

Após relativo desaquecimento no segundo trimestre, a economia mundial vem apresentando desempenho mais vigoroso no segundo semestre. Nesse sentido, 2004 deverá constituir-se, segundo previsões do Banco Mundial, no melhor ano para o crescimento econômico nos países em desenvolvimento, desde 1974. De acordo com estimativas da Instituição, o crescimento nesses países deverá atingir 6,1%, ante crescimento global de 4%, tendência ratificada pelos prognósticos dos demais organismos multilaterais. Esse resultado deveu-se a um sólido desempenho econômico que se alastrou por todas as regiões desde 2003, salientando-se que, embora os mesmos organismos prevejam desaceleração moderada em 2005 e 2006, pode-se afirmar que a economia global passou do estágio de recuperação para o de expansão.

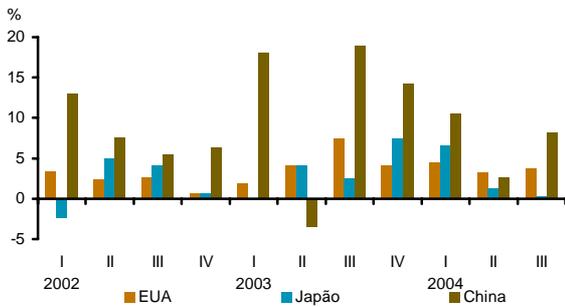
Apesar dessa perspectiva de expansão do produto mundial no médio e longo prazos, persistem alguns riscos a esse cenário, como a sustentação dos preços do petróleo em patamares elevados, as necessidades de financiamento dos déficits gêmeos norte-americanos, que pressionariam o dólar, podendo provocar aumento indesejado nas taxas de juro de longo prazo. No curto prazo, contribuem positivamente para o comportamento da economia global os baixos *spreads* praticados nos mercados internacionais e o desempenho favorável dos mercados acionários.

4.1 Atividade econômica

No segundo trimestre, a retração da demanda nos Estados Unidos, em razão da alta dos preços do petróleo, e a adoção de medidas visando evitar o superaquecimento econômico na China resultaram em arrefecimento do nível de atividade nas duas áreas de maior dinamismo da economia mundial. A desaceleração dessas economias afetou negativamente, e com alguma defasagem, as exportações de outras regiões, como Japão e Área do Euro, que também sofreram os efeitos da elevação dos custos de

energia. Nos Estados Unidos, porém, o desaquecimento da economia no segundo trimestre caracterizou-se por uma suave oscilação em torno da linha de tendência do crescimento do PIB, que deve superar 4% em 2004 e seguir avançando a taxas anualizadas entre 3% e 4% até o final de 2005.

EUA, Japão e China – PIB^{1/}

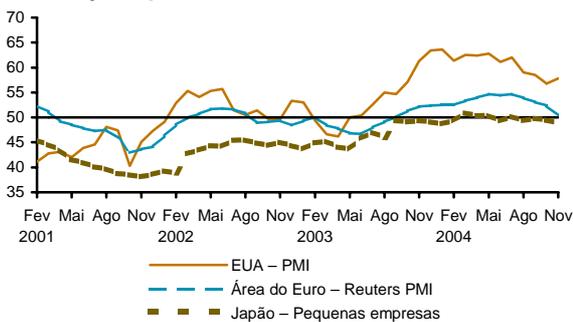


Fontes: Bureau of Economic Analysis, Economic Planning Agency, JP Morgan

1/ Variações trimestrais anualizadas e dessazonalizadas.

A economia norte-americana, apesar da gradual redução do estímulo monetário e dos acentuados déficits fiscal e em transações correntes, cresceu 4% em termos anualizados, no terceiro trimestre, ante 3,3% no trimestre anterior. O consumo agregado recobrou seu vigor, após significativo recuo no segundo trimestre, assegurando a sustentação da demanda doméstica. Ao mesmo tempo, resultados positivos apresentados pelo setor corporativo, favorecido pelo comportamento dos mercados financeiros, continuaram possibilitando expansão acelerada dos investimentos não residenciais, com efeitos favoráveis sobre o mercado de trabalho.

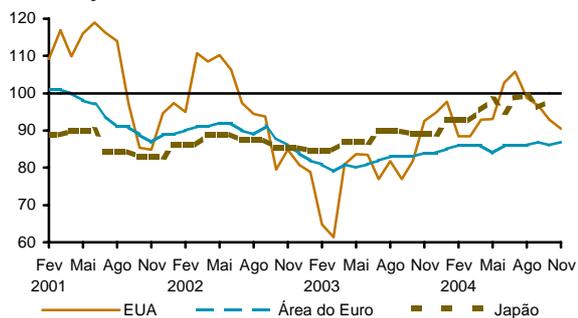
Confiança empresarial



Fontes: Institute for Supply Management (ISM), Reuters, Banco Shoko Chukin

Dados relativos ao início do quarto trimestre demonstram que o mercado imobiliário americano permanece aquecido, ainda que expandindo-se a taxas decrescentes, e que a produção industrial pode estar se recuperando do baixo crescimento apresentado desde o início da atual fase de reaquecimento da economia. A expressiva depreciação do dólar pode contribuir adicionalmente para a recuperação do setor manufatureiro, ao elevar sua competitividade relativamente à produção de outros países. Por outro lado, o avanço da produtividade desacelerou, alcançando 1,9% no terceiro trimestre, após variações de 3,9% e 3,8% nos dois trimestres anteriores.

