

O ritmo de crescimento da economia mundial permanece robusto, mas já está refletindo, em intensidades distintas nas diversas regiões, as restrições associadas ao ciclo de aperto das respectivas políticas monetárias. Nesse sentido, enquanto na China a expansão segue forte, nos Estados Unidos os sinais de moderação tornam-se mais evidentes, refletindo a elevação das taxas de juros, a retração do mercado imobiliário, os elevados preços dos combustíveis e os possíveis efeitos desses fatores sobre o consumo privado nos próximos meses. Ao mesmo tempo, observa-se aceleração do nível de atividade na Área do Euro e mantém-se a perspectiva de crescimento sustentado no Japão.

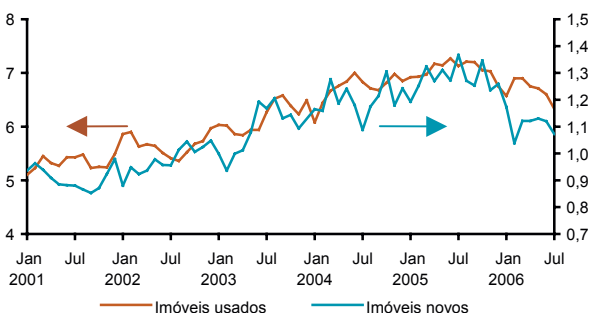
Nos mercados financeiros, os fatores de instabilidade presentes a partir de maio e, com maior ênfase, em junho, elevaram a aversão ao risco dos investidores estrangeiros, com impactos negativos em especial sobre os ativos associados a economias emergentes. A partir de meados de junho, os indicadores de risco-país, bolsas de valores, mercados de títulos de dívida e de preços de moedas nacionais em relação ao dólar norte-americano mostraram tendências distintas entre as economias emergentes, sinalizando maior seletividade por parte dos investidores em favor das economias com fundamentos macroeconômicos mais sólidos.

## 4.1 Atividade econômica

As reduzidas taxas de juros praticadas nos Estados Unidos desde o início da década contribuíram para a valorização acentuada dos ativos imobiliários, ainda que de forma heterogênea entre as distintas regiões do país, favorecendo a repactuação de hipotecas e o aumento da renda disponível dos proprietários de imóveis. A conjunção desses efeitos impulsionou significativamente o consumo das famílias norte-americanas, com desdobramentos sobre o crescimento da economia do país ao longo dos últimos anos. A partir de meados de 2005, a elevação gradual das

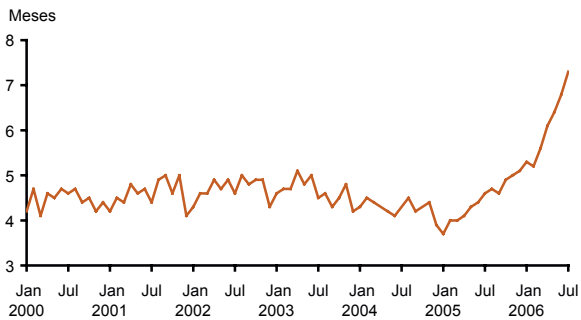
**Gráfico 4.1 – EUA – Vendas de imóveis**

Milhões de unidades



Fonte: National Association of Realtors

**Gráfico 4.2 – EUA: prazo médio de venda do estoque de imóveis residenciais**



Fonte: Bloomberg

taxas de juros hipotecários e o esgotamento do ciclo de valorização dos imóveis afetaram o mercado imobiliário, tendência que vem se acentuando nos últimos meses. Em julho de 2006, registraram-se retrações acentuadas no início de novas construções e nas vendas de imóveis novos e usados, enquanto o investimento em residências apresentou redução anualizada de 9,8% no trimestre encerrado em junho, após recuo de 0,3% no primeiro trimestre do ano. A evolução em médio prazo do mercado imobiliário constitui-se em um dos principais condicionantes do desempenho da economia norte-americana, tendo em vista sua importância na determinação dos gastos de consumo.

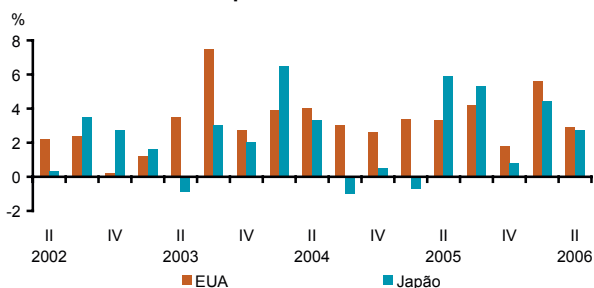
A utilização dos fatores de produção segue elevada nos Estados Unidos, com a taxa de desemprego atingindo 4,7% em agosto, e a capacidade instalada, 82,4% em julho, o maior nível dos últimos seis anos. O mercado de trabalho, no entanto, vem perdendo dinamismo ao longo do ano, tendo sido gerados, nos primeiros oito meses de 2006, 273 mil postos de trabalho a menos que no mesmo período do ano anterior.

