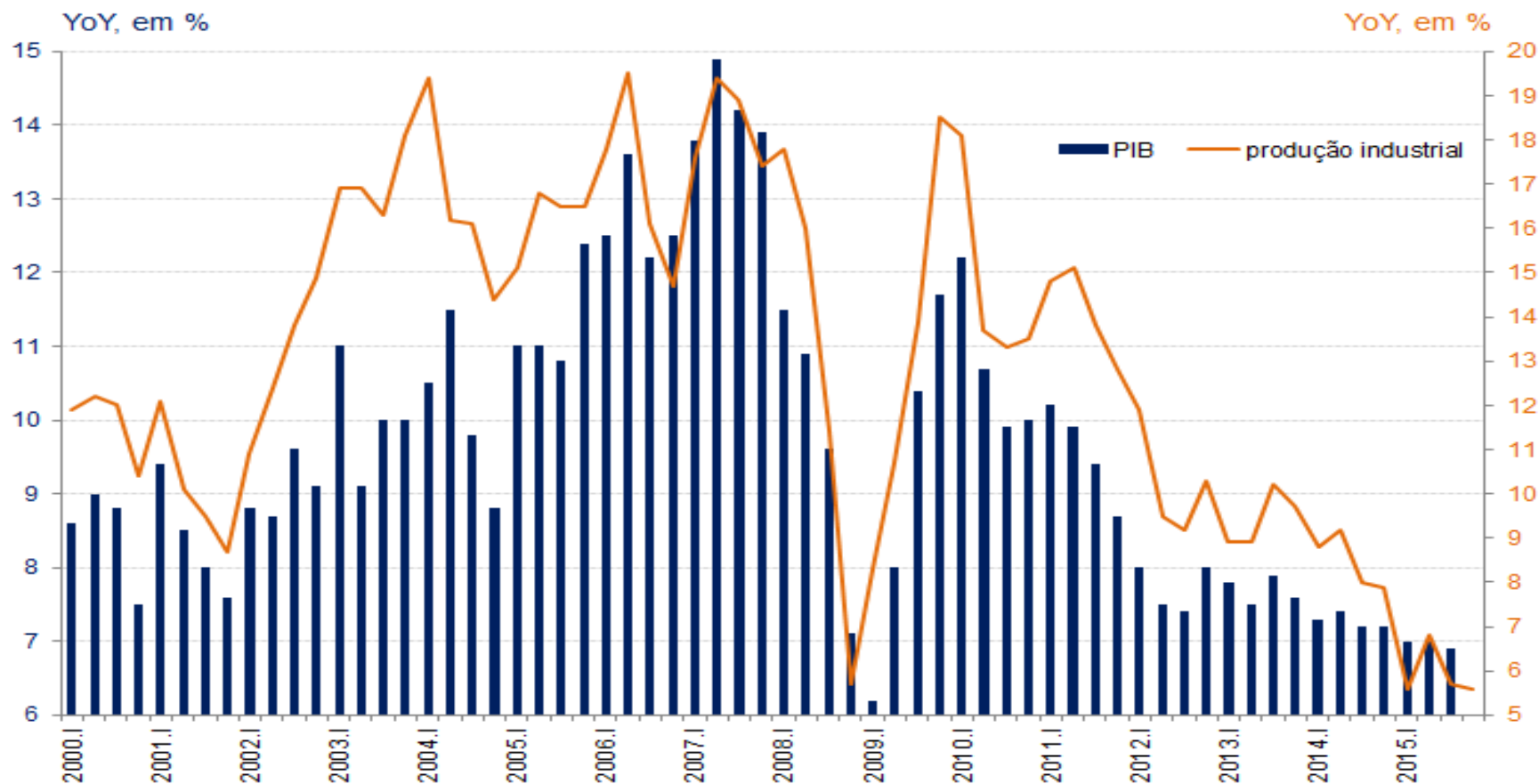
Nota: dados anuais; 2015 = projeções WEO / FMI. Fonte: WEO/FMI.

# Fim da Fase Áurea da Globalização.



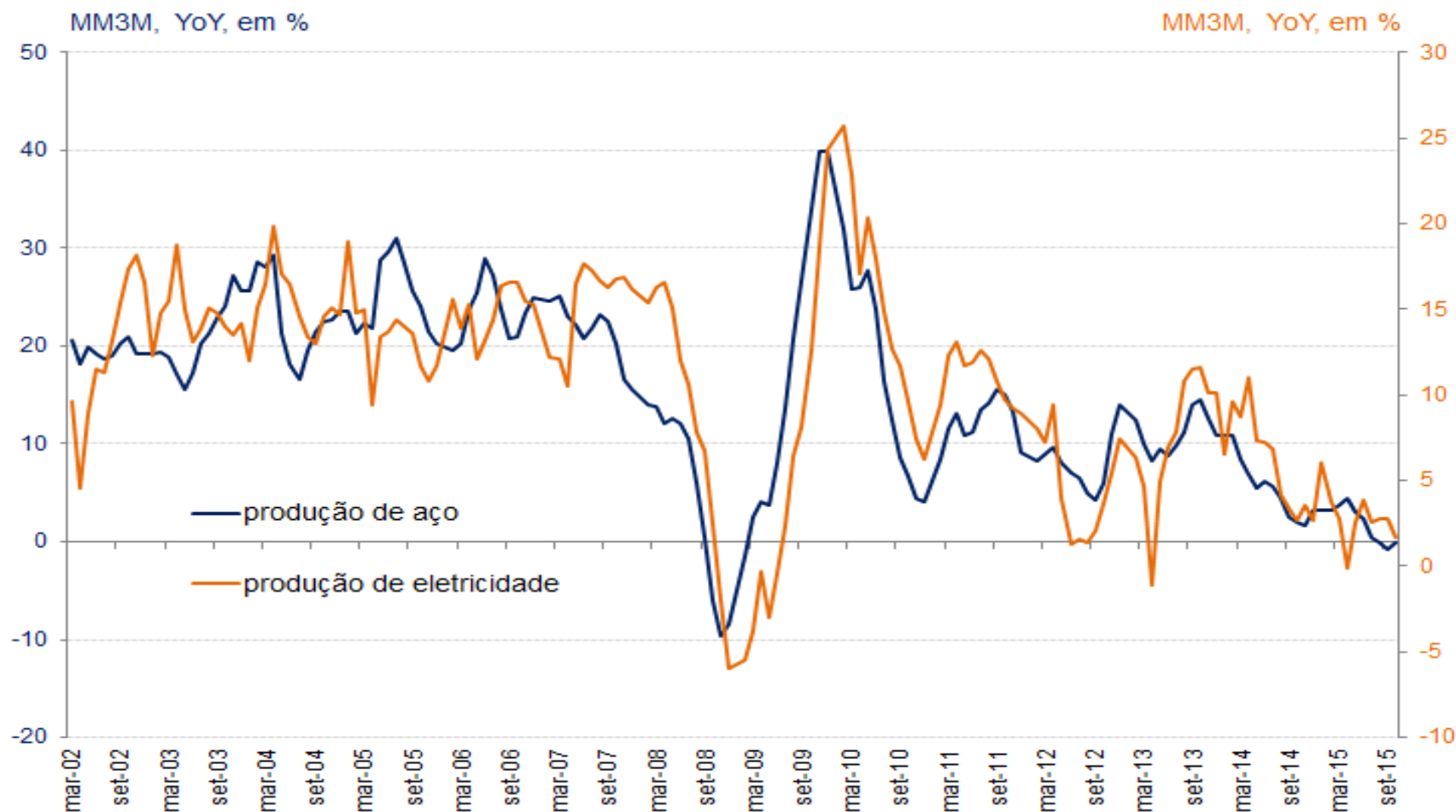
Nota: dados anuais; projeções 2015 PIB e comércio FMI = WEO / FMI; \* acum. 12 meses = média dos últimos 12 meses terminados em agosto/15 / média dos 12 meses anteriores; \*\* projeções 2015 WTO. Fontes: WEO/FMI; CPB; WTO.