Confiança do consumidor



Fontes: Conference Board, Comissão Europeia, Economic and Social Research Institute

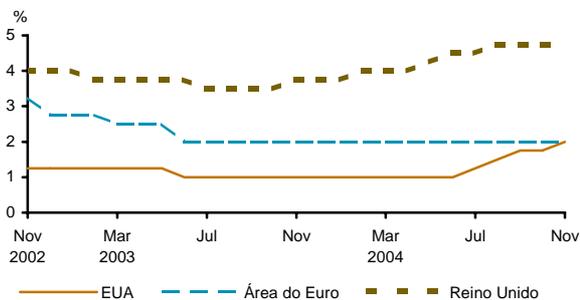
A economia japonesa mostra sinais de que o forte ritmo de crescimento apresentado até meados deste ano dificilmente será mantido em 2005. O PIB expandiu-se 0,2% em termos anualizados, no terceiro trimestre. O desaquecimento da demanda externa, refletido no recuo acentuado das exportações, no terceiro trimestre, foi acompanhado pela retração da produção industrial e da formação bruta de capital fixo. Tal cenário é confirmado por retração da confiança empresarial em outubro e em novembro, conforme retratada por indicador referente a pequenas empresas. O consumo privado, por outro lado, mantém-se em expansão desde o início de 2003, podendo contribuir para um cenário positivo, caso se verifique razoável recuperação da demanda externa. Estima-se crescimento do PIB por volta de 4% em 2004, mas inferior a 2% no próximo ano.

meses. A taxa de desemprego no Japão, após atingir 4,9% em julho, encerrou o terceiro trimestre em 4,6%, mesmo patamar do final do trimestre anterior. Na Área do Euro, a taxa de desemprego permanece estável em 8,9% desde março de 2003.

A América Latina apresentará, em 2004, crescimento bastante significativo, provavelmente superior a 5%, beneficiando-se do cenário internacional positivo, com efeitos favoráveis sobre as exportações da região, da melhora dos termos de troca da pauta comercial, reflexo da elevação de preços de importantes *commodities* minerais e agrícolas, e do contexto favorável nos mercados financeiros, que se traduz em acesso mais fácil e mais barato aos fluxos internacionais de capitais. O PIB argentino, ainda em recuperação, deve apresentar crescimento superior a 7% em 2004 e próximo a 5% em 2005. O crescimento da economia mexicana permanecerá em torno de 4% neste e no próximo ano e o da economia chilena, que se beneficia da elevação dos preços do cobre, deverá superar 5%, nos dois anos.

Taxas de juros oficiais

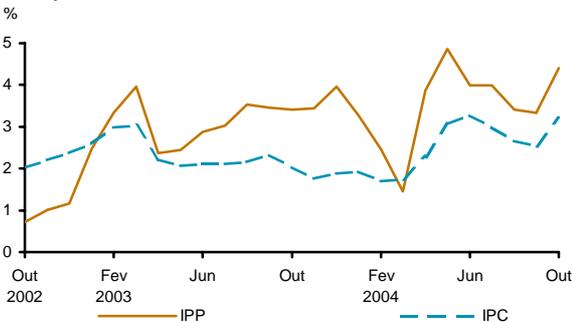
Taxas anuais



Fonte: Federal Reserve, BCE e Banco da Inglaterra

Inflação – EUA

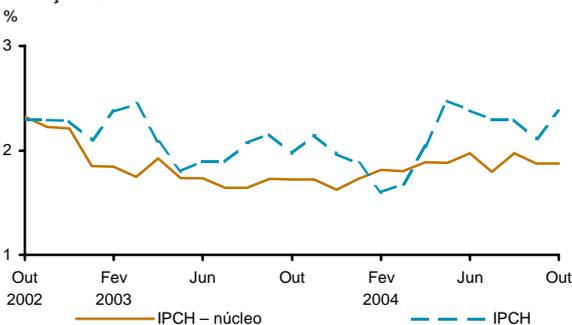
Variação anual



Fonte: Bureau of Labor Statistics

Inflação ao consumidor – Área do Euro

Variação anual



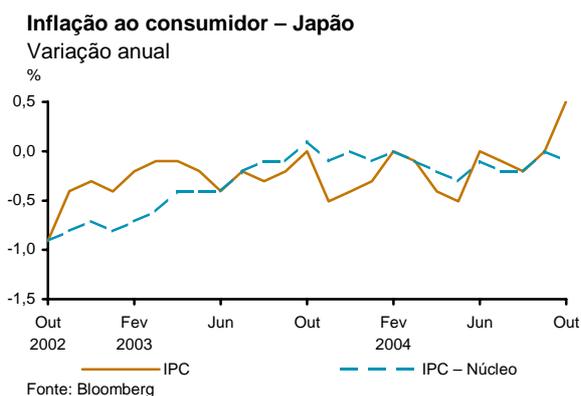
Fonte: Eurostat

4.2 Política monetária e inflação

O *Federal Reserve* (Fed) vem mantendo a estratégia gradualista de condução da política monetária norte-americana. Mais recentemente, contudo, o crescente déficit em conta-corrente desencadeou novas pressões sobre o dólar, expressas na crescente desconfiança de investidores privados quanto à sustentabilidade do financiamento externo da economia norte-americana. Se exacerbados, esses temores poderão provocar alta mais acelerada dos juros nos Estados Unidos, com desdobramentos desfavoráveis para o crescimento da economia mundial e para o equilíbrio financeiro dos países emergentes mais endividados. No que se refere aos preços, a recente alta do petróleo ainda não surtiu impactos inflacionários significativos. Os núcleos da inflação ao produtor e ao consumidor encontram-se, assim, nivelados em torno de 2% ao ano.