Os indicadores de consumo divulgados até o início do terceiro trimestre, como vendas no varejo e gastos das famílias, embora apresentando relativo arrefecimento, não refletiram as desacelerações observadas na geração de empregos e no mercado imobiliário, sugerindo a sua compensação parcial pelos ganhos registrados nos salários e no valor das horas trabalhadas.

A economia da Área do Euro cresceu 3,6%, em termos anualizados, no segundo trimestre – maior expansão desde meados de 2000, impulsionada pelos desempenhos observados na França e na Alemanha. As duas principais economias da região apresentaram taxas de crescimento significativas pelo segundo trimestre consecutivo. Nos dois países, a FBCF destacou-se positivamente dentre os componentes do PIB, mais que compensando a desaceleração das exportações líquidas, enquanto o resultado relativo à Alemanha refletiu, ainda, os efeitos sobre o comércio, transportes e comunicações relacionados à realização da Copa do Mundo de 2006. A consistência da atual retomada do nível da atividade vem favorecendo a continuada redução na taxa de desemprego da região, que atingiu 7,8% em julho, a menor desde agosto de 2001. A indústria da Área do Euro segue registrando taxas de crescimento elevadas, alcançando, em termos anualizados, 4,3% em junho.

No Reino Unido, o aumento anualizado do PIB atingiu 3,2% no segundo trimestre, evidenciando o crescimento do consumo privado.

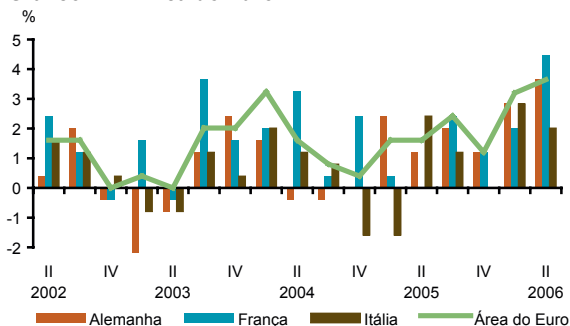
**Gráfico 4.3 – EUA e Japão – PIB<sup>1/</sup>**



Fontes: Bureau of Economic Analysis, Economic and Social Research Institute

1/ Variações trimestrais anualizadas e dessazonalizadas.

**Gráfico 4.4 – Área do Euro – PIB<sup>1/</sup>**



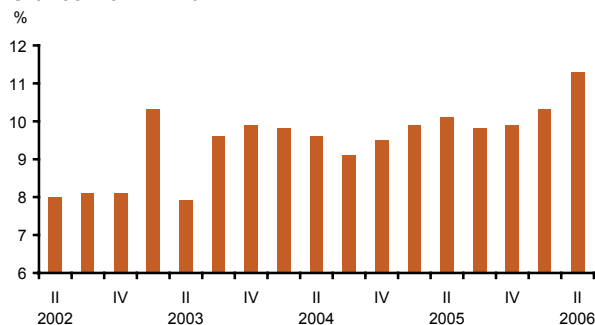
Fonte: Eurostat

1/ Variações trimestrais anualizadas e dessazonalizadas.

O crescimento do PIB no Japão atingiu 0,8% no segundo trimestre, em termos anualizados, após alta de 2,7% no trimestre encerrado em março. A desaceleração não alterou as perspectivas positivas para a economia em 2006, uma vez que resultou de fatores que tendem a ser compensados nos meses seguintes, tais como a contração dos estoques, o arrefecimento das exportações e a forte retração dos investimentos do setor público.

O consumo privado japonês manteve bom desempenho, e o investimento privado não-residencial apresentou alta anualizada de 16,2%. As condições do mercado de trabalho dão suporte para o aumento da renda e dos gastos com consumo nos próximos meses, com a taxa de desemprego recuando para 4,1% em julho, e o número de trabalhadores empregados apresentando evolução estável ao longo do ano. A produção industrial, embora com recuo mensal de 0,9% em julho, apresentou o melhor desempenho dos últimos dois anos na comparação anual, 5,1%. Além disso, as previsões relativas ao crescimento industrial no terceiro trimestre continuam favoráveis, sustentando as expectativas positivas quanto à expansão da economia japonesa no ano.