## China Tem Contribuído para a Desaceleração.



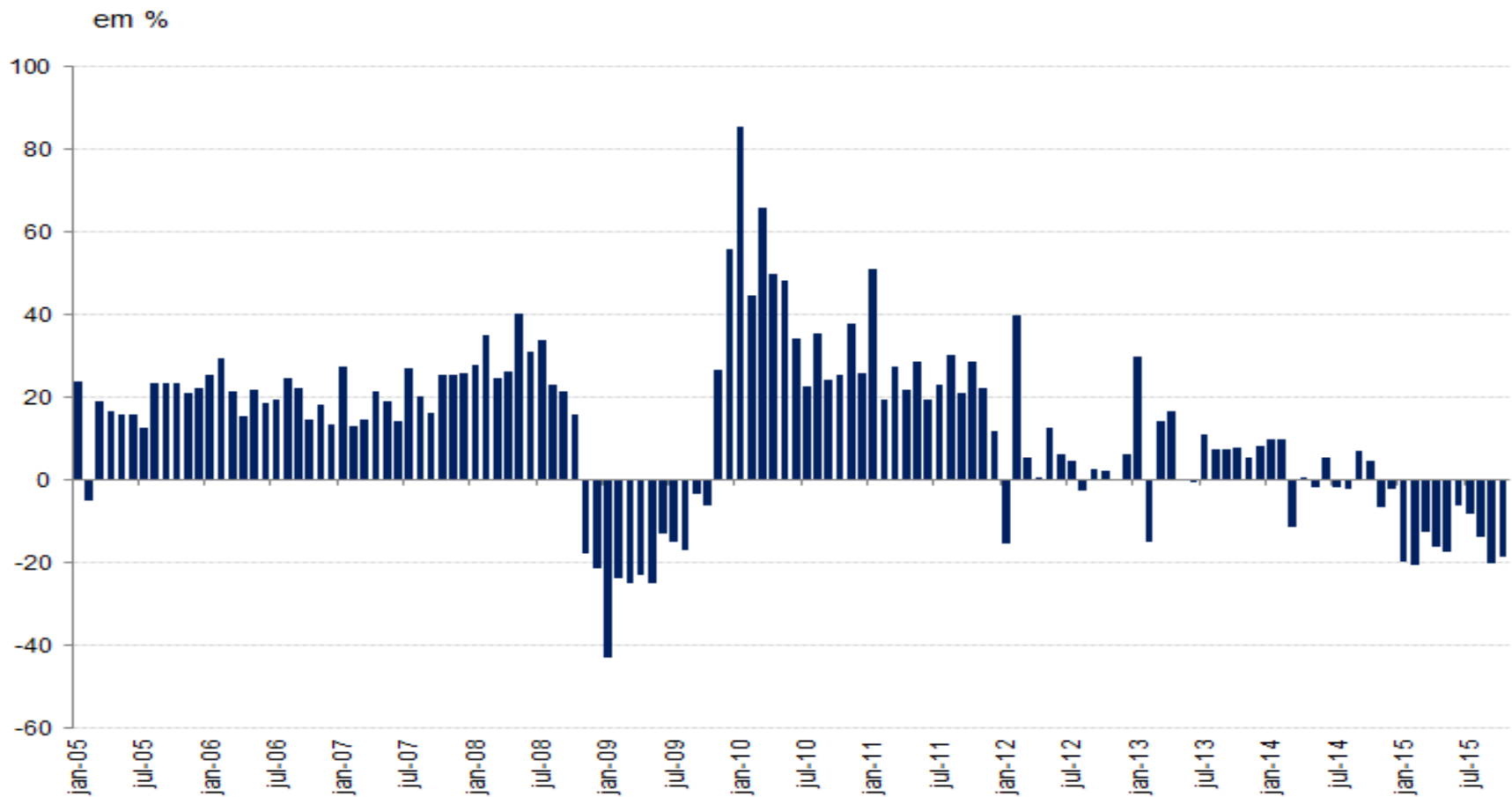
Nota: PIB: dados trimestrais; produção industrial: dados mensais do final do trimestre. Fonte: Bloomberg.  
Últimos dados: 2015.III (PIB); 2015.IV (= outubro/15, produção industrial).

## Destaque para o Comportamento da “Velha China”.



Nota: dados mensais. Fonte: Bloomberg. Últimos dados: outubro/15.

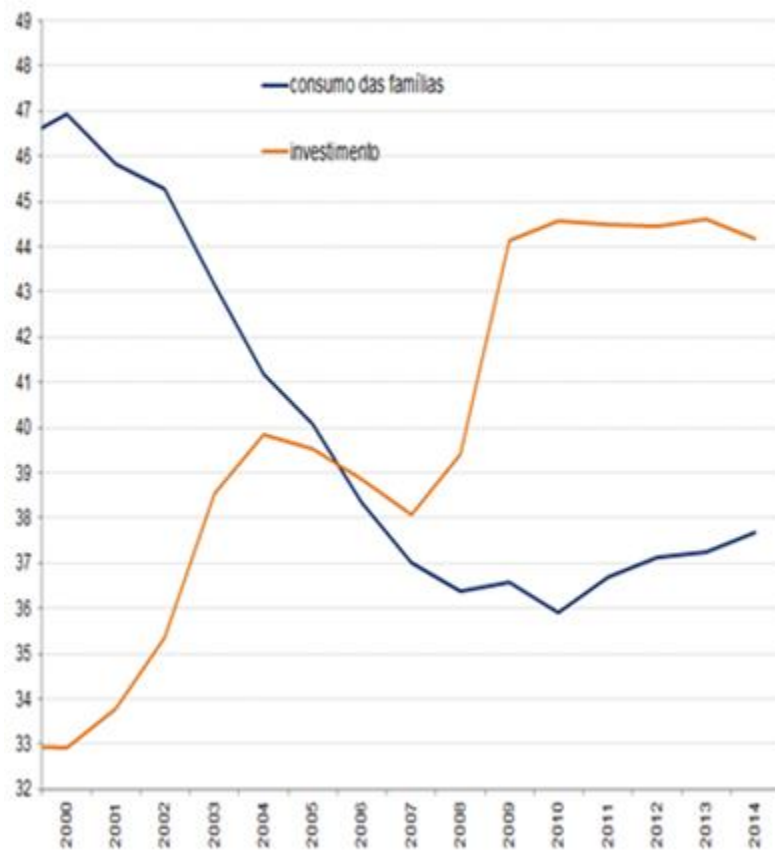
## Variação (YoY) das Importações na China. Sinal Adicional da Desaceleração?



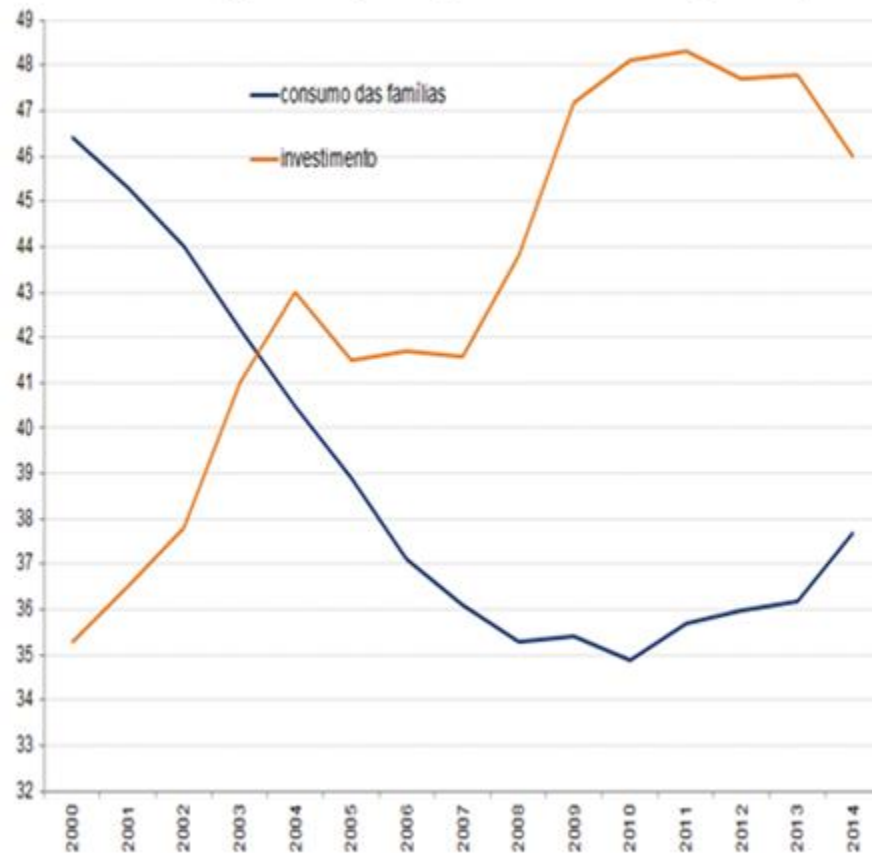
Nota: dados mensais de valores das importações em US\$. Fonte: Bloomberg. Últimos dados: outubro/2015.

# Consumo das Famílias e Investimento como Proporção do PIB na China.

CEIC

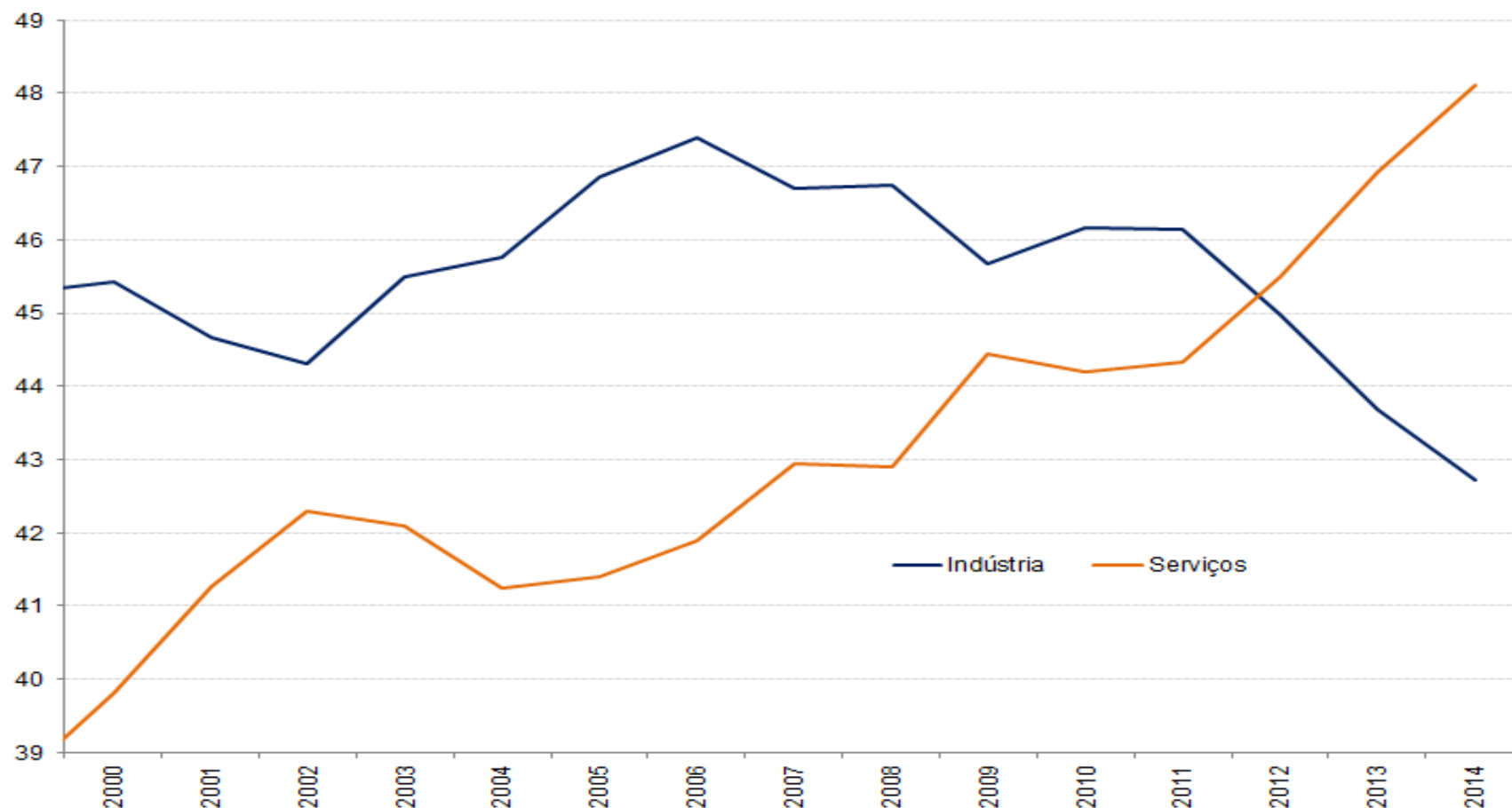


Chang, Chen, Wagoonere e Zha (2015)



Nota: dados anuais. Fontes: CEIC; Lívio Ribeiro (IBRE/FGV); NBS; Chang, Chen, Wagoonere e Zha (2015). Últimos dados: 2014.

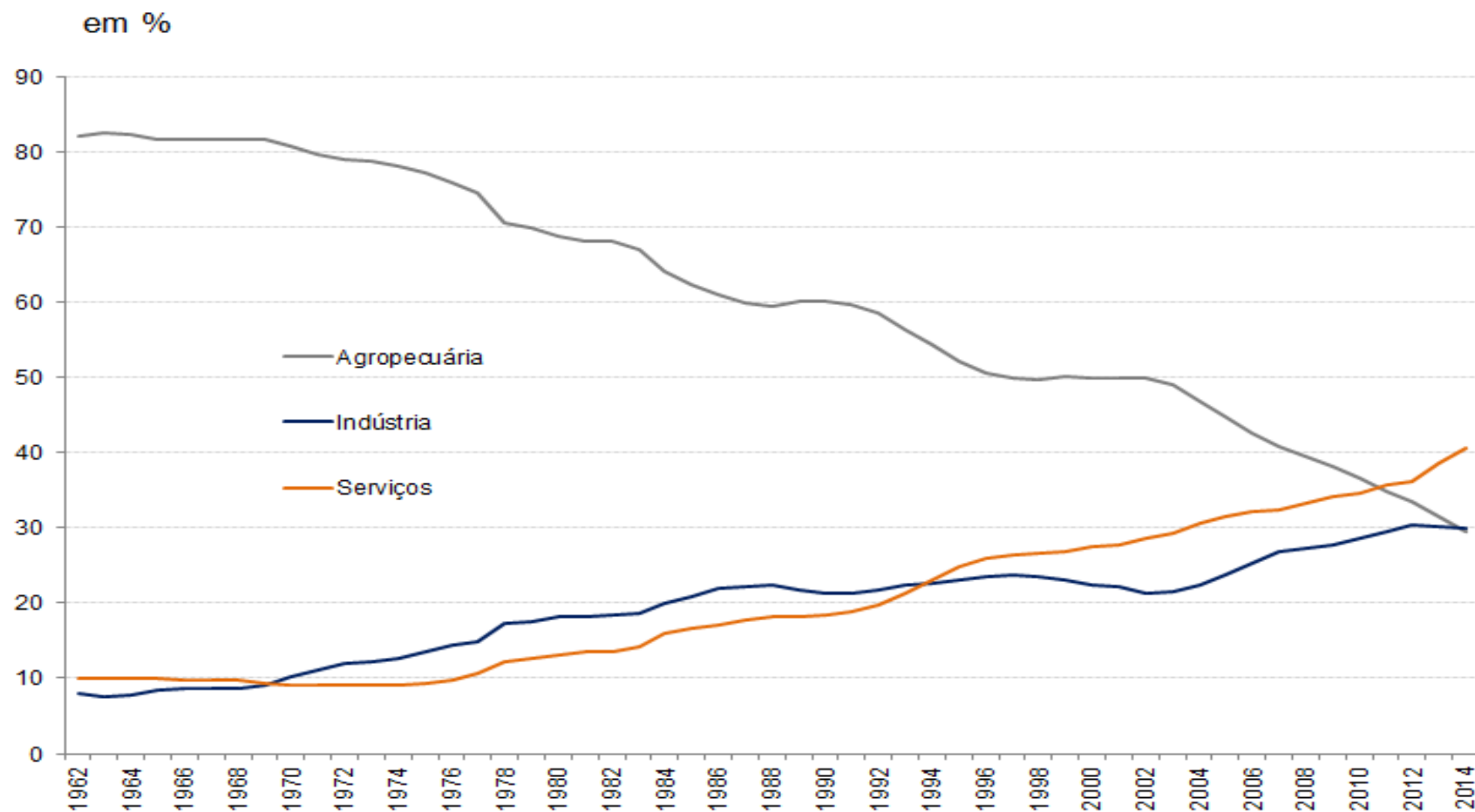
## Indústria e Serviços como Proporção do PIB na China.



Nota: dados anuais. Últimos dados: 2014. Fonte: CEIC.