Na Área do Euro, apesar da apreciação recorde do câmbio e do crescimento moderado, a inflação persiste em patamar superior a 2%. A recente alta para o nível anual de aproximadamente 2,5% decorre, em parte, da elevação dos preços do petróleo.

A política monetária do Banco do Japão (BoJ) seguiu inalterada nos últimos meses, com o ritmo de aumento dos



preços ao consumidor ainda não permitindo antever um prazo para o término da política de juro zero. O comportamento do deflator do PIB, em particular, ratifica a indefinição quanto ao horizonte de tempo para o fim da deflação, muito embora sua queda tenha sido minorada no terceiro trimestre. A forte desaceleração do crescimento da economia no terceiro trimestre, por seu turno, pode suscitar novas medidas de relaxamento monetário. A apreciação recente do iene leva a crer que o banco central japonês vem intervindo de forma mais moderada no mercado de câmbio, postura observada em outros países da região, tendo em vista as apreciações recentes do won coreano e do baht tailandês.

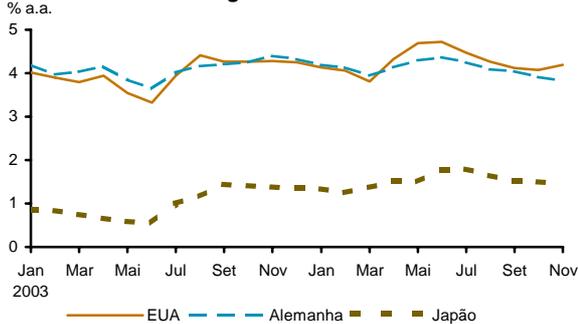
O Banco da Inglaterra, tendo em vista a expressiva desaceleração da economia do Reino Unido no terceiro trimestre e a redução dos preços dos imóveis, em setembro, pela primeira vez em três anos, optou por manter os juros oficiais em 4,75% a.a. na reunião de dezembro. As perspectivas são de que, no próximo ano, o processo de correção da postura da política monetária seja menos intenso que o prevalecente até agora, registrando-se que o Banco da Inglaterra foi o primeiro entre os bancos centrais das principais áreas econômicas a dar início ao processo de alta dos juros, ainda em novembro de 2003.

O Banco Central da China alterou a taxa básica de juros pela primeira vez em nove anos. O aumento, de 5,31% para 5,58% a.a., sinalizou postura mais ativa da autoridade monetária no sentido de arrefecer o crescimento acelerado do País. No mesmo sentido, o banco central chinês decidiu liberar as taxas ativas dos bancos e foram implementadas medidas de desincentivo à entrada de capital especulativo. Essas medidas apontam para a crescente flexibilização dos regimes monetário e cambial no país, não obstante a maior flexibilização da taxa de câmbio, em particular, deva ser precedida de outras medidas preparatórias até sua efetiva implementação.

4.3 Mercados financeiros internacionais

Os rendimentos anuais dos títulos nos Estados Unidos apresentaram volatilidade no trimestre encerrado em novembro. Nesse sentido, a remuneração dos títulos de dois anos oscilou entre 2,41% a 3,05% e a daqueles com vencimento em dez anos, de 4% a 4,35%. Ao longo de setembro, a expectativa de pausa, ainda em 2004, no ritmo da contração monetária, fundamentada pela percepção de

Retorno sobre títulos governamentais^{1/}



Fonte: Bloomberg

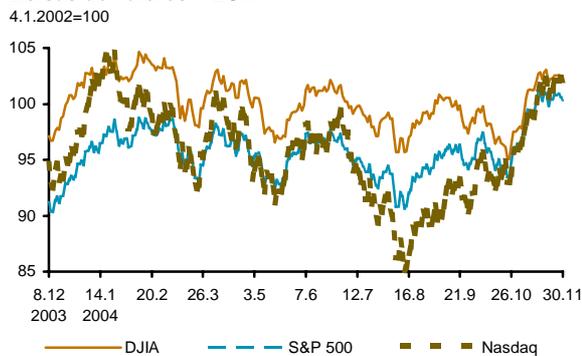
1/ Média mensal dos rendimentos nominais dos títulos de 10 anos.

arrefecimento da atividade e das taxas de inflação, contribuiu para o declínio dos rendimentos. Essa tendência foi revertida nos últimos dias daquele mês, em função do melhor desempenho dos indicadores de atividade econômica, o que tenderia a favorecer o cenário de continuidade da contração monetária.

