

A evolução recente da atividade econômica mundial ratificou as perspectivas, enfatizadas em edições anteriores do Relatório de Inflação, de heterogeneidade dos processos de recuperação nas principais economias maduras. De fato, a retomada, sustentada pelo maior dinamismo da demanda interna e pela normalização do mercado de trabalho, vem ocorrendo com menor intensidade na Área do Euro, que tem sido negativamente sensibilizada pelo agravamento das condições fiscais em algumas economias, em especial na Grécia.

As tensões nos mercados financeiros internacionais intensificaram-se em maio, devido a preocupações com dívidas soberanas de países europeus, impactando negativamente os índices das principais bolsas de valores e as cotações das *commodities*. Dessa forma, aumentou a percepção de risco, consubstanciada, por exemplo, na volatilidade dos mercados cambiais de um modo geral, em particular nos das economias da Europa.

## 4.1 Atividade econômica

As quatro maiores economias desenvolvidas, refletindo a heterogeneidade da recuperação das respectivas demandas internas, em especial do consumo das famílias e dos investimentos empresariais, registraram ritmos de crescimento distintos no primeiro trimestre do ano. As taxas anualizadas de expansão do PIB do Japão e dos Estados Unidos da América (EUA) totalizaram, na ordem, 5,0% e 3% no trimestre, enquanto as relativas ao Reino Unido e à Área do Euro atingiram 1,2% e 0,8%, respectivamente.

Nos EUA, em cenário de estabilização da renda real disponível e redução da poupança pessoal, o consumo das famílias registrou aumento anualizado de 3,5% no trimestre encerrado em março. Considerada a mesma base de comparação, a gradual exaustão dos efeitos de

**Tabela 4.1 – Maiores economias desenvolvidas**

Componentes do PIB e outros indicadores

	Taxa % anualizada							
	2008			2009				2010
	II	III	IV	I	II	III	IV	I
<b>PIB</b>								
Estados Unidos	1,5	-2,7	-5,4	-6,4	-0,7	2,2	5,6	3,0
Área do Euro	-1,4	-1,9	-7,4	-9,6	-0,4	1,6	0,5	0,8
Reino Unido	-0,4	-3,7	-7,0	-10,0	-2,7	-1,2	2,0	1,2
Japão	-4,0	-4,3	-9,6	-15,8	6,9	0,4	4,6	5,0
<b>Consumo das famílias</b>								
Estados Unidos	0,1	-3,5	-3,1	0,6	-0,9	2,8	1,6	3,5
Área do Euro	-1,7	-0,1	-2,4	-2,5	0,3	-0,7	0,8	-0,4
Reino Unido	-1,0	-1,2	-4,5	-6,2	-3,4	0,0	1,5	0,1
Japão	-6,6	-0,5	-3,4	-4,6	4,0	2,6	2,8	1,3
<b>Investimento empresarial</b>								
Estados Unidos	1,4	-6,1	-19,5	-39,2	-9,6	-5,9	5,3	3,1
Área do Euro <sup>1/</sup>	-5,6	-4,8	-15,2	-19,0	-6,7	-3,9	-5,2	-4,3
Reino Unido <sup>1/</sup>	1,0	-13,7	-9,4	-26,3	-25,9	11,8	-10,3	6,3
Japão	-3,3	-13,5	-24,9	-34,0	-14,1	-7,9	5,1	4,2
<b>Investimento residencial</b>								
Estados Unