

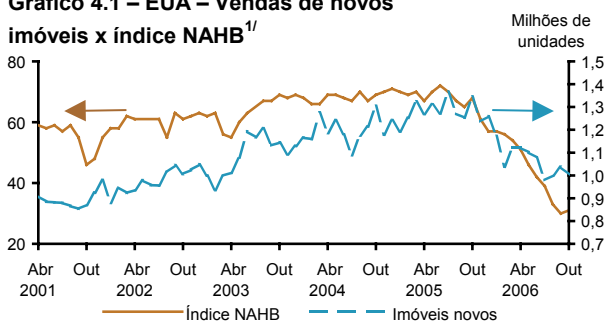
A economia mundial apresenta crescimento expressivo, porém com alguma desaceleração, em especial a partir do terceiro trimestre, em resposta ao recuo do nível de atividade nos Estados Unidos e, em menor intensidade, na Área do Euro, no Japão e na China.

A desaceleração do ritmo da atividade nos Estados Unidos está associada primariamente à retração do mercado imobiliário, não devendo exercer impactos representativos sobre as economias do Japão e da Área do Euro, nas quais o arrefecimento tende a ser temporário, determinado por flutuações de curto prazo na demanda doméstica, que mantém tendência de crescimento. Os sinais de desaquecimento registrados na economia chinesa são insuficientes para sugerir a interrupção da trajetória de expansão acelerada.

Apesar do menor ritmo da atividade econômica mundial na margem, prevê-se que o crescimento em 2006 supere o registrado no ano anterior.

4.1 Atividade econômica

Gráfico 4.1 – EUA – Vendas de novos imóveis x índice NAHB^{1/}

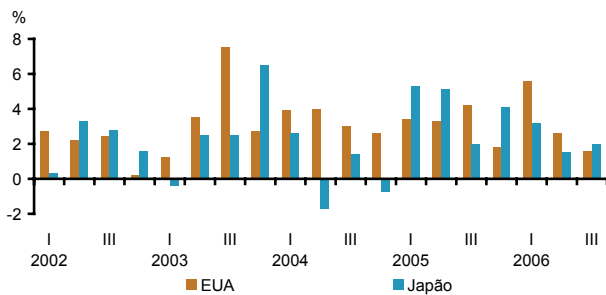


Fonte: National Association of Realtors e National Association of Home Builders

1/ Índice de expectativas dos construtores de imóveis residenciais.

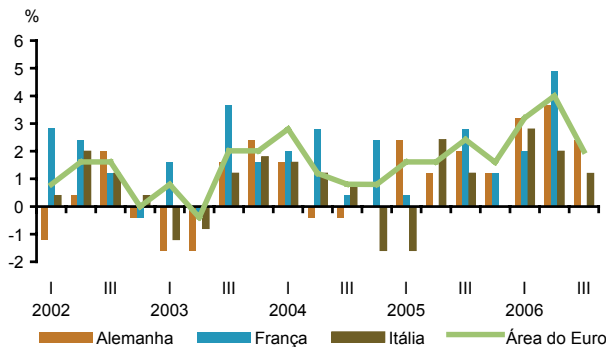
A taxa anualizada de crescimento da economia norte-americana recuou para 2,2% no terceiro trimestre, ante 2,6% no trimestre encerrado em junho. Esse movimento evidenciou a forte retração do mercado imobiliário, com desdobramentos sobre o investimento residencial e sobre a formação bruta de capital fixo. Embora o aquecimento excessivo do setor ao longo dos últimos anos resultasse no acúmulo de volume significativo de imóveis novos à venda, a retração do mercado não tem se manifestado sob a forma de redução dos preços dos ativos, mas como inibidor de início de novas construções, com impacto direto sobre o nível de atividade. É crescente, no entanto, a percepção de que o momento mais delicado do ciclo de ajuste do mercado imobiliário já está sendo superado, conforme sugere a estabilização de alguns indicadores setoriais.

Gráfico 4.2 – EUA e Japão – PIB^{1/}



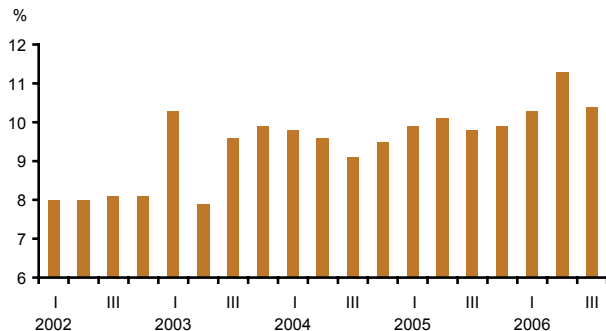
Fontes: Bureau of Economic Analysis, Economic and Social Research Institute
1/ Variações trimestrais anualizadas e dessazonalizadas.