**Gráfico 4.5 – China – PIB<sup>1/</sup>**



Fonte: Bloomberg

1/ Variações relativas a igual trimestre do ano antecedente.

A economia chinesa, que cresce a taxas anuais superiores a 7,5% desde 1991, segue em expansão acelerada, a despeito de medidas restritivas adotadas pelo governo com o objetivo de adequar a trajetória de crescimento a um ritmo considerado sustentável. O crescimento do PIB atingiu 11,3% no trimestre encerrado em junho, em relação ao mesmo período do ano anterior, enquanto os investimentos fixos cresceram cerca de 30%, na mesma base de comparação, suscitando a adoção de novas medidas visando limitar a expansão do crédito, do setor imobiliário e dos investimentos dos governos regionais.

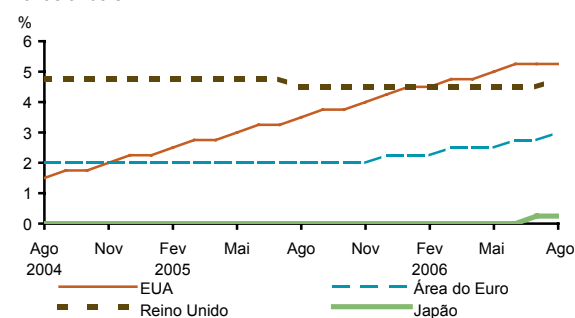
## 4.2 Política monetária e inflação

Ao longo do segundo trimestre, os preços do petróleo e seus derivados continuaram pressionando a inflação mundial e despertando temores quanto a efeitos sobre a atividade econômica. Nesse contexto, a atuação dos bancos centrais visa não apenas conter a alta geral de preços e reduzir a liquidez em suas economias, mas ancorar as expectativas inflacionárias de médio e longo prazos.

Nos Estados Unidos, o *Federal Reserve* (Fed) manteve a seqüência de alta nas taxas de juros, com a taxa dos *Fed funds* situando-se em 5,25% a.a., em junho,

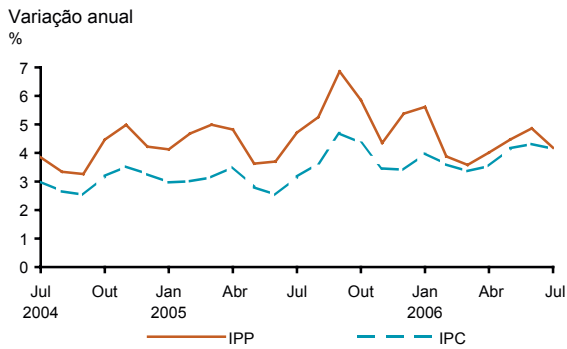
**Gráfico 4.6 – Taxas de juros oficiais**

Taxas anuais

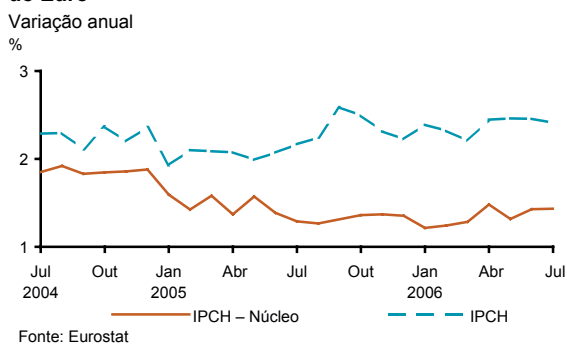


Fonte: *Federal Reserve*, BCE e Banco da Inglaterra

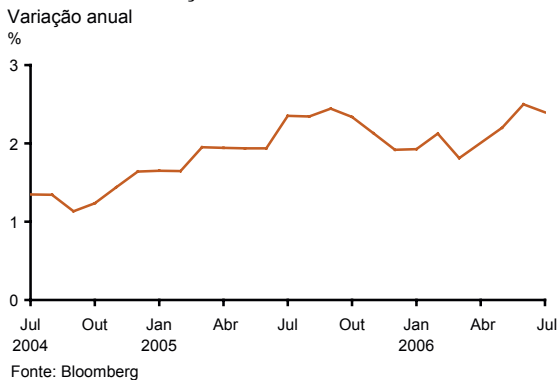
**Gráfico 4.7 – Inflação – EUA**



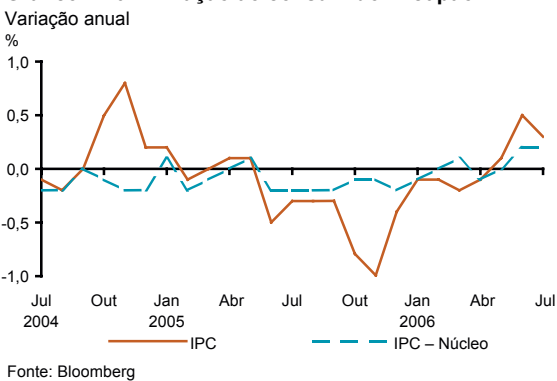
**Gráfico 4.8 – Inflação ao consumidor – Área do Euro**



**Gráfico 4.9 – Inflação ao consumidor – Reino Unido**



**Gráfico 4.10 – Inflação ao consumidor – Japão**



enquanto a inflação em doze meses atingiu 4,1% em julho. No início do terceiro trimestre, o Fed interrompeu o ciclo de aperto monetário, tendo em vista a elevação da taxa real de juros que, considerados os *Fed funds* e a variação anual do núcleo do deflator do PIB, atingiu 1,7%, frente a -1,7% no início do ciclo de contenção monetária; e o menor crescimento econômico, em sintonia com o arrefecimento do consumo, tendo em vista a eliminação dos refinanciamentos imobiliários como fonte de ampliação da renda disponível.

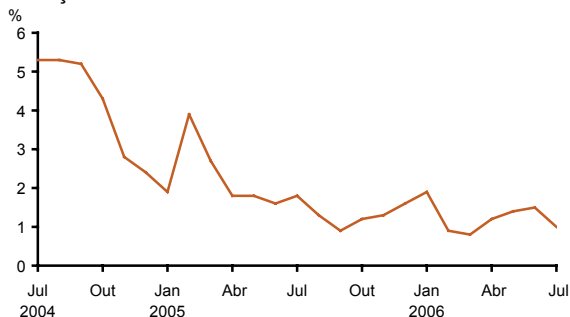
Na Área do Euro, o binômio ampla liquidez e inflação acima da meta desde maio de 2005, atingindo 2,4% nos doze meses encerrados em julho, segue influenciando o posicionamento restritivo do Banco Central Europeu (BCE), que elevou a taxa de juros para 3% a.a., em agosto. O ambiente econômico, refletindo os baixos níveis de juros nominais e reais, e a conseqüente expansão do crédito, com destaque para os empréstimos imobiliários, segue favorável à ampliação da atividade econômica, suscitando expectativas quanto a novas elevações da taxa de juros. O ritmo desse movimento mostra-se progressivamente dependente da sustentabilidade da retomada do crescimento europeu e do repasse dos preços da energia para os demais setores da economia.

No Reino Unido, o crescimento das expectativas inflacionárias, o estreitamento do hiato do produto e temores de que a inflação, há três meses acima da meta, atinja 3% a.a. foram decisivos para que o Comitê de Política Monetária elevasse a taxa *repo*, há dois anos inalterada, para 4,75%, em agosto. Apesar de o núcleo anualizado da inflação haver atingido 0,9% a.a. em julho, o menor desde outubro de 2004, as expectativas são de que o Banco da Inglaterra eleve novamente sua taxa básica, ainda no quarto trimestre, tendo em vista o objetivo de redução da inflação à meta de longo prazo de 2% a.a.

No Japão, após anos de taxas negativas, a inflação em doze meses atingiu 0,3% em julho. Sob esse novo cenário de recuperação equilibrada da economia, que inclui crescimento recorde de concessão de crédito, aumento da utilização da capacidade instalada e aumentos nas exportações, no investimento e no consumo privado, o Banco do Japão (BoJ) interrompeu a sua política de taxa de juros zero. Nesse sentido, em 14 de julho, o BoJ elevou a taxa *overnight* para 0,25% a.a. e a taxa básica de empréstimo, a *Lombard rate*, para 0,4%. As perspectivas de médio prazo, tendo em vista o caráter ainda acomodaticio da política monetária do BoJ, são de pequenas elevações, não consecutivas, das taxas de juros.

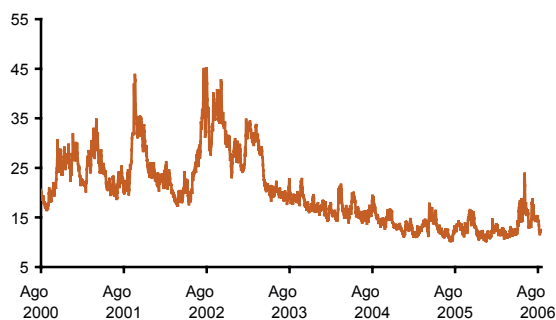
**Gráfico 4.11 – Inflação ao consumidor – China**