Na maior parte de outubro, as expectativas quanto à atuação do Fed, em cenário de persistente elevação dos preços do petróleo, não foram as únicas condicionantes da trajetória do retorno dos ativos de renda fixa nos Estados Unidos. O período foi marcado por compras preventivas (*fly to quality*) de títulos governamentais, em face da tensão do período pré-eleitoral, das incertezas geopolíticas e da expectativa de eventual aquisição de títulos norte-americanos por parte de bancos centrais asiáticos para conter a persistente depreciação do dólar. Esse cenário implicou a redução, entre 7 e 25 de outubro, dos rendimentos anuais dos títulos.

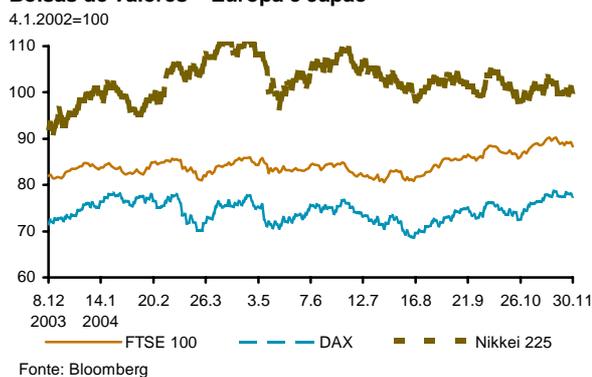
Desde o fim de outubro, contudo, as taxas de juros de mercado reassumiram trajetória ascendente, refletindo a reversão dos posicionamentos preventivos e a percepção de maior dinamismo econômico, em cenário de elevação do custo da mão-de-obra e dos preços dos insumos importados. Nesse contexto, o comportamento recente dos preços dos ativos de renda fixa parece estar mais consistente com a evolução dos fundamentos econômicos, em especial a trajetória declinante da taxa de câmbio, o elevado déficit fiscal e a reduzida taxa de poupança das famílias, fatores que favorecem a continuidade da remoção do estímulo monetário sinalizada pelo Fed. No trimestre encerrado em novembro, os rendimentos dos títulos de dois anos e de dez anos acumularam elevação de 26,8% e de 5,7%, encerrando novembro nos patamares de 3,02% e 4,35%, nessa ordem.

Bolsas de valores – EUA



Fonte: Bloomberg

Bolsas de valores – Europa e Japão



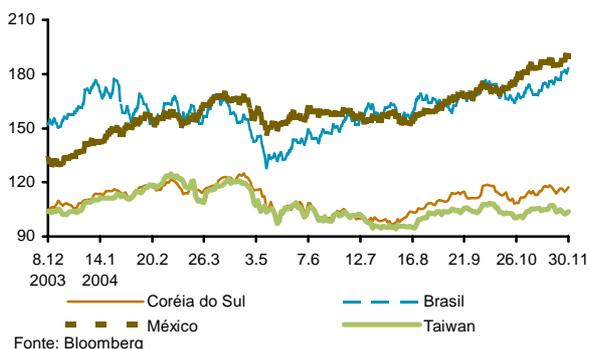
Fonte: Bloomberg

Nas demais economias desenvolvidas, observou-se que, até novembro, as taxas de juros de longo prazo mantiveram a trajetória descendente iniciada em meados de junho, apresentando, no caso das economias européias, menor volatilidade comparativamente à observada nos Estados Unidos. As taxas de juros dos títulos de dez anos no Reino Unido e na Alemanha declinaram 6,9% e 6,1%, respectivamente, de setembro a novembro, enquanto no Japão, a taxa acumulou declínio de 4,3%.

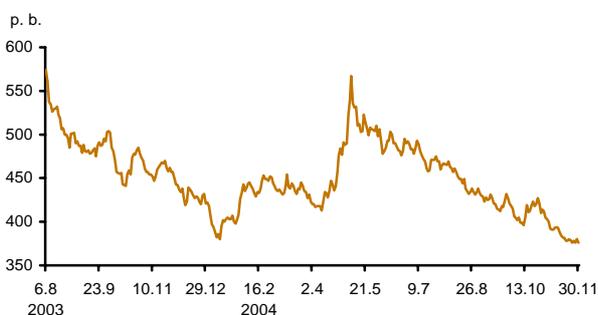
Até a primeira semana de outubro, os mercados acionários reproduziram o ambiente volátil observado nos mercados de renda fixa, com efeitos mais acentuados no Japão e nas economias emergentes. Porém, a partir de 25

Bolsas de valores – Mercados emergentes

4.1.2002=100



Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+)



Financiamento externo privado das economias emergentes

	US\$ bilhões			
	2002	2003	2004 ^{1/}	2005 ^{1/}
Investimento acionário líquido (A)	117,6	123,8	137,6	142,7
Investimento direto	116,5	92,0	113,7	117,4
Investimento de portfólio	1,1	31,8	23,9	25,3
Credores privados, líquido (B)	7,3	89,1	88,3	86,7
Bancos comerciais	-8,3	31,6	32,8	37,0
Credores não bancários	15,6	57,5	55,5	49,7
Financiamento privado líquido (A+B)	125,0	212,8	225,9	229,3
América Latina	16,3	30,5	37,0	49,3
Europa	46,6	60,7	68,3	73,7
África e Oriente Médio	1,4	3,6	10,4	5,8
Ásia/Pacífico	60,7	118,1	110,1	100,4