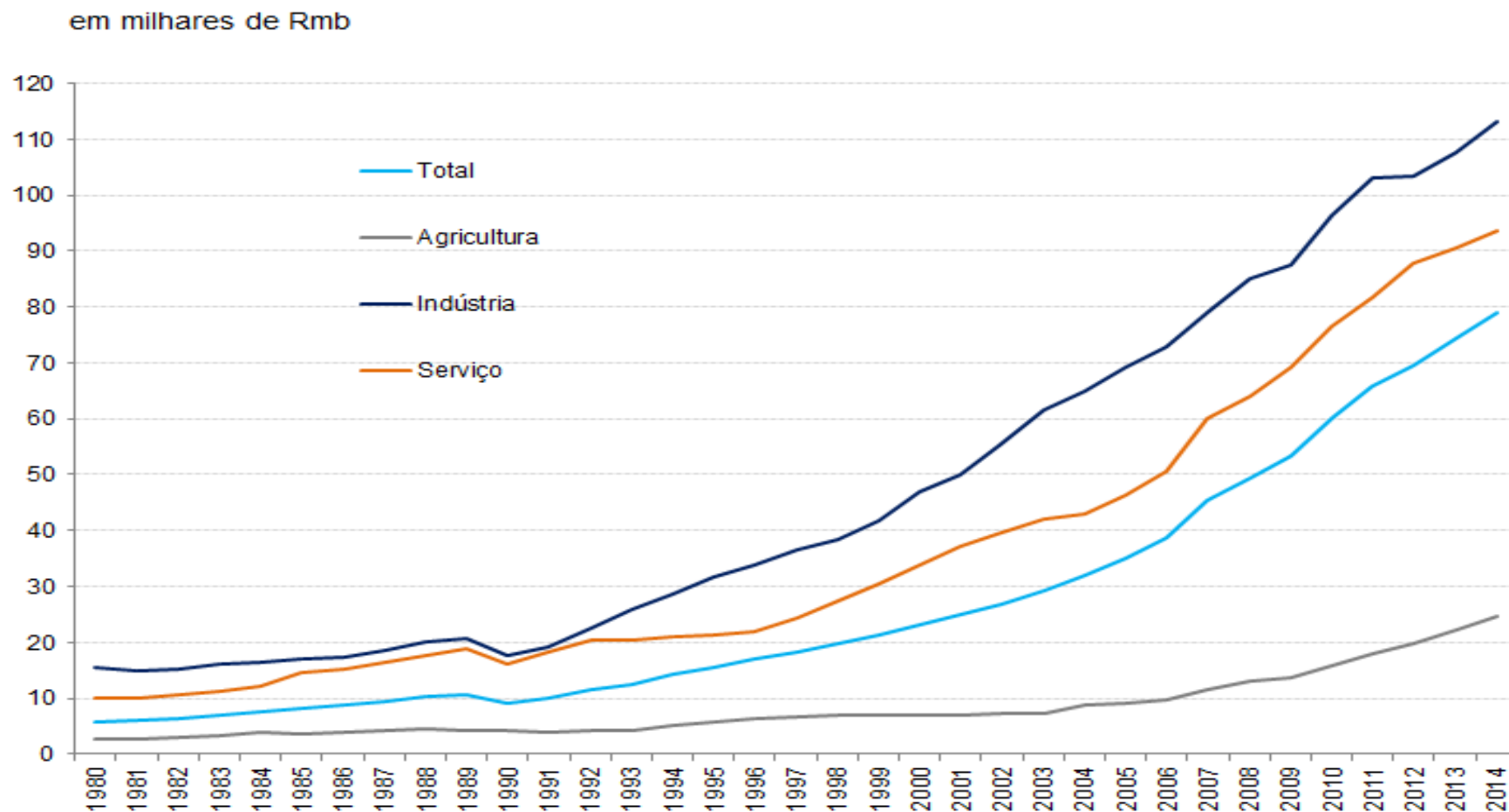


# Participação Setorial no Emprego.



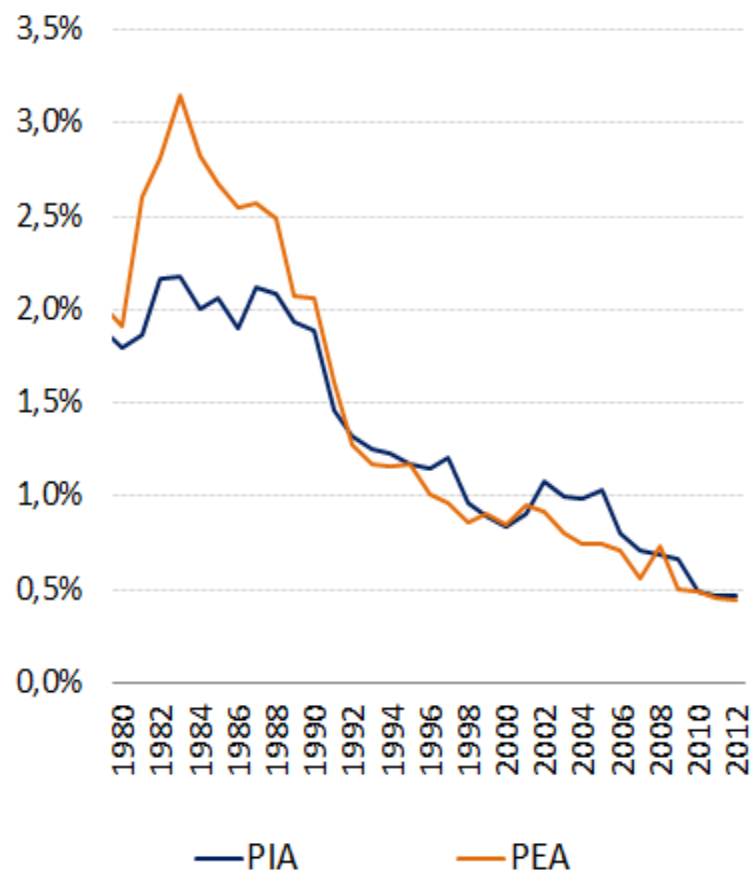
Nota: dados anuais. Fonte: CEIC. Últimos dados: 2014.

# Produtividade na China.

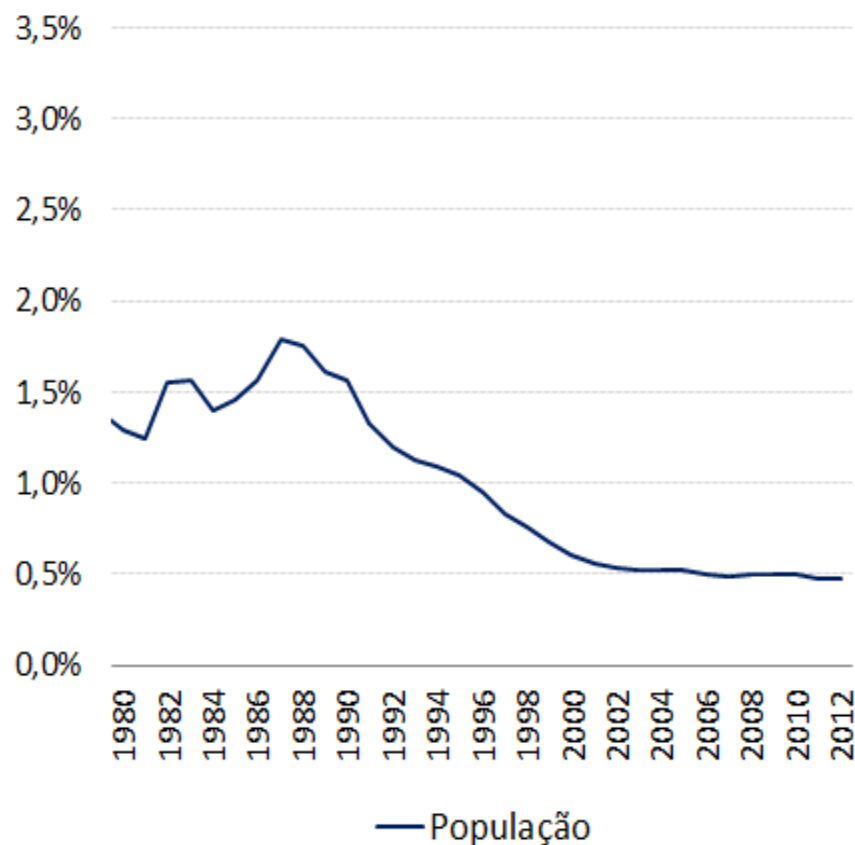


Nota: dados anuais; produtividade = PIB real / população empregada. Fonte: CEIC; FMI. Últimos dados: 2014.

## Crescimento Anual da PIA, PEA e População na China.



Fonte: Penn World Table (7.1), CEIC e



Fonte: Penn World Table (7.1), CEIC e Banco

# Inflação Baixa no Mundo Reforça Sinais de Fraqueza de Demanda.

## Global Inflation: 1920-2015

Share of countries with deflation ( $\leq 0\%$ ), moderate inflation ( $\leq 2\%$ ), and high inflation ( $> 10\%$ )  
Three-year moving average



Sources: International Monetary Fund, Reinhart and Rogoff (2009), and Reinhart (2015)

Fonte: Carmen Reinhart, "Inflation, the Fed, and the Big Picture", Project Syndicate, 03/09/15.

# As Opções do Fed.

**Movimento convencional de política monetária. Economia emite sinais.**

**Mercado incorpora ação do BC nos preços. Ausência de surpresa.**

**Alternativa. Política sugerida pelos membros do Fomc. “Ajusta o juro e pede desculpas”. Estratégia anunciada revela falta de convicção.**

# As Opções do Fed.

**Objetivo escondido. Tirar o juro do zero. Sinal de patologia. BCs são responsáveis pela saúde da economia.**

**Dilema. Risco de ficar “atrás da curva” *versus* risco de agir prematuramente e prejudicar a recuperação econômica.**

**Na hora H, o Fed agirá dependendo da probabilidade de ajuste ser alta ou baixa.**

**Risco. Credibilidade do Fed? Impacto sobre o Brasil?**

## Alterações da Taxa de *Fed Funds*. Movimentos Antecipados Predominam. Esta é a Tradição.

	número	%
observações relevantes	74	100
sem surpresa	61	82
surpresa - para cima	2	3
- para baixo	11	15

Nota: Sem surpresa corresponde aos casos em que a taxa futura (média do mês) referente ao mês seguinte ao de determinada reunião do Fomc mostrou-se próxima (menos de 10 pontos base) da taxa de fed funds definida na referida reunião. Foram considerados apenas os casos em que o juro ficaria estável no “mês seguinte” (mês sem reunião prevista do Fomc). Fonte: Bloomberg.

# Alterações da Taxa de *Fed Funds* Antecipadas e Não Antecipadas (2000-2009).

data da reunião do Fomc	juro futuro referente ao mês t+1 prevalecente na véspera da reunião do Fomc do mês t	decisão do Fomc na reunião do mês t		data da reunião do Fomc	juro futuro referente ao mês t+1 prevalecente na véspera da reunião do Fomc do mês t	decisão do Fomc na reunião do mês t	
28/01/2009	0,21%	0-.25%		14/12/2004	2,25%	2,25%	sem surpresa
29/10/2008	0,89%	1,00%	surpresa p/ cima	21/09/2004	1,75%	1,75%	sem surpresa
25/06/2008	2,03%	2,00%	sem surpresa	30/06/2004	1,27%	1,25%	sem surpresa
30/04/2008	2,05%	2,00%	sem surpresa	04/05/2004	1,03%	1,00%	sem surpresa
30/01/2008	3,06%	3,00%	sem surpresa	16/03/2004	1,00%	1,00%	sem surpresa
31/10/2007	4,52%	4,50%	sem surpresa	28/01/2004	1,00%	1,00%	sem surpresa
28/06/2007	5,25%	5,25%	sem surpresa	28/10/2003	1,01%	1,00%	sem surpresa
21/03/2007	5,25%	5,25%	sem surpresa	25/06/2003	0,87%	1,00%	surpresa p/ cima
31/01/2007	5,25%	5,25%	sem surpresa	18/03/2003	1,17%	1,25%	sem surpresa
25/10/2006	5,25%	5,25%	sem surpresa	29/01/2003	1,23%	1,25%	sem surpresa
29/06/2006	5,28%	5,25%	sem surpresa	24/09/2002	1,69%	1,75%	sem surpresa
28/03/2006	4,76%	4,75%	sem surpresa	26/06/2002	1,77%	1,75%	sem surpresa
31/01/2006	4,50%	4,50%	sem surpresa	19/03/2002	1,78%	1,75%	sem surpresa
20/09/2005	3,73%	3,75%	sem surpresa	30/01/2002	1,73%	1,75%	sem surpresa
30/06/2005	3,26%	3,25%	sem surpresa	21/08/2001	3,47%	3,50%	sem surpresa
22/03/2005	2,77%	2,75%	sem surpresa	27/06/2001	3,65%	3,75%	sem surpresa
				31/01/2001	5,45%	5,50%	sem surpresa
				22/08/2000	6,53%	6,50%	sem surpresa
				28/06/2000	6,56%	6,50%	sem surpresa
				21/03/2000	6,04%	6,00%	sem surpresa
				02/02/2000	5,91%	5,75%	surpresa p/ baixo

Fonte: Bloomberg.