Varição anual



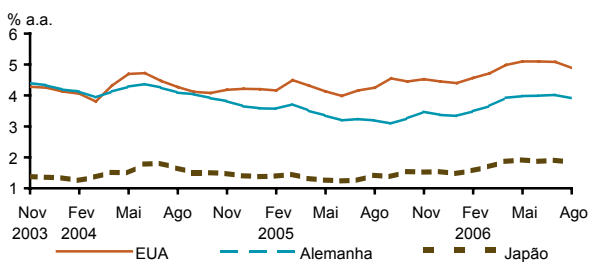
Fonte: Bloomberg

**Gráfico 4.12 – VIX**



Fonte: Bloomberg

**Gráfico 4.13 – Retorno sobre títulos governamentais<sup>1/</sup>**



Fonte: Bloomberg

1/ Média mensal dos rendimentos nominais dos títulos de 10 anos, até 23 de agosto de 2006.

A atuação restritiva do banco central chinês foi intensificada nos últimos meses. A exigência de recolhimento compulsório foi elevada para 8,5%, em 15 de agosto, e as taxas de juros para empréstimos de 1 e 5 anos, para 6,12% e 6,84% a.a., respectivamente. Apesar de a liquidez permanecer elevada, os controles administrativos de preços seguem possibilitando reduzidas taxas anuais de inflação, com os preços ao consumidor elevando-se 1% em julho.

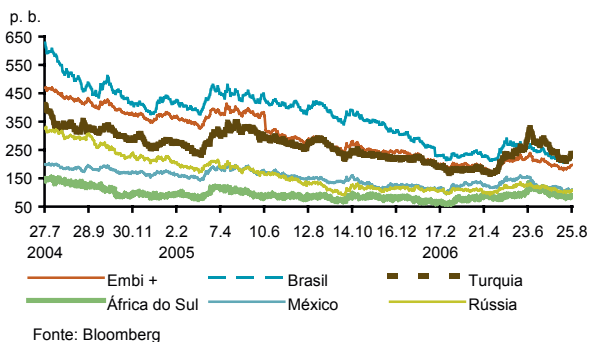
### 4.3 Mercados financeiros internacionais

Os fatores de instabilidade que se manifestaram nos mercados internacionais, notadamente a partir de maio, foram aprofundados em junho com a manutenção do alto grau de incerteza em relação à duração e à intensidade do ciclo de ajuste monetário global, com destaque para as expectativas de crescimento da inflação e de desaceleração da economia dos Estados Unidos. Esse cenário, potencializado pelo acirramento das tensões geopolíticas no Oriente Médio e na Coreia do Norte, determinou maior volatilidade dos preços de diversas moedas em relação ao dólar norte-americano, dos prêmios de risco e dos índices acionários associados às economias emergentes. O índice de Volatilidade CBOE S&P500 (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do *Standard and Poor's 500* (S&P500) e que é visto como um termômetro da aversão ao risco por parte dos investidores, atingiu 23,81 pontos – o maior no ano – em 13 de junho, tendo recuado para 12,31 pontos em 25 de agosto.

O retorno anual dos títulos governamentais de dez anos dos Estados Unidos atingiu 5,24%, a maior taxa do ano, em 28 de junho. Após a elevação dos juros básicos norte-americanos para 5,25% a.a., em julho, e um comunicado do Comitê de Mercado Aberto do Fed (FOMC) interpretado como brando pelo mercado, o retorno anual dos papéis norte-americanos de dez anos passou a seguir tendência descendente, atingindo 4,78% a.a., em 25 de agosto. Comportamento semelhante foi observado em papéis similares do Japão e da Alemanha, cujas taxas anuais, após atingirem, respectivamente, 1,99% e 4,14%, em 7 de julho, passaram a declinar e situaram-se, na mesma ordem, em 1,71% e 3,79%, em 25 de agosto.

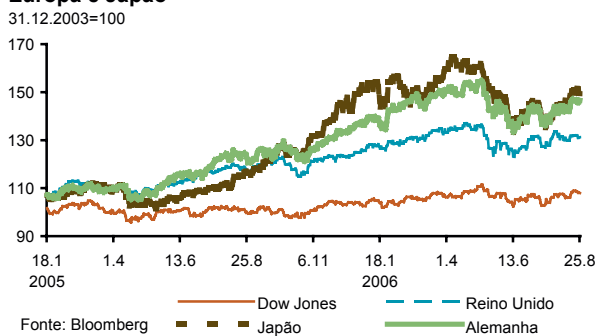
As incertezas sobre a economia norte-americana influenciaram o desempenho dos mercados financeiros internacionais nos últimos meses, aumentando a aversão