Fonte: IIF

1/ Previsão.

de outubro, as bolsas de valores passaram a evoluir positivamente, amparadas por indicadores econômicos mais sólidos e pelo recuo dos preços do petróleo. Nesse contexto, no trimestre setembro-novembro, os índices Dow Jones, Standard & Poor's 500 e Nasdaq dos Estados Unidos aumentaram 7,3%, 7,5% e 9,9%, respectivamente, e o Nikkei japonês, 2,3%. Os índices europeus *Deutscher Aktienindex* (DAX), *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100) e *Cotation Assistée en Continue* (CAC) elevaram-se 7%, 3% e 4%, nessa ordem, enquanto nas economias emergentes registraram-se aumentos de 8,7% na Coréia, de 9,1% no Brasil e de 11,1% no México. Na Argentina e na Rússia, os índices recuaram 2,2% e 5,7%, nessa ordem.

A reversão paulatina do impulso monetário nos Estados Unidos tem concorrido para a redução sustentada dos prêmios do *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+), em ambiente de avaliação mais favorável dos fundamentos da maioria das economias emergentes. Nesse cenário, os prêmios convergiram para os patamares vigentes no início do ano – ou mesmo inferiores, como no caso da Venezuela. No trimestre encerrado em novembro, o Embi+ declinou 14%, de 438 pontos para 376 pontos, observando-se reduções de aproximadamente 21% nos prêmios do Brasil e da Rússia e de 26% e 16%, nessa ordem, nos relativos à Venezuela e à Turquia.

Esse ambiente econômico positivo tem favorecido o ingresso líquido de capitais para as economias emergentes. Segundo a última projeção dos fluxos de capitais estrangeiros para economias emergentes do *Institute of International Finance* (IIF), o ingresso de capitais estrangeiros privados nas economias emergentes, após crescimento previsto de 6,2% (US\$13,1 bilhões) em 2004, deverá aumentar 1,5% (US\$3,4 bilhões) em 2005, persistindo a tendência de recuperação dos ingressos de capitais estrangeiros iniciada em 2003.

Dentre os componentes responsáveis pela expansão dos influxos de capitais em 2004, assinalem-se os crescimentos estimados em 23,6% (US\$21,7 bilhões) nos investimentos estrangeiros diretos (IED) e em 3,8% (US\$1,2 bilhão) no ingresso líquido de créditos bancários, que, pelo segundo ano consecutivo, apresentou ingresso líquido superior a US\$30 bilhões. Para 2005, a previsão é de que os ingressos líquidos nas mesmas rubricas cresçam, respectivamente, 3,2% (US\$3,7 bilhões) e 12,8% (US\$4,2 bilhões).

Ressalte-se que a expansão nos influxos líquidos de capitais estrangeiros privados nos dois anos deverá ocorrer a despeito da redução no valor dos influxos de portfólio e de créditos privados não bancários em relação aos níveis alcançados em 2003. A menor atratividade do mercado acionário asiático e a maior amortização de créditos não bancários, principalmente títulos de dívida, em 2004, bem como maiores custos de captação de recursos em 2005 são os principais fatores explicativos para essas projeções.

Com relação aos fluxos líquidos de capitais estrangeiros privados para a América Latina, a previsão do IIF sugere comportamento ainda mais positivo do que o apontado para o conjunto das economias emergentes, registrando aumento de 52% (US\$6,5 bilhões), em 2004, e de 33,1% (US\$12,3 bilhões), em 2005. Essas estimativas são atribuídas a crescimentos de 20,7% e 10,9% do IED, e de 33% e 6,9%, dos fluxos de créditos privados não bancários, nos dois anos.

A continuidade da recuperação dos fluxos de capitais privados para países emergentes evidencia a expressiva oferta cambial que um número crescente de economias passou a experimentar, devido a notáveis saldos positivos de comércio e em transações correntes. Registre-se que projeções divulgadas pelo FMI indicam que, após crescimento previsto de 21,4% (US\$50,4 bilhões), em 2004, deverá haver redução da ordem de 5,8% (US\$16,5 bilhões) no superávit em transações correntes das economias emergentes em 2005, que deverá permanecer, no entanto, em patamar superior ao registrado em 2003.

A principal região superavitária em 2005 deverá continuar sendo a Ásia, cujas economias emergentes devem ser responsáveis por 57% do superávit total em transações correntes, e devem receber 44% dos influxos líquidos de capitais privados estrangeiros. As projeções para a América Latina indicam, após expansão de US\$4,6 bilhões, para US\$9 bilhões no superávit em transações correntes das economias da região em 2004, déficit de US\$6,8 bilhões em 2005. Essa reversão, entretanto, não deverá alterar significativamente o nível de oferta de divisas para a região, dada a expansão esperada nos ingressos líquidos de capitais estrangeiros. Prevê-se acumulação de reservas internacionais da ordem de US\$13,2 bilhões para a região, em 2005.