Gráfico 4.3 – Área do Euro – PIB^{1/}



Fonte: Eurostat
1/ Variações trimestrais anualizadas e dessazonalizadas.

Gráfico 4.4 – China – PIB^{1/}



Fonte: Bloomberg
1/ Variações relativas a igual trimestre do ano antecedente.

De outro lado, a elevação da renda real determinada pelo recuo dos preços do petróleo tende a ser canalizada para o consumo. Adicionalmente, a evolução da taxa de desemprego, que se situou em 4,4% em outubro, favorece os ganhos salariais e de renda, impulsionando os gastos de consumo das famílias e evitando desaquecimento mais significativo do nível de atividade. Outro fator de sustentação da atividade econômica nos Estados Unidos tem sido o nível historicamente elevado dos lucros corporativos.

Na Área do Euro, as três principais economias apresentaram desaceleração no terceiro trimestre. Na França, embora o PIB apresentasse variação trimestral anualizada nula, refletindo contribuições negativas da formação de estoques e das exportações líquidas, a demanda doméstica permaneceu aquecida. Cabe notar, também, que efeitos estatísticos pontuais, que devem ser revertidos no quarto trimestre, parecem ter influenciado o dado do PIB francês do terceiro trimestre. Ao mesmo tempo, as expectativas de empresários do setor manufatureiro da Alemanha e da Itália são as mais favoráveis dos últimos cinco anos. Por outro lado, há certa preocupação com o efeito de impostos indiretos sobre a trajetória do consumo na Alemanha. Considerando-se, adicionalmente, a evolução consistente do mercado de trabalho, as perspectivas para a economia da Área do Euro são favoráveis, com crescimento estimado em 2,6% neste ano. Igual expansão é esperada para o Reino Unido, cujo PIB cresceu 2,8%, em termos anualizados, em cada um dos últimos quatro trimestres.

No Japão, a perda de dinamismo do consumo doméstico constituiu-se no fator preponderante para a desaceleração do PIB no segundo e no terceiro trimestres. O investimento privado segue exibindo robustez, em cenário de elevada lucratividade das empresas, contribuindo para a sustentação do crescimento econômico, previsto em 2,7% no ano. Estima-se que a demanda interna retome sua tendência de alta moderada ao longo dos próximos meses, beneficiada pelas boas condições do mercado de trabalho.

A economia chinesa apresenta altas taxas de crescimento, impulsionada, sobretudo, pelo investimento em ativos fixos. A desaceleração do PIB no terceiro trimestre, quando avançou 10,4% relativamente a igual período de 2005, e os arrefecimentos do investimento fixo e da produção industrial a partir de maio são insuficientes para determinar uma mudança de tendência do nível de atividade, uma vez que os recuos foram pouco significativos e todos esses indicadores permanecem em patamares bastante elevados. Medidas administrativas dirigidas a setores muito

aquecidos, tais como o crédito ao setor privado e à construção civil, continuam sendo implementadas pelas autoridades governamentais e podem contribuir para o esfriamento da economia, embora até aqui tenham se mostrado insuficientes para o alívio mais significativo das pressões registradas nesses segmentos.

4.2 Política monetária e inflação

Nos últimos meses, a retração nos preços do petróleo contribuiu decisivamente para a redução da inflação mundial. Embora a liquidez ainda seja considerada elevada na Área do Euro e na China, o cenário mundial de redução da atividade econômica, de decréscimo da inflação e de contenção das expectativas inflacionárias no médio prazo deve induzir os bancos centrais a diminuírem o ritmo de contenção monetária.

Nos Estados Unidos, a inflação anual atingiu 1,3% em outubro, o menor patamar desde junho de 2002. Esse resultado e o persistente esfriamento do mercado imobiliário, que, embora compensado parcialmente pela retomada nos gastos com consumo, acarretou crescimento da economia pouco aquém do valor potencial, têm permitido que o *Federal Reserve* (Fed) mantenha inalterada, desde junho, em 5,25% a.a., a meta para os *Fed funds*. Em setembro, no entanto, a taxa real de juros (*Fed funds* deflacionados pela variação anual do núcleo do deflator do PIB) atingiu 2,8%, enquanto a diferença entre a média trimestral dos *Fed funds* efetivos (*proxy* para o custo do dinheiro) e a variação nominal do PIB (*proxy* para o retorno do dinheiro) também indicou uma postura de política monetária contracionista, fato inédito desde o terceiro trimestre de 2001.