**Gráfico 4.14 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+)**



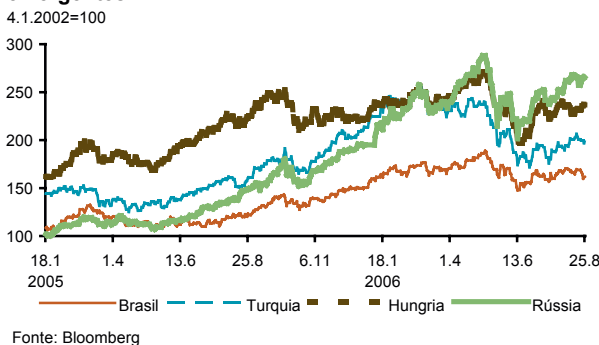
ao risco dos investidores estrangeiros, especialmente em junho. O Embi+, indicador de risco associado a mercados emergentes, atingiu 222 pontos em junho, comparativamente a 196 pontos no mês anterior, apresentando o maior valor, de 238 pontos, no dia 27. Nos meses seguintes, o Embi+ apresentou tendência descendente, atingindo 197 pontos em 25 de agosto.

**Gráfico 4.15 – Bolsas de valores – EUA, Europa e Japão**



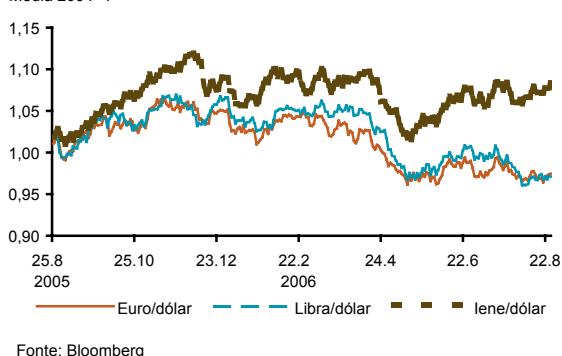
A evolução das bolsas de valores também esteve influenciada negativamente em junho. Os índices Dow Jones dos Estados Unidos, *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100) do Reino Unido, *Deutscher Aktienindex* (DAX) da Alemanha e Nikkei do Japão registraram pontuações mínimas em 13 de junho, acumulando perdas de 4,1%, 3,8%, 7% e 8,3%, respectivamente, em relação ao fechamento de maio. Os índices do Brasil e da Rússia recuaram 10,1% e 15,1% no mesmo período, também registrando mínimas em 13 de junho. O índice da Turquia registrou pontuação mínima em 26 de junho, quando acumulou recuo de 16,2% em relação a maio. Após essas datas, as bolsas apresentaram recuperação, com os índices do Brasil e da Turquia acumulando, entre 1º de junho e 25 de agosto, perdas de 1,6% e 3,3%, respectivamente, e o da Rússia, alta de 11,7%.

**Gráfico 4.16 – Bolsas de valores – Mercados emergentes**



No mercado cambial, após um período de estabilidade no primeiro trimestre, as relações de troca entre as moedas dos países desenvolvidos apresentaram variações significativas desde a segunda quinzena de abril. As oscilações decorreram principalmente da evolução da economia dos Estados Unidos e da forma como o mercado interpretou as decisões e os comunicados emitidos pelo FOMC no período.

**Gráfico 4.17 – Cotações do dólar**



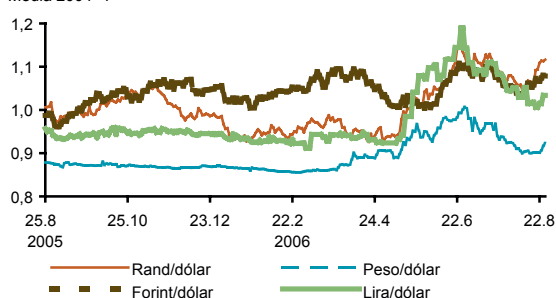
Como mencionado no último "Relatório de Inflação", o primeiro período de depreciação do dólar norte-americano frente às moedas européia e japonesa foi desencadeado pela divulgação da ata da reunião de março do FOMC na segunda quinzena de abril. Esse movimento foi parcialmente revertido a partir da reunião seguinte, em 10 de maio, não apenas pela elevação dos *Fed Funds* para 5% a.a., mas também, e principalmente, pela forma como os investidores interpretaram o texto do comunicado daquela decisão. Para isso contribuiu, ainda, a divulgação de índices de preços maiores do que os esperados pelo mercado. Até a reunião de 29 de junho, o dólar apresentou apreciações ante o euro, 1,4%; iene, 4%; e libra esterlina, 3%.