Além da elevação do nível de reservas internacionais, calculada pelo FMI em US\$350,1 bilhões, em 2004, e em US\$291,2 bilhões, em 2005, a continuidade da conjuntura favorável aos fluxos de capitais para as

Economias emergentes – Conta-corrente e acumulação de reservas

	US\$ bilhões			
	2002	2003	2004 ^{1/}	2005 ^{1/}
Conta-corrente	145,0	235,3	285,7	269,2
África	-6,7	-0,4	2,8	5,0
Europa Central e Oriental	-24,0	-35,1	-44,2	-45,2
Comunidade de Estados Independentes	32,2	36,6	61,4	53,6
Ásia Emergente	131,2	172,2	153,2	154,4
Oriente Médio	29,1	57,6	103,5	108,2
América Latina	-16,8	4,4	9,0	-6,8
Acumulação de reservas	197,1	367,0	350,1	291,2
África	7,6	20,0	22,9	23,4
Europa Central e Oriental	14,4	13,6	9,4	5,7
Comunidade de Estados Independentes	11,8	33,6	27,8	34,7
Ásia Emergente	158,4	234,2	232,6	158,0
Oriente Médio	3,3	29,9	44,8	56,3
América Latina	1,6	35,7	12,7	13,2

Fontes: WEO – FMI

1/ Previsão.

economias emergentes deverá propiciar a continuidade da acumulação de ativos e de depósitos internacionais pelos agentes privados residentes nessas economias. Ao lado da constituição de reservas pelo Japão, o aumento das reservas internacionais pelos países emergentes da Ásia tem assumido importância crescente no financiamento do déficit em transações correntes dos Estados Unidos.

Apesar de a partir da última semana de outubro as expectativas de crescimento econômico nos Estados Unidos terem se fortalecido – o que induziu ganhos nas bolsas e promoveu aumento nas taxas de juros de mercado, nos mercados cambiais o dólar apresentou persistente perda de valor. O principal fator indutor desse comportamento foi a mudança de sentimento dos agentes do mercado a respeito da sustentabilidade, no longo prazo, do crescente déficit em transações correntes dos Estados Unidos.

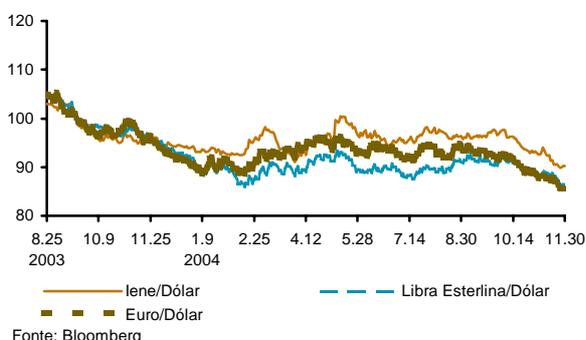
Embora o passivo externo líquido da economia dos Estados Unidos permaneça em nível baixo, de aproximadamente 23% do PIB, a dimensão absoluta do déficit em transações correntes, o ritmo de acumulação líquida de passivos externos que ele induz e a ausência de propostas fiscais do governo capazes de gerar expectativas de redução mais consistente do excesso de absorção de bens e serviços pela economia norte-americana, passaram a exercer influência sobre os agentes do mercado internacional.

Após certa estabilidade em suas cotações de junho a setembro, a moeda norte-americana passou, então, a apresentar forte depreciação frente não só às demais moedas de pagamento internacional, como também às moedas das principais economias emergentes, inclusive as asiáticas, alcançando as mais baixas cotações frente ao euro, ao iene, à libra esterlina e ao dólar canadense.

Em média, entre os últimos dias de setembro e de novembro, a moeda norte-americana depreciou-se 7% frente ao euro e ao dólar canadense, 7,3% em relação ao iene e 4,6% relativamente à libra esterlina. Em relação às moedas de países emergentes, registrem-se os recuos em relação ao real, 4,3%; ao peso mexicano, 1,4%; à lira turca e ao baht, 4,8%; ao dólar taiwanês, 5,2%; e ao won, 8,6%.

A despeito da alteração do padrão de flutuação do dólar em relação às demais moedas no último trimestre, o recente comportamento do mercado cambial não parece emitir sinais de que esteja em curso um ajuste desordenado das taxas de câmbio.

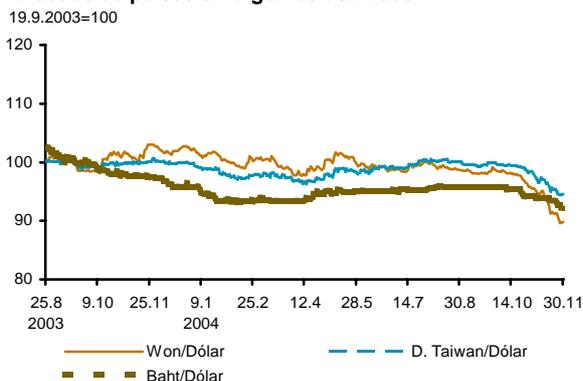
Cotações do dólar



Moedas – América Latina e Turquia



Moedas de países emergentes asiáticos



À medida que as expectativas que vêm produzindo a forte depreciação do dólar frente as principais moedas internacionais não têm exercido, até aqui, dominância sobre a evolução dos preços nos demais mercados financeiros, especialmente nos das ações e dos ativos de renda fixa nos Estados Unidos, o ajuste em curso parece condizer com a noção de que a maior flexibilidade das taxas de câmbio nos maiores países e áreas econômicas é capaz de promover ajustes amplos e sem sobressaltos no sistema financeiro internacional.