Na Área do Euro, diferentemente da inflação anual ao consumidor que recuou para 1,6% em outubro, a variação do núcleo permaneceu elevada, sobretudo pela pressão de preços nos setores de habitação, educação e alimentação. Nesse cenário, em que a liquidez permanece ampla, a taxa de desemprego tem recuado, e os juros reais ainda favorecem a expansão do crédito, o Banco Central Europeu (BCE) tem reiterado a necessidade de forte vigilância sobre os preços. O cenário mais provável é de continuidade do ciclo de contenção monetária que, desde dezembro de 2005, elevou em 100 pontos-base (p.b.) a taxa básica de juros, situando-a em 3,25% a.a. em novembro.

No Reino Unido, apesar do recuo dos preços do petróleo, a pressão exercida pelos itens alimentos e

Gráfico 4.5 – Taxas de juros oficiais

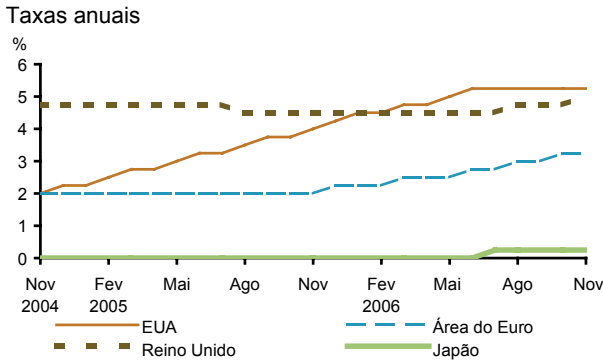


Gráfico 4.6 – Inflação – EUA

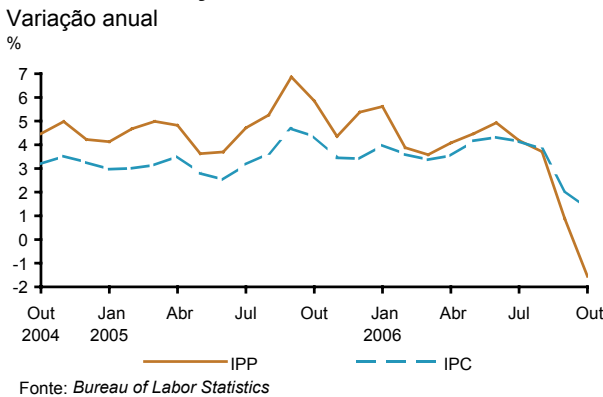


Gráfico 4.7 – Inflação ao consumidor – Área do Euro

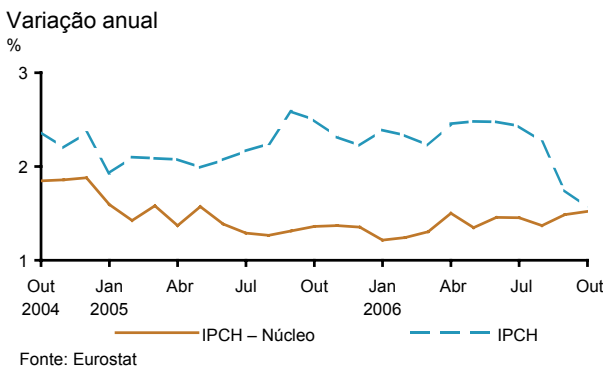
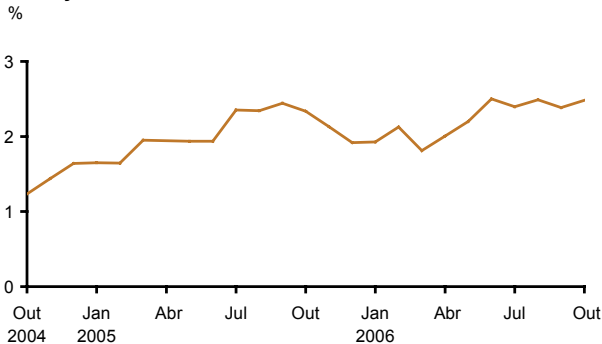


Gráfico 4.8 – Inflação ao consumidor – Reino Unido

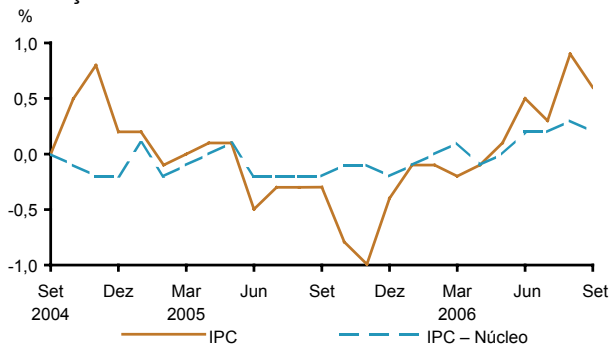
Varição anual



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.9 – Inflação ao consumidor – Japão