Temores quanto à extensão e possível intensificação do processo de ajuste de taxas de juros nos Estados Unidos afetaram a disposição dos investidores em assumir

**Gráfico 4.18 – Moedas de países emergentes**

África do Sul, Colômbia, Hungria e Turquia

Média 2004=1



Fonte: Bloomberg

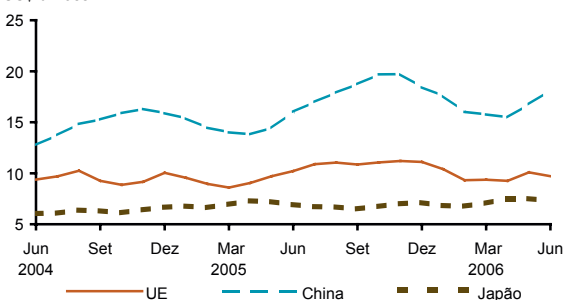
riscos mais elevados em ativos de mercados de países em desenvolvimento, registrando-se redução na demanda pelas moedas desses países. Assinalem-se, entre 10 de maio e 29 de junho, as depreciações, em relação ao dólar, sofridas pelas moedas da Turquia, 18,4%; África do Sul, 15%; Colômbia, 11,4%; e Hungria, 8,7%.

Nos dois meses seguintes, a situação se reverteu. A interrupção do ciclo de aperto monetário nos Estados Unidos, em 8 de agosto, e as elevações das taxas de juros básicas no Japão, na Área do Euro e no Reino Unido contribuíram para o arrefecimento da pressão dos mercados pela apreciação da moeda norte-americana. Em julho e em agosto, as taxas de câmbio entre o dólar norte-americano e as principais moedas dos países desenvolvidos permaneceram estáveis, e as cotações das moedas de algumas economias emergentes apresentaram relativa recuperação, a exemplo do peso colombiano e da lira turca, que, de 29 de junho a 25 de agosto, valorizaram-se 8,7% e 10,5%, respectivamente.

## 4.4 Comércio mundial

**Gráfico 4.19 – EUA – Déficit comercial bilateral<sup>1/</sup>**

US\$ bilhões



Fonte: Bloomberg

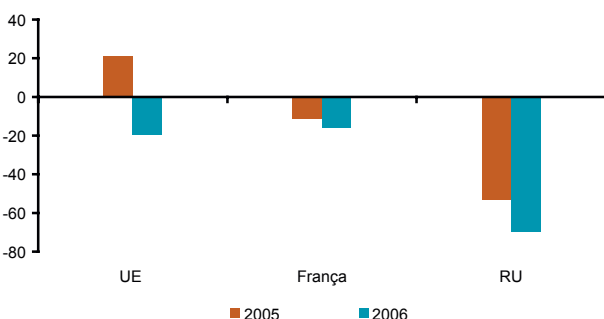
1/ Média móvel trimestral.

O comércio mundial continua refletindo o crescimento econômico de países-chaves no cenário global, a exemplo de Estados Unidos, China, Japão e Área do Euro, com desdobramentos sobre as cotações, especialmente, das *commodities* metálicas e do petróleo.

Nos Estados Unidos, o déficit acumulado da balança comercial elevou-se 12,1% no primeiro semestre de 2006, em relação ao mesmo período do ano anterior, não obstante o recuo do déficit mensal registrado em junho, devido ao aumento das exportações.

**Gráfico 4.20 – Saldo comercial jan-jun**

US\$ bilhões



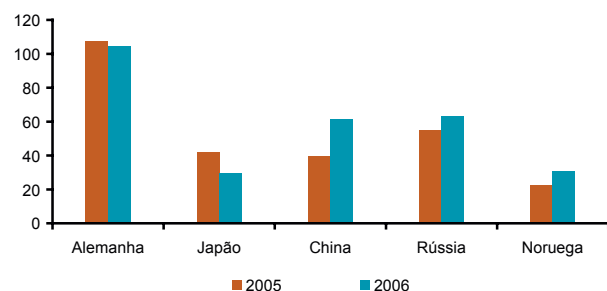
Fonte: Bloomberg

O déficit comercial dos países da Área do Euro atingiu US\$19,6 bilhões no primeiro semestre de 2006, registrando-se superávit na Alemanha e déficits representativos na Itália, França, Espanha e Grécia. O resultado agregado refletiu tanto a continuidade dos preços do petróleo em patamar elevado quanto a elevação da demanda doméstica.