4.4 Comércio mundial

De acordo com estimativas da Organização Mundial do Comércio (OMC) publicadas em outubro, o comércio mundial crescerá 8,5% em termos reais em 2004, ante 4,5%, em 2003. Segundo o Organismo, a alta nas cotações do petróleo e das matérias-primas sobre o volume do comércio em 2004 está sendo compensada pelo vigoroso crescimento do produto e do comércio na China, na América Latina e na África, bem como pela recuperação econômica no Japão. As projeções do FMI estão em linha com as da OMC, e indicam expansões para o comércio mundial de 8,8%, em 2004 e de 7,2%, em 2005.

O déficit acumulado em doze meses, até setembro, da balança de bens e serviços dos Estados Unidos alcançou US\$606 bilhões. De janeiro a setembro de 2004, em relação ao período correspondente do ano anterior, o déficit aumentou cerca de 19%. Essa evolução reflete, em parte, o diferencial entre as taxas de crescimento da economia norte-americana e as de seus parceiros comerciais. Nesse sentido, assinala-se que, embora a alta nos preços do petróleo tenha contribuído para o aumento do déficit comercial, as importações petrolíferas e não petrolíferas se elevaram em termos reais. Ainda refletindo o vigoroso nível de atividade econômica, as importações de bens de capital em setembro foram as maiores desde o início de 2002.

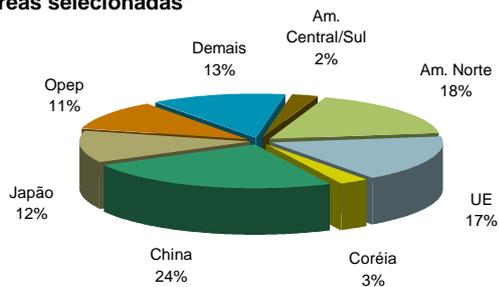
O menor dinamismo das economias que constituem os principais mercados para os produtos norte-americanos impõe limites estreitos ao aumento das exportações. A China, que compõe o pólo dinâmico da economia mundial, é destino de pouco mais de 4% das exportações dos Estados Unidos.

Na Área do Euro, a redução no ritmo de crescimento das exportações e a aceleração das importações comprometeram o resultado comercial da região no terceiro trimestre. Esse movimento foi mais evidente na Alemanha,

EUA – Déficit comercial bilateral^{1/}



EUA – Déficit Comercial por países e áreas selecionadas^{1/}



Fonte: U.S. Department of Commerce/Bureau of Economic Analysis
1/ Acumulado até setembro-2004; Venezuela está incluída na Opep.

onde a contribuição do setor externo para o PIB do terceiro trimestre foi negativa, diversamente do que ocorreu nos quatro trimestres anteriores. Na França, apesar do impacto negativo do setor externo, a alta das importações, reflexo da vigorosa demanda doméstica, foi acompanhada pela aceleração das exportações. No Reino Unido, os fluxos de comércio se elevaram, sobretudo as importações, registrando-se déficit recorde em bases trimestrais, tendência que deverá ser mantida tendo em vista que as importações estão crescendo mais que as exportações, mesmo diante da depreciação da libra. O aumento nos preços do petróleo e a apreciação do euro ante o dólar constituem-se em restrições adicionais à demanda por produtos europeus nos próximos meses.

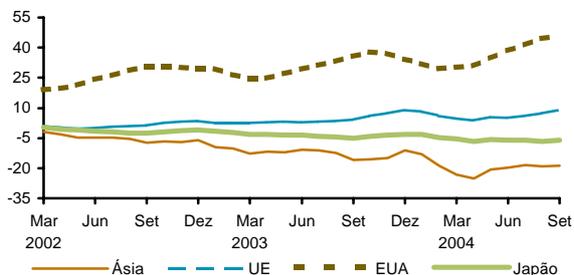
No Japão, o menor nível da atividade global e a alta nas cotações do petróleo afetaram negativamente o comércio exterior. As exportações reduziram-se ante o enfraquecimento da demanda externa e as importações refletiram a alta do petróleo e o crescimento das compras em termos reais. Esses movimentos reduziram o saldo comercial relativo ao período julho-setembro, resultando em contribuição negativa do setor externo para o PIB pela primeira vez em dois anos.

Na China, as exportações desaceleraram, mas se mantiveram em patamar elevado no terceiro trimestre, favorecendo a reversão do saldo acumulado no ano, até setembro, de déficit para superávit. Ainda no terceiro trimestre, em relação ao período anterior, as vendas externas foram sustentadas pela demanda norte-americana, enquanto a demanda por importações enfraqueceu, com declínio das compras de equipamentos elétricos e de aço.