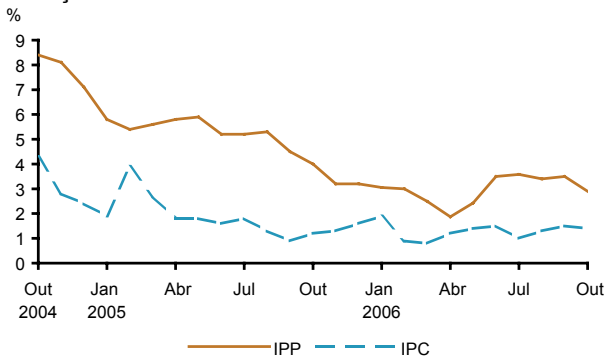
Varição anual



Fonte: Bloomberg

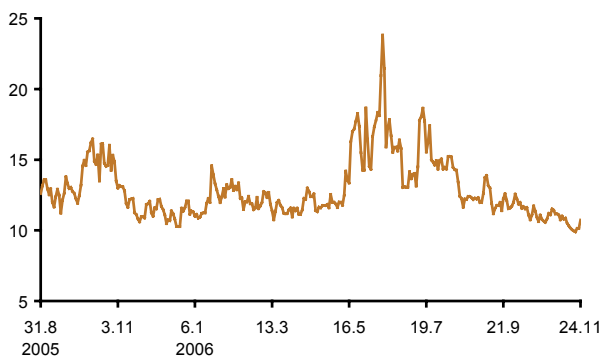
Gráfico 4.10 – Inflação ao consumidor – China

Varição anual



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.11 – VIX



Fonte: Bloomberg

educação determinou a manutenção da inflação em patamar historicamente alto, em torno de 2,5% a.a. no período de junho a outubro. Essa trajetória contribuiu para que o Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra (BoE) elevasse a taxa *repo* para 5% a.a., em novembro. À medida que o crescimento da moeda e do crédito se mantém forte, mas as expectativas inflacionárias para o horizonte de dois anos começam a recuar, é provável que o BoE aguarde, pelo menos até o primeiro trimestre de 2007, a definição quanto à eventual elevação dos juros básicos.

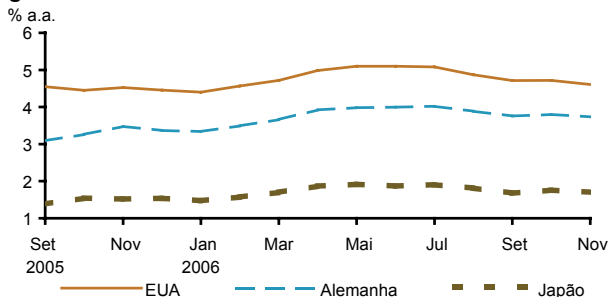
O Banco do Japão (BoJ) manteve inalterada, em 0,25% a.a., a taxa *overnight*. O arrefecimento do consumo e dos empréstimos bancários, a retração das expectativas inflacionárias para 2007 e as perspectivas de diminuição das exportações sugerem que o BoJ deverá interromper, pelo menos até 2007, a redução da liquidez da economia.

Embora o ritmo de atividade na economia chinesa apresente certa acomodação nos últimos meses, o Banco do Povo da China (BPC) tem dado continuidade ao processo de contenção monetária. Para combater a elevada liquidez, embora os juros básicos tenham sido mantidos em 6,12% a.a. desde agosto, o BPC elevou, pela terceira vez no ano, a taxa de recolhimento compulsório, situando-a em 9% a.a., em novembro. Favorecida pela redução dos preços do petróleo, pelo excesso de capacidade instalada, pela crescente produtividade e, sobretudo, pelas medidas administrativas de controle de preços, a inflação ao produtor e ao consumidor recuou em outubro, respectivamente, para 2,9% a.a. e 1,4% a.a.

4.3 Mercados financeiros internacionais

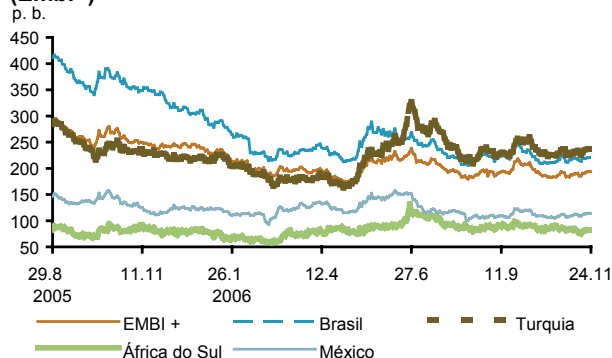
O cenário de instabilidade verificado nos mercados financeiros internacionais, notadamente em maio e junho, em meio às preocupações quanto à liquidez global e à elevação da taxa básica de juros norte-americana, transformou-se, nos meses posteriores, em um panorama de baixa volatilidade e menor aversão ao risco. O Índice de Volatilidade CBOE (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do *Standard and Poor's 500* (S&P500) e é considerado um indicativo da aversão ao risco dos investidores, após situar-se em 23,81 pontos em 13 de junho, o maior valor de fechamento desde maio de 2003, recuou para 9,9 pontos em novembro, o menor valor desde janeiro de 1994, e atingiu 10,73 pontos em 24 de novembro.