No primeiro semestre de 2006, a demanda externa por produtos japoneses continuou elevada, mas em ritmo de crescimento menos acentuado do que a demanda doméstica, notadamente maquinário para fabricação de eletrônicos, contribuindo para a redução do superávit comercial no período, em relação ao semestre correspondente do ano anterior. O crescimento do investimento na economia japonesa, com vistas a atender às demandas doméstica e

**Gráfico 4.21 – Saldo comercial jan-jun**

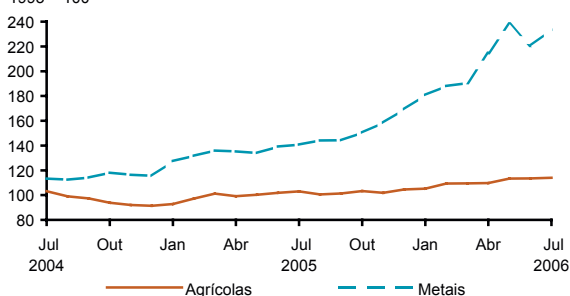
US\$ bilhões



Fonte: Bloomberg

**Gráfico 4.22 – Índice de preço de commodities em DES**

1995 = 100



Fonte: FMI

externa, sugere a manutenção do superávit japonês, ainda que em nível menor do que em 2005.

O superávit comercial da China acelerou-se em 2006, acumulando crescimento de 54,4% no primeiro semestre do ano, em relação a igual período de 2005. Essa evolução suscitou, novamente, discussões a respeito do regime cambial chinês.

#### 4.4.1 Commodities

O desempenho da economia mundial segue pressionando as cotações das *commodities* agrícolas e, especialmente, as relativas às *commodities* metálicas. As primeiras elevaram-se 9% em julho, em relação ao mesmo mês de 2005, com ênfase para o aumento de 44% no preço do açúcar, enquanto os preços internacionais das *commodities* metálicas cresceram 66%, na mesma base de comparação. Cabe ressaltar que, enquanto a elevação dos preços das *commodities* agrícolas esteve concentrada em alguns produtos específicos, a alta nas cotações das *commodities* metálicas foi generalizada.

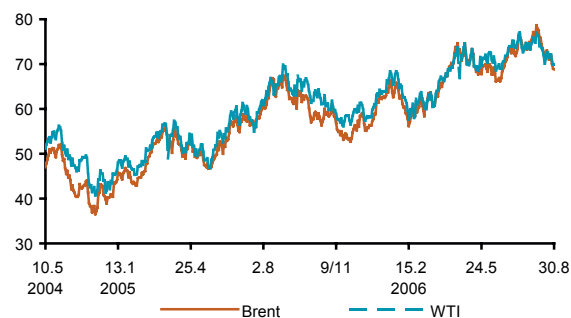
##### 4.4.1.1 Petróleo

O preço internacional do petróleo permaneceu volátil e em patamares historicamente elevados, evidenciando tanto a proximidade da temporada de furacões no Golfo do México quanto a persistência de fatores geopolíticos e estruturais, a exemplo da margem apertada entre oferta e demanda mundiais de petróleo, da reduzida capacidade ociosa da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep), dos gargalos da capacidade mundial de refino e do crescimento mundial. Entretanto, em um movimento que pode sinalizar uma acomodação nesse mercado, em agosto, a Opep reduziu em 80 mil barris/dia a estimativa de consumo mundial para 2006, devido ao declínio da demanda nos países da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) no segundo trimestre.

O preço médio do barril de petróleo tipo Brent atingiu US\$73,77 em agosto, comparativamente a US\$73,90, em julho, e a US\$64,09, em agosto de 2005. Nos primeiros oito meses de 2006, o preço médio do barril alcançou US\$67,87, ante US\$52,53 no período correspondente do ano anterior.

**Gráfico 4.23 – Petróleo – Mercado à vista**

US\$ por barril



Fonte: Bloomberg



## 4.5 Conclusão

No médio prazo, a evolução da economia mundial tende a ser condicionada, principalmente, pelo ritmo de desaceleração da economia norte-americana, para a qual o cenário mais provável ainda é o de arrefecimento gradual. Os riscos mais importantes são a ocorrência de choques na oferta de petróleo ou a deterioração mais severa do mercado imobiliário nos Estados Unidos, cujos efeitos podem se estender às demais regiões, a partir de eventual retração das importações norte-americanas e queda nos preços dos ativos financeiros e de *commodities*.

Confirmada a desaceleração da economia dos Estados Unidos e mantidos os preços em patamares considerados aceitáveis pela autoridade monetária, a questão passa então a ser quando o Fed começará a reduzir os juros.

No mercado financeiro internacional, com as flutuações expressivas de maio e junho, os agentes passaram a distinguir mais intensamente, dentre as economias emergentes, os países com políticas, monetária, fiscal e externa sustentáveis. Tais economias, cujos fundamentos macroeconômicos são considerados mais consistentes têm maior capacidade de absorção de eventuais choques externos adversos.