Na América Latina, registre-se o desaquecimento do comércio exterior mexicano no terceiro trimestre, após expansão nos três trimestres anteriores. A atividade manufatureira, que tem se beneficiado da demanda norte-americana, desacelerou, refletindo a estabilização do fluxo de exportações/importações do setor, enquanto a alta nos preços do petróleo contribuiu para a redução do déficit comercial. Como nos períodos anteriores, o comércio exterior da Argentina foi influenciado pelos elevados preços de *commodities* e pela recuperação da atividade econômica. Não obstante, a tendência aponta para a desaceleração dos fluxos comerciais, ante a moderação nos preços das matérias-primas e os limites à expansão continuada da atividade doméstica. Quanto ao Chile, a atividade mineradora, beneficiada pela conjuntura de alta de preços internacionais de *commodities* metálicas, respondeu pelo

China – Saldo comercial bilateral^{1/}

US\$ bilhões



Fonte: Bloomberg

1/ Média móvel trimestral.

dinamismo do comércio exterior no terceiro trimestre, com os fluxos se elevando frente ao mesmo período de 2003.

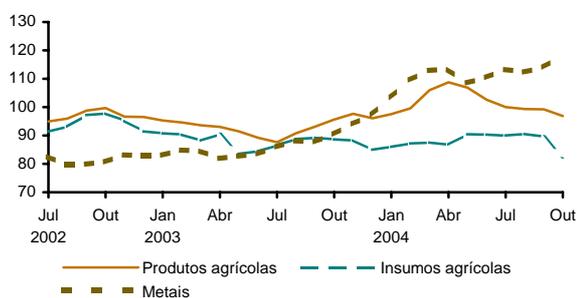
4.4.1 Commodities

Durante o ano, o comportamento das cotações das *commodities* refletiu o desempenho positivo da economia mundial, principalmente dos grandes consumidores internacionais, os Estados Unidos e a China, que continuam pressionando fortemente a demanda por *commodities* agrícolas e minerais.

Embora a partir de abril deste ano tenha havido mudança de tendência nos preços das principais *commodities* agrícolas, cujas cotações estão declinando por pressões geradas, basicamente, pela elevação da produção mundial de algumas lavouras, como soja, milho e algodão, ainda assim seus preços mantêm-se em patamares elevados. Os preços das *commodities* minerais vêm mantendo a tendência ascendente, refletindo as pressões de demanda decorrentes do bom desempenho observado na economia mundial.

Índice de preço de *commodities* em DES

1995 = 100



Fonte: Fundo Monetário Internacional

4.4.1.1 Petróleo

Após atingir a maior cotação do ano em meados de outubro, as cotações do barril de petróleo apresentaram ligeiro recuo ao longo de novembro. No entanto, a capacidade de produção ociosa dos principais países produtores permanece reduzida, de forma que a trajetória da *commodity* estará particularmente suscetível às instabilidades do setor ao longo dos próximos meses. O rigor do inverno norte-americano será certamente um fator-chave para a consolidação ou reversão dessa trajetória de preços, uma vez que os estoques de óleo para aquecimento estão em níveis historicamente baixos. Adicionalmente, a crescente demanda da China, atualmente o segundo maior país consumidor de energia, tem pressionado sensivelmente as cotações, que, em outubro, foram impulsionadas pela redução da produção no Golfo do México, em decorrência das dificuldades causadas pelo furacão Ivan.

A análise da evolução das cotações dos contratos futuros de petróleo tipo *Brent* revela, nos períodos referenciados, comportamento declinante para os próximos doze meses, embora se observe mudança de patamar de preços, que possivelmente não será revertida no curto prazo, tendo em vista que o mercado já incorporou tais expectativas.

Petróleo – Mercado à vista

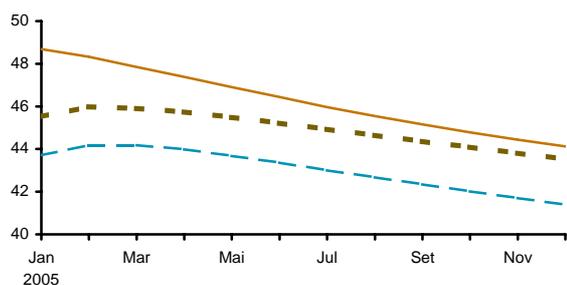
US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

Petróleo tipo Brent – Mercado futuro

US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

Assim, para os próximos doze meses, o cenário para os preços dos contratos futuros sugere que o recuo do preço do barril será um processo lento, vindo a se estabilizar em patamar superior à banda de US\$22-US\$28/barril estabelecida pela Organização dos Países Produtores de Petróleo (Opep), e sujeito a oscilações relacionadas às tensões geopolíticas.

4.5 Conclusão

A indefinição quanto à trajetória das cotações do petróleo e o atual ritmo de acumulação de passivos externos pelos Estados Unidos têm gerado preocupações quanto à evolução do produto e do volume de comércio mundiais. Apesar desses aspectos negativos, os dados e prognósticos disponíveis apontam para um crescimento vigoroso da economia mundial em 2004, com manutenção dessa expansão nos próximos dois anos, embora a um ritmo mais moderado.

A manutenção de taxas significativas de crescimento econômico, de políticas macroeconômicas consistentes nas economias emergentes e a perspectiva de continuidade da liquidez nos mercados financeiros internacionais deverão permitir, também, a extensão, para 2005, do ambiente econômico favorável ao ingresso líquido de capitais estrangeiros nas economias emergentes.