Gráfico 4.12 – Retorno sobre títulos governamentais^{1/}



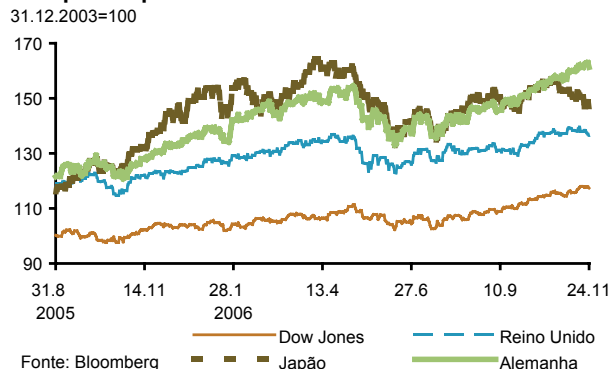
Fonte: Bloomberg
1/ Média mensal dos rendimentos nominais dos títulos de 10 anos, até 24 de novembro de 2006.

Gráfico 4.13 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+)



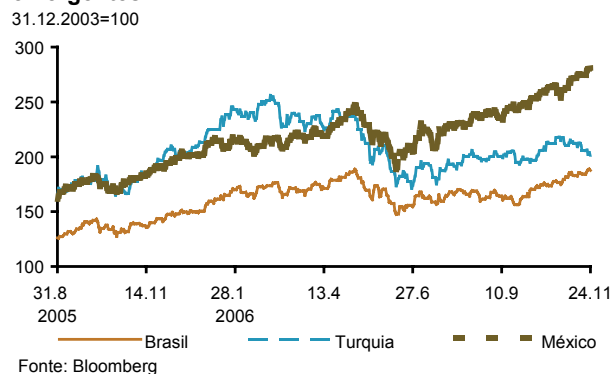
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.14 – Bolsas de valores – EUA, Europa e Japão



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.15 – Bolsas de valores – Mercados emergentes



Fonte: Bloomberg

O retorno anual dos títulos governamentais de dez anos dos Estados Unidos manteve a tendência de redução iniciada em fins de junho e atingiu 4,54% a.a. em setembro, o menor valor desde março, patamar mantido em 24 de novembro. Esse valor representa uma redução de 0,7 p.p. em relação ao maior valor do ano, ocorrido em junho último, quando se registrou a última elevação dos juros básicos norte-americanos, para 5,25% a.a. No mesmo sentido, os retornos anuais de papéis similares do Japão e da Alemanha recuaram dos valores máximos do ano de 2,01% e 4,14%, respectivamente, em maio e julho, para 1,66% e 3,7%, em 24 de novembro.

A menor aversão ao risco tem se refletido na trajetória do Embi+, indicador de risco soberano associado a mercados emergentes. O valor médio do índice alcançou 194 p.b. entre 1º de setembro e 24 de novembro, em comparação com 206 pontos no trimestre encerrado em agosto. O Embi+ registrou 194 pontos no fechamento em 24 de novembro, mesmo valor de 31 de agosto, apresentando, nessa base de comparação, reduções no Brasil, 0,9%, e na África do Sul, 9,1%, e aumentos na Turquia, 2,1%, e no México, 4,5%.

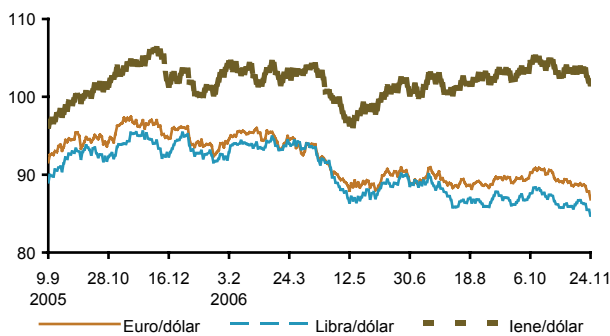
As principais bolsas de valores, exceto a japonesa, evoluíram positivamente no trimestre encerrado em novembro. Os índices Dow Jones dos Estados Unidos, FTSE 100 do Reino Unido e DAX da Alemanha registraram, em novembro, as pontuações máximas do ano, com altas de 7,9%, 3,7% e 9,4%, respectivamente, no fechamento de 24 de novembro, em relação ao de 31 de agosto. O índice Nikkei do Japão, por outro lado, apresentou queda de 2,5% no mesmo período. Entre os países emergentes, os índices Ibovespa do Brasil, IPC do México e XU100 da Turquia, avançaram 15,3%, 17,8% e 0,8%, respectivamente, com o índice brasileiro superando a marca histórica de 42 mil pontos em 23 de novembro.

A perspectiva de enfraquecimento relativo da atividade econômica nos Estados Unidos, ante o Japão e a Europa, que implicou mudanças nas respectivas posturas de política monetária, contribuiu para a depreciação do dólar ante as demais moedas de pagamento internacional. Até a primeira semana de outubro, as cotações da moeda norte-americana ante a libra esterlina, o euro e o iene flutuaram ao redor do nível de final de julho, passando a apresentar tendência persistente de depreciação a partir da manutenção da meta dos *Fed funds*, em 25 de outubro, e da divulgação do menor crescimento econômico norte-americano.

Posteriormente, indicativos de manutenção da robustez da atividade econômica no restante de 2006 e em

Gráfico 4.16 – Cotações do dólar

19.9.2003=100

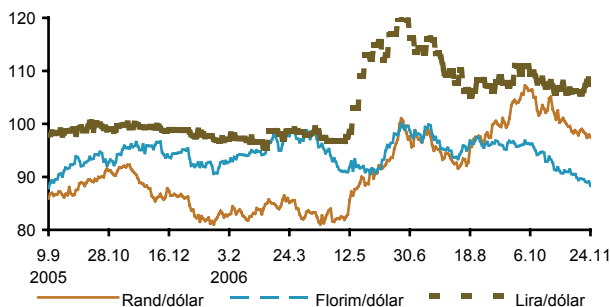


Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.17 – Moedas de países emergentes

África do Sul, Hungria e Turquia

19.9.2003=100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.18 – Valorização do renminbi

Média mensal

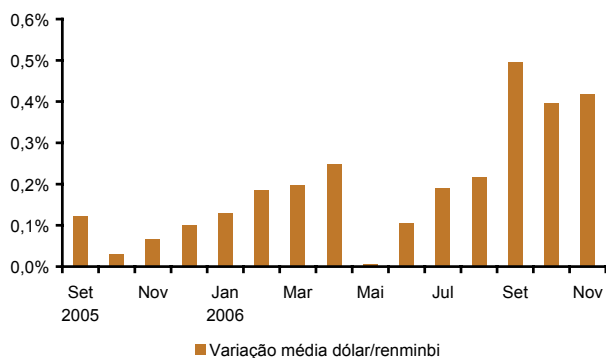
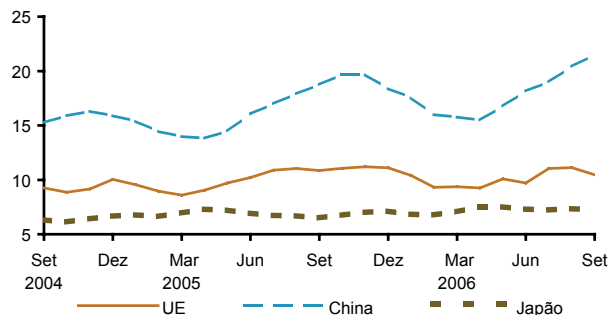


Gráfico 4.19 – EUA – Deficit comercial bilateral^{1/}

US\$ bilhões



Fonte: Bloomberg

1/ Média móvel trimestral.

2007, especialmente no Reino Unido, na Área do Euro e no Japão, e a redução dos diferenciais entre as taxas de juros na economia dessas regiões e na dos Estados Unidos ampliaram a depreciação do dólar. As cotações do dólar ante a libra esterlina, o euro e o iene recuaram 1,4%, 2,1% e 1,3%, respectivamente, em 24 de novembro, em relação ao final de agosto.

Embora entre o início de setembro e a primeira semana de outubro a persistência dos déficits em transações correntes tenha contribuído para a depreciação das moedas da África do Sul e, em menor medida, da Turquia, a partir de meados de outubro as moedas desses países e da Hungria apresentaram relativa apreciação ante o dólar. Essa reversão esteve associada, de modo geral, ao retorno dos fluxos de capitais para os mercados acionários de países emergentes, à redução da volatilidade e à menor aversão ao risco nos mercados internacionais, sendo favorecida, no caso específico da Hungria, pela normalização do ambiente político e, no caso da África do Sul, pela implementação de políticas monetárias mais restritivas. A cotação do florim húngaro ante o dólar registrou apreciação de 9% em 24 de novembro, em relação ao final de agosto, enquanto as relativas ao rand sul-africano e à lira turca mantiveram-se relativamente constantes.