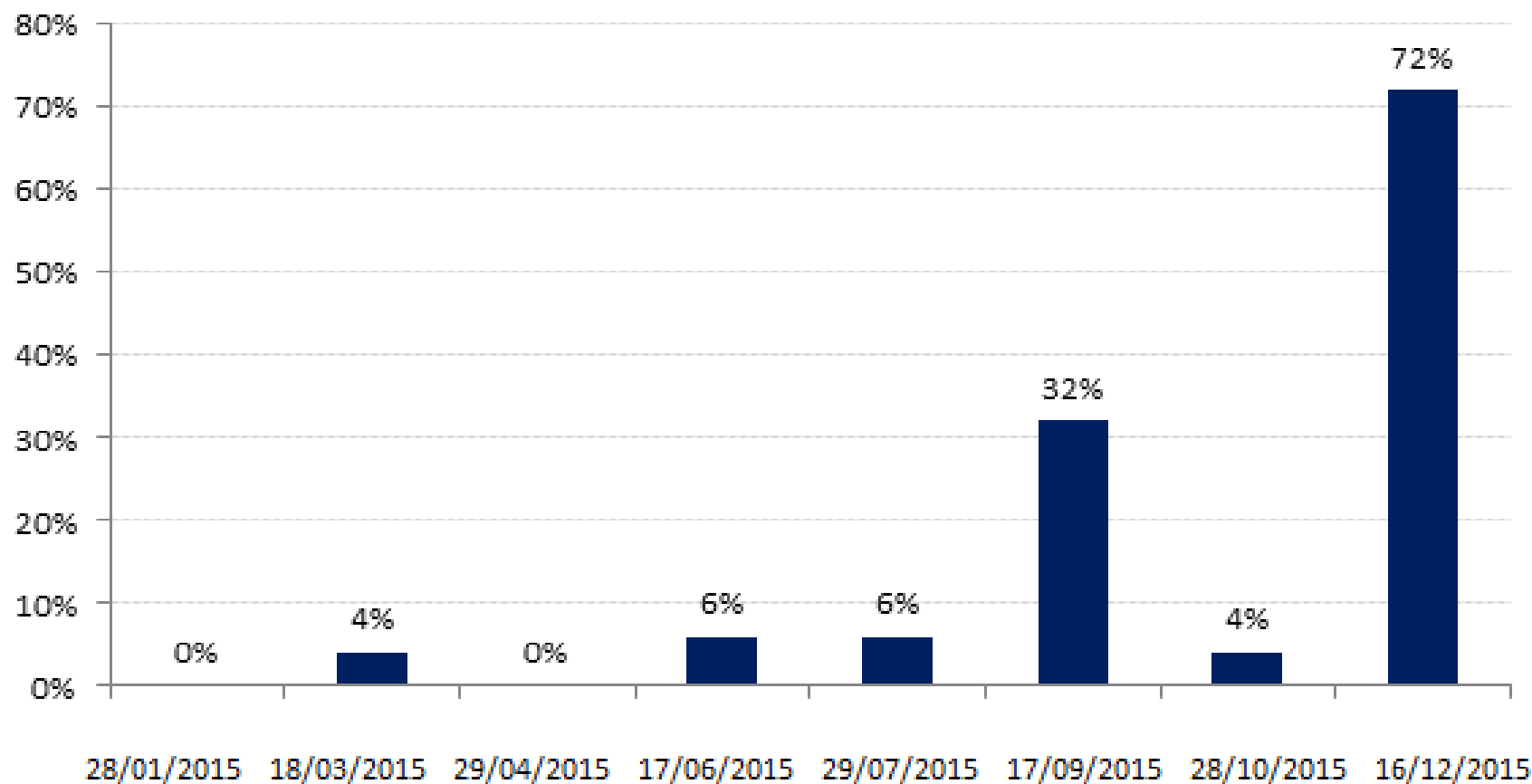


# Alterações da Taxa de *Fed Funds* Antecipadas e Não Antecipadas (1990-1999).

data da reunião do Fomc	juro futuro referente ao mês t+1 prevalecente na véspera da reunião do Fomc do mês t	decisão do Fomc na reunião do mês t		data da reunião do Fomc	juro futuro referente ao mês t+1 prevalecente na véspera da reunião do Fomc do mês t	decisão do Fomc na reunião do mês t	
21/12/1999	5,53%	5,50%	sem surpresa	20/12/1994	5,76%	5,50%	surpresa p/ baixo
05/10/1999	5,35%	5,25%	sem surpresa	17/05/1994	4,31%	4,25%	sem surpresa
24/08/1999	5,23%	5,25%	sem surpresa	04/02/1994	3,35%	3,25%	sem surpresa
30/06/1999	5,06%	5,00%	sem surpresa	21/12/1993	3,10%	3,00%	sem surpresa
30/03/1999	4,77%	4,75%	sem surpresa	23/09/1993	3,05%	3,00%	sem surpresa
22/12/1998	4,87%	4,75%	surpresa p/ baixo	07/07/1993	3,08%	3,00%	sem surpresa
01/07/1998	5,52%	5,50%	sem surpresa	18/05/1993	3,05%	3,00%	sem surpresa
19/05/1998	5,53%	5,50%	sem surpresa	03/02/1993	3,07%	3,00%	sem surpresa
31/03/1998	5,52%	5,50%	sem surpresa	22/12/1992	3,22%	3,00%	surpresa p/ baixo
16/12/1997	5,59%	5,50%	sem surpresa	02/07/1992	3,62%	3,25%	surpresa p/ baixo
30/09/1997	5,53%	5,50%	sem surpresa	19/05/1992	3,70%	3,75%	sem surpresa
20/05/1997	5,62%	5,50%	surpresa p/ baixo	20/12/1991	4,33%	4,00%	surpresa p/ baixo
25/03/1997	5,46%	5,50%	sem surpresa	03/07/1991	5,92%	5,75%	surpresa p/ baixo
17/12/1996	5,37%	5,25%	surpresa p/ baixo	14/05/1991	5,75%	5,75%	sem surpresa
24/09/1996	5,42%	5,25%	surpresa p/ baixo	13/07/1990	8,11%	8,00%	surpresa p/ baixo
21/05/1996	5,28%	5,25%	sem surpresa	15/05/1990	8,24%	8,25%	sem surpresa
26/03/1996	5,26%	5,25%	sem surpresa	07/02/1990	8,23%	8,25%	sem surpresa
31/01/1996	5,34%	5,25%	sem surpresa				
06/07/1995	5,78%	5,75%	sem surpresa				
23/05/1995	6,00%	6,00%	sem surpresa				
01/02/1995	5,94%	6,00%	sem surpresa				

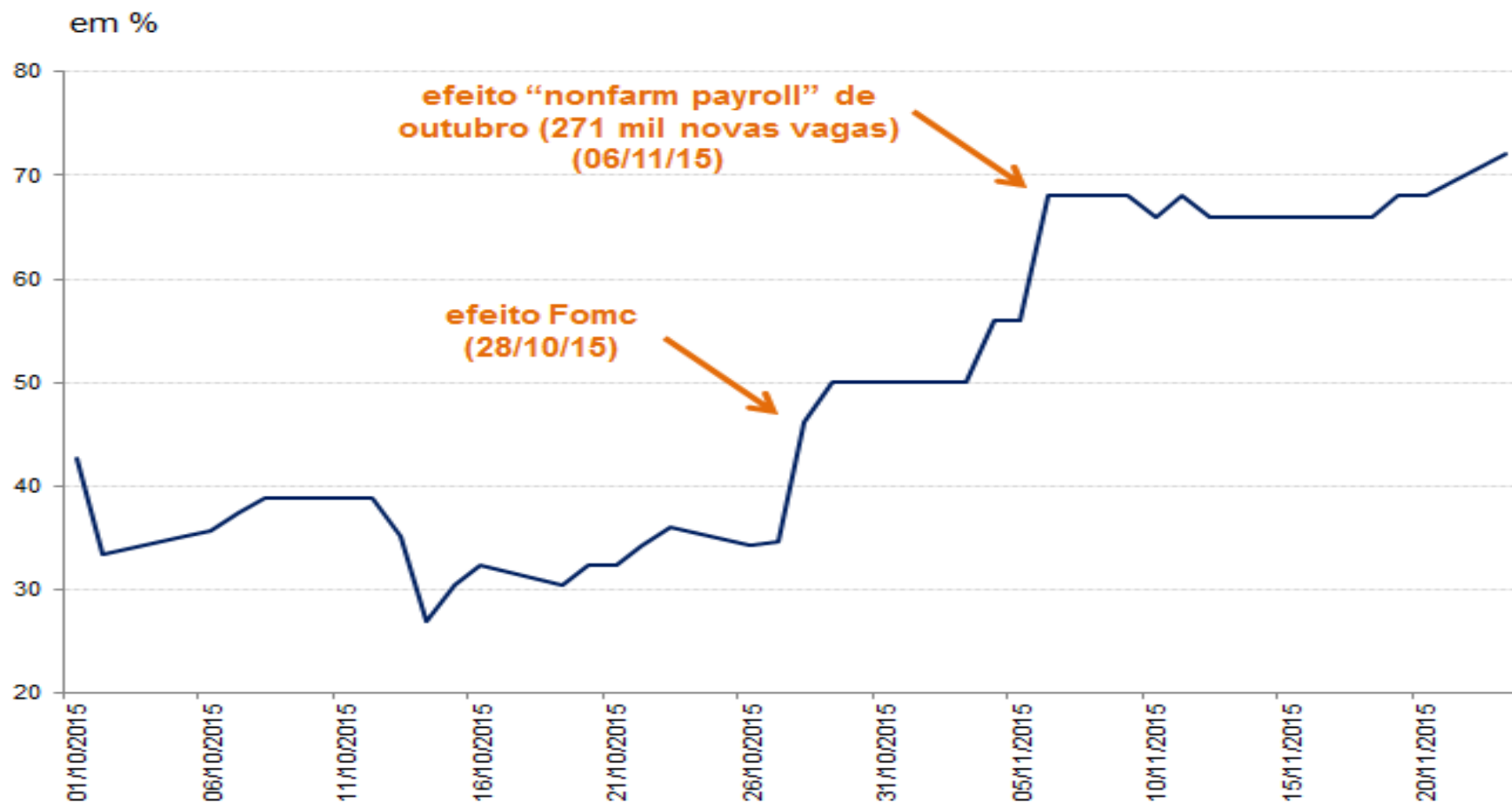
Fonte: Bloomberg.