A apreciação do renminbi ante o dólar permanece se acentuando, embora em patamar inferior ao potencial associado à banda de flutuação diária, de +/-0,3%. A apreciação do renminbi ante o dólar alcançou 1% entre o final de agosto e 24 de novembro, mesmo percentual registrado nos sete primeiros meses de 2006.

4.4 Comércio mundial

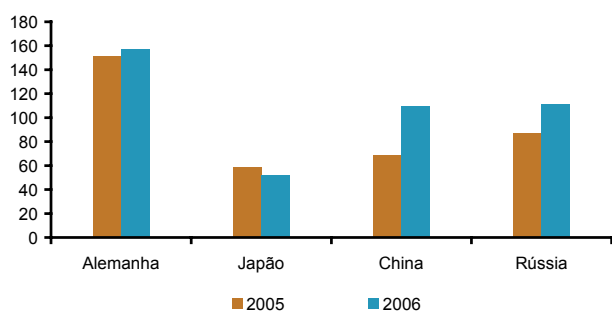
O volume do intercâmbio comercial aumentou no trimestre encerrado em setembro, com ênfase nos impactos da redução dos preços do petróleo sobre as correntes de comércio.

O déficit comercial dos Estados Unidos atingiu US\$637 bilhões nos primeiros nove meses do ano, valor 11,7% superior ao registrado no mesmo período de 2005. As exportações totalizaram US\$759,5 bilhões, e as importações, US\$1.396,5 bilhões, com acréscimos de 14,8% e 13,4%, respectivamente, no período.

O saldo comercial da China registra recordes consecutivos, acumulando US\$133,6 bilhões até outubro, ante US\$101,7 bilhões em 2005. As exportações

Gráfico 4.20 – Saldo comercial: Jan-set

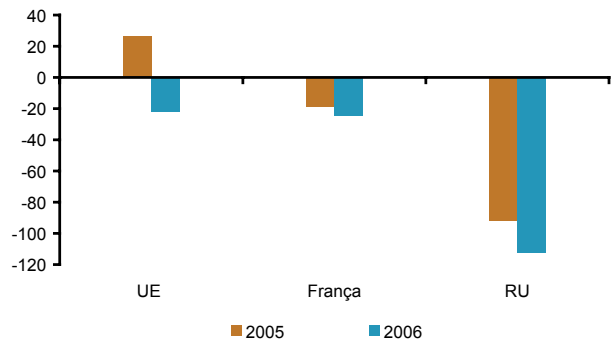
US\$ bilhões



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.21 – Saldo comercial: Jan-set

US\$ bilhões



Fonte: Bloomberg

totalizaram US\$779,3 bilhões, e as importações, US\$645,6 bilhões, com elevações de 26,8% e de 20,9%, respectivamente, em relação a igual período de 2005. Assinale-se que o superávit mensal recorde de outubro, US\$23,8 bilhões, evidenciou o arrefecimento das importações, atribuído, em parte, às medidas adotadas pelo governo chinês para a contenção do crescimento. As reservas internacionais do país ultrapassaram US\$1 trilhão ao final de outubro.

O resultado da balança comercial japonesa segue refletindo, de um lado, as expressivas exportações para a China e para os Estados Unidos e de outro, o processo de importações de bens de capital e de desaquecimento da demanda por bens de consumo importados. No período de janeiro a outubro de 2006, o saldo comercial atingiu US\$52,5 bilhões, 20,5% inferior ao registrado em igual período do ano anterior, resultante de crescimentos de 9% das exportações e de 13,6% das importações.

A balança comercial da Área do Euro apresentou deficit de €17,7 bilhões nos primeiros nove meses de 2006. As exportações totalizaram €1.007,3 bilhões, e as importações, €1.025 bilhões, com aumentos de 11,2% e 15,9%, respectivamente, em relação a igual período de 2005. Esse comportamento esteve associado, em parte, às evoluções da conta de energia e do comércio com a China.

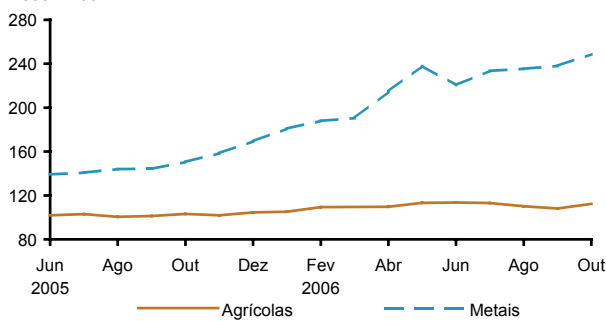
4.4.1 *Commodities*

A continuidade da expansão da economia mundial, embora em ritmo mais moderado, mantém elevados os preços das *commodities*, em especial as metálicas, enquanto os preços internacionais de algumas *commodities* agrícolas, sobretudo grãos, começaram a apresentar tendência altista. A volatilidade das cotações no curtíssimo prazo deve-se a especulações e a correções técnicas nos mercados futuros, assim como a expectativas quanto ao desempenho das safras e às produções nas minas.

Em relação às *commodities* agrícolas, a quebra nas safras de trigo da Austrália e da Argentina reduziu a oferta global em mais de 20 milhões de toneladas, elevando os preços do cereal e contribuindo para valorizar as cotações de milho e de soja. As três culturas compõem o chamado “complexo ração”, e a evolução de seus preços tende a ser relacionada. Além disso, essas cotações vêm refletindo a crescente demanda para a produção de biocombustíveis, registrando-se que nos Estados Unidos, onde prepondera a utilização do milho na produção de etanol, as perspectivas

são de elevação da produção desse combustível, dos atuais 4,8 bilhões de galões para até 8,5 bilhões, em 2011.

Gráfico 4.22 – Índice de preço de commodities em DES
1995 = 100



Fonte: FMI

Os segmentos de café e citros também tendem a manter preços sustentados, em sintonia com as previsões de redução da safra mundial em 2007. Em relação à área sucroalcooleira, a demanda crescente por açúcar e álcool também tende a favorecer o preço desses produtos.

As cotações do complexo de metais básicos continuam a registrar ganhos expressivos nos últimos meses, em especial as do níquel, do cobre e do zinco, em ambiente de estoques reduzidos e de demanda firme. Além disso, os preços dos metais refletem as perspectivas de curto prazo quanto à continuidade de estoques insatisfatórios, reflexo de distúrbios em minas de diversas partes do mundo e do adiamento do início de novas operações.

A depreciação do dólar norte-americano constituiu-se em determinante adicional aos expressivos ganhos registrados pelo complexo de metais nos últimos dias de novembro, em especial os metais preciosos, como ouro e prata.

4.4.1.1 Petróleo

Os preços do petróleo bruto apresentaram expressivo recuo no trimestre encerrado em novembro. A cotação do barril do tipo *Brent*, que havia alcançado US\$78,63 em 7 de agosto, recuou 23,7% até 24 de novembro. A reversão da tendência altista dos preços do petróleo, apesar do anúncio de corte de 1,2 milhão de barris/dia (mbd) na produção da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep) a partir de novembro, evidenciou a alta dos estoques e o clima ameno no hemisfério norte.

Os estoques estão maiores do que a média nos Estados Unidos, e os da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) subiram 1,15 mbd no terceiro trimestre, no maior aumento nesse período, desde 1991. A Agência Internacional de Energia (AIE) reduziu sua previsão de aumento do consumo mundial de petróleo em 2006 de 1,2% para 1,1%, mas manteve sua estimativa para o próximo ano em 1,7%. Assim, o consumo global da commodity em 2006 deverá atingir a média de 84,5 mbd, elevando-se para 85,9 mbd em 2007. Segundo a AIE, a oferta de petróleo bruto superará a demanda em 2007, devido, principalmente, ao aumento da produção de países não pertencentes à Opep.

Gráfico 4.23 – Petróleo – Mercado à vista
US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

4.5 Conclusão

Embora a evolução do cenário macroeconômico reforce a expectativa de desaceleração do ritmo de atividade econômica global, as estimativas de crescimento econômico mundial em 2006 superam os resultados de 2005. Para 2007, no entanto, registram-se reduções das projeções de crescimento. Porém, o ambiente macroeconômico se caracterizará por reduzidas taxas de inflação, baixas taxas de juros, razoável dinamismo no comércio exterior, preços ainda elevados das *commodities* e menos volatilidade nos mercados financeiros.

Os sinais da inflação nos países industrializados têm sido favoráveis, embora persistam pressões que podem traduzir-se em altas nas taxas de juros em regiões específicas. Nos Estados Unidos, por exemplo, embora os indicadores inflacionários continuem acima da zona de conforto do Fed, os sinais de desaquecimento da economia norte-americana tendem a prolongar a pausa ocorrida no processo de elevação da taxa básica de juros.

Desequilíbrios globais, notadamente o déficit em conta corrente nos Estados Unidos e o superávit em conta corrente na China, persistirão. Nesse cenário, considerando as trajetórias opostas das políticas monetárias nos Estados Unidos e na Área do Euro, o euro poderá ser fortalecido, tornando-se a variável de ajuste mais importante para o equilíbrio monetário global. O financiamento dos balanços de pagamentos dos países emergentes deverá ocorrer de maneira confortável, tendo em vista as perspectivas favoráveis para o comportamento do mercado financeiro internacional.