## Probabilidade de Alteração do Juro na Véspera da Reunião do Fomc.



Nota: reunião do Fomc de 16/12/15 = probabilidade em 23/11/15. Fonte: Bloomberg.

## Probabilidade de Alteração do Juro na Reunião do Fomc de Dezembro.



Fonte: Bloomberg. Últimos dados: 23/11/2015.

**Consumo e investimento fixo crescem a “solid rates”.**

**Ritmo de criação de emprego “slowed”.**

**Medidas de mercado de compensação pela inflação “slightly lower”.**

**Retirada do parágrafo sobre economia global.**

**Considerações sobre fatores que influenciarão eventual decisão de elevar o juro “at its next meeting”.**

# Arcabouço Teórico. Base para a Estratégia Após *Lift-Off*.

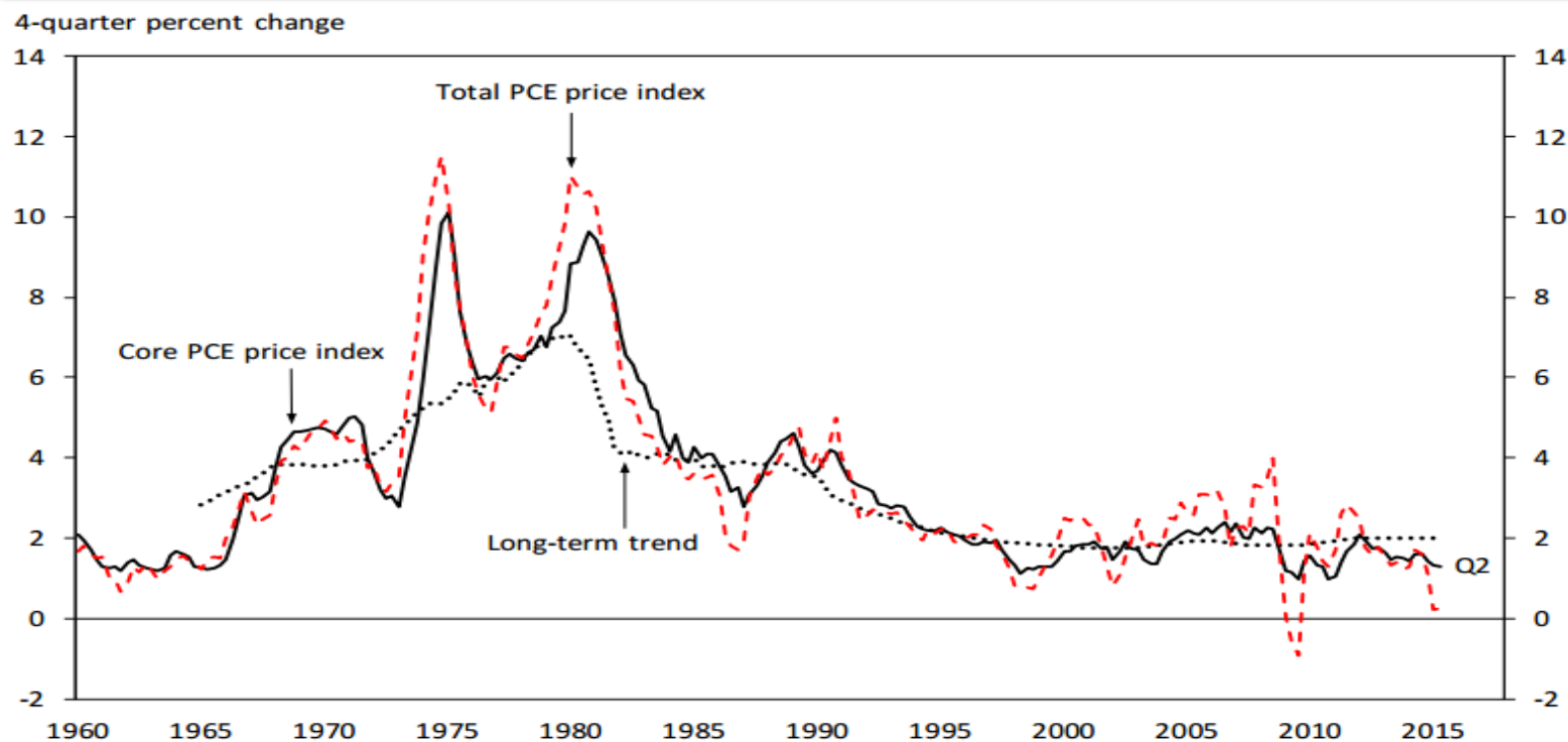
**Janet Yellen, “Inflation Dynamics and Monetary Policy”, Sept. 24, 2015.**

**Inflação flutua em torno de uma tendência de LP (no momento, estável).**

**Desvios de tendência têm a ver com: a) intensidade do uso de recursos na economia; b) mudanças do preço relativo de certos insumos (preços de importáveis); c) choques idiossincráticos.**

# Inflação Flutua em Torno de uma Tendência de LP.

## U.S. Inflation since the 1960s



Note: The data are quarterly. The data for the long-term trend start in 1965:Q1. PCE is personal consumption expenditures.

Source: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis; Federal Reserve Board staff calculations (see note 3 of speech text for additional discussion).

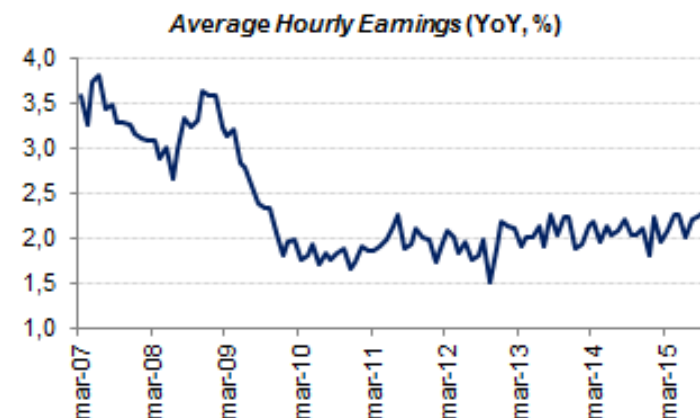
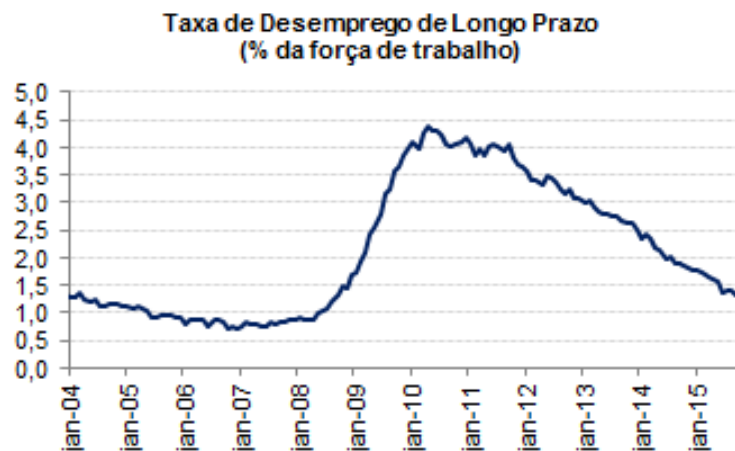
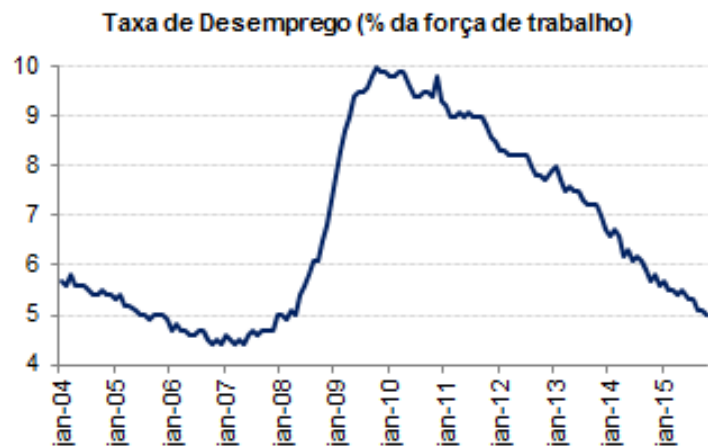
Nota: dados mensais; tendência de longo prazo a partir de janeiro/1965 utilizando o filtro HP. Últimos dados: setembro/15. Fonte: Bloomberg.

$$\pi = f [\pi^*, (\mu - \bar{\mu}), RPIM]$$

$\pi^*$  = *survey of professional forecasters*

**RPIM = taxa de variação dos preços relativos de produtos importados, devidamente ponderados**

# Taxa de Desemprego nos EUA. Desequilíbrio Tende a Desaparecer.

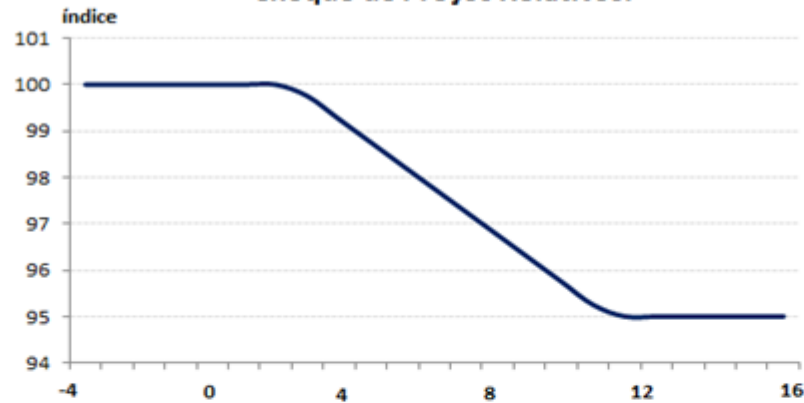


Nota: dados mensais dessazonalizados; taxa de desemprego de longo prazo = desempregados em 27 semanas ou mais; *part-time for economic reasons, all Industries*; *average hourly earnings of all employees: total private*. Últimos dados: outubro/2015. Fonte: BLS.

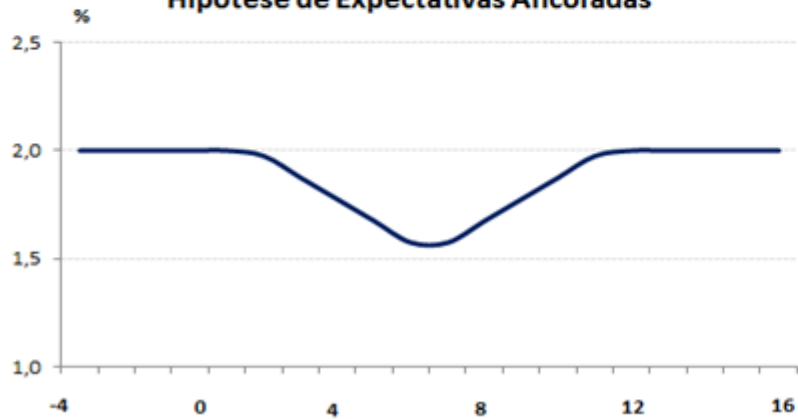


# Choque de *Import Prices*. Importância da Ancoragem de Expectativas. Ilustração.

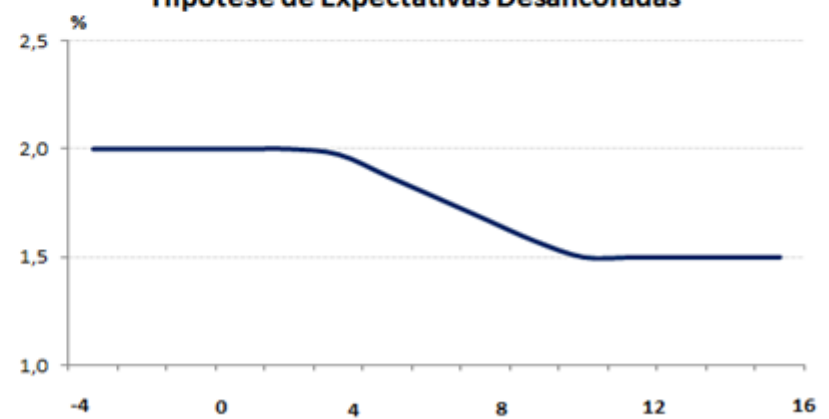
**Choque de Preços Relativos.**



**Hipótese de Expectativas Ancoradas**

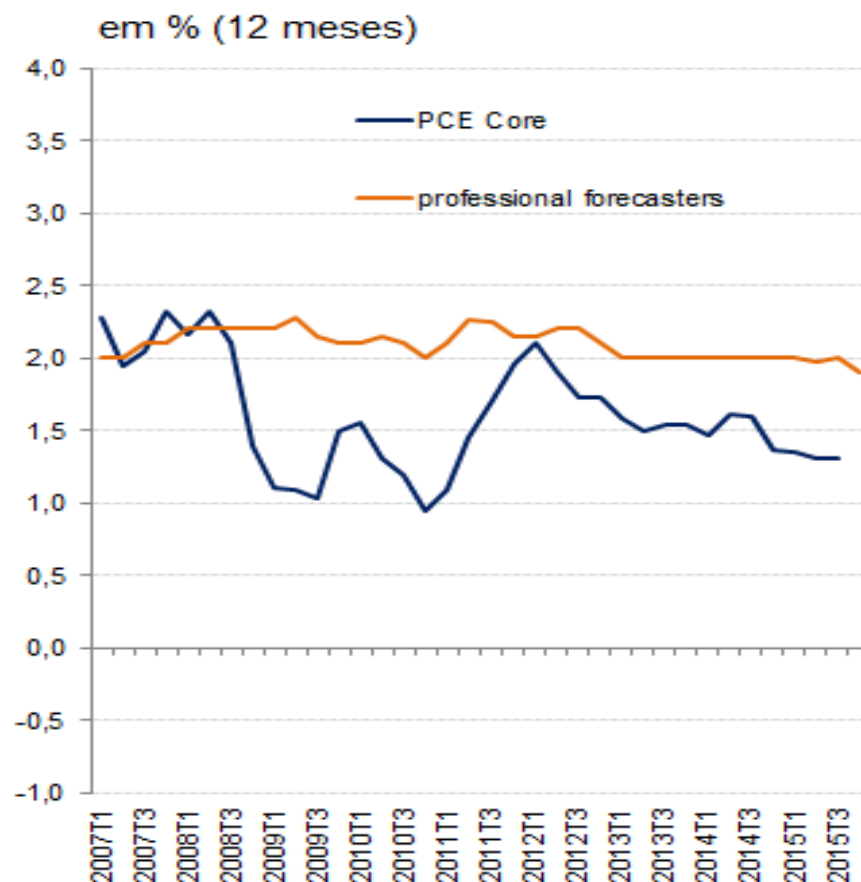
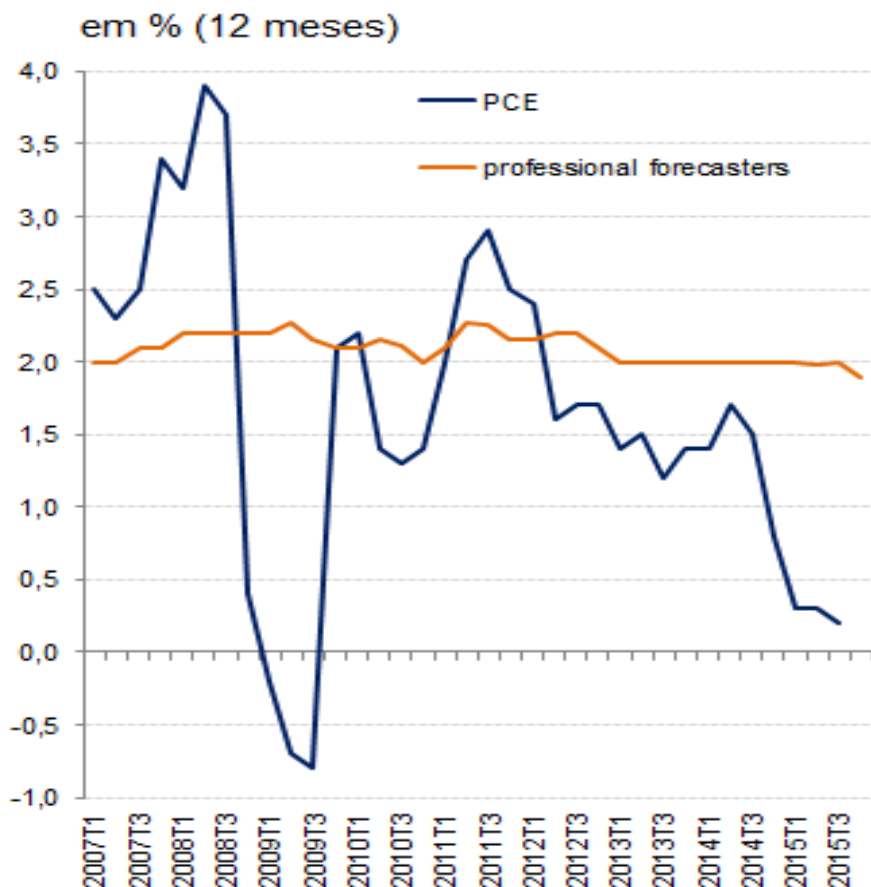


**Hipótese de Expectativas Desancoradas**



Fonte: Elaboração própria.

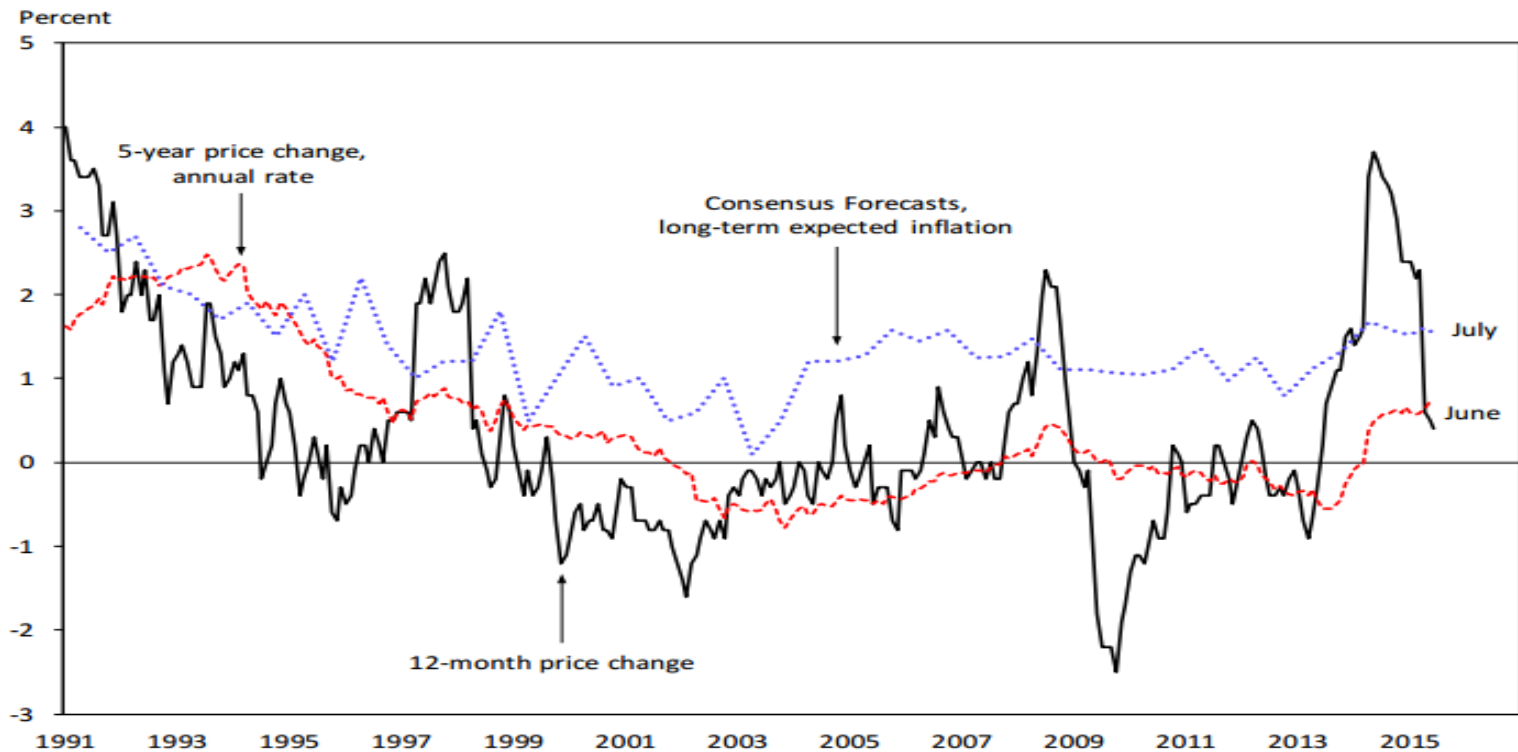
# Expectativas Estáveis de Inflação a Despeito da Queda do Crescimento dos Preços.



Nota: dados trimestrais do PCE e PCE Core = dados de fim de trimestre; *Professional Forecasters* = 10-year PCE inflation expectations. Últimos dados: 2015T3 (PCE e PCE Core); 2015T4 (*Professional Forecasters*). Fontes: BEA; Philadelphia Fed.

# Japão: Ausência de Convergência da Inflação para as Expectativas.

## Actual and Expected Inflation in Japan

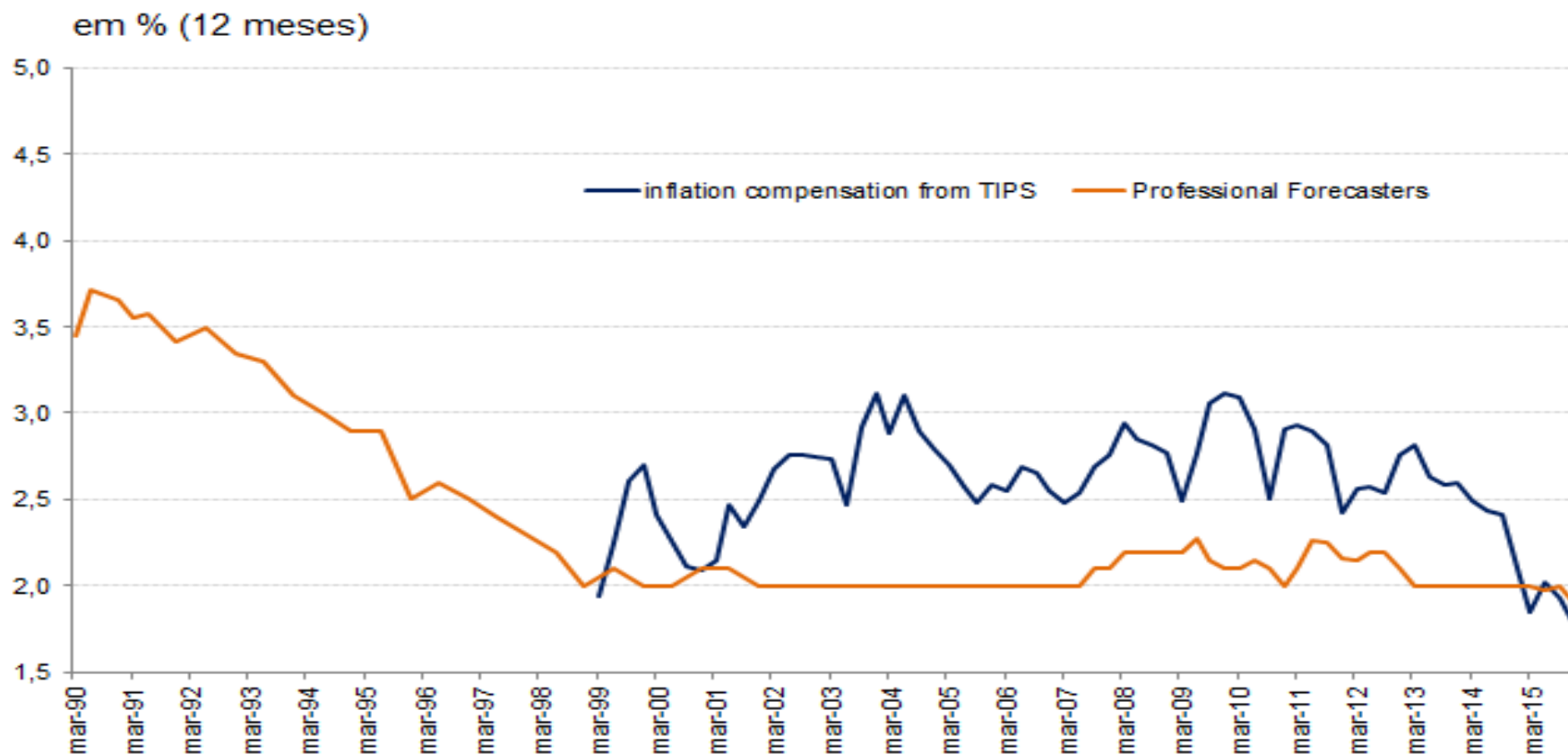


Note: The data for the 5-year price change and for the 12-month price change are monthly; the Consensus Forecasts data, which are plotted starting in April 1991, are semiannual through April 2014 and quarterly thereafter.

Source: Ministry of Internal Affairs and Communications (Japan); Consensus Economics (London); Haver Analytics.

Nota: inflação plena do Japão. Fonte: *Speech Yellen* (24/09/15) - "Inflation Dynamics and Monetary Policy".

# Expectativas Podem Se Alterar.



Nota: dados trimestrais; *inflation compensation from TIPS* = 5-year, 5-year-forward breakeven (dados trimestrais = média dos dados diários); *Professional Forecasters* = 10-year CPI inflation expectations from the Philadelphia Fed's Livingston Survey and from the Blue Chip; *Professional Forecasters* = 10-year CPI inflation expectations – 0,5p.p. entre 4T91 e 4T06 e 10-year PCE inflation expectations a partir de 1T07. Últimos dados: 4T15 (TIPS = média 4T15 até 18/11/15). Fontes: University of Michigan; Fed Philadelphia.



[www.fgv.br/ibre](http://www.fgv.br/ibre)

**Rio de Janeiro**

Rua Barão de Itambi, 60  
22231-000 - Rio de Janeiro - RJ

**São Paulo**

Av. Paulista, 548 - 6º andar  
01310-000 - São Paulo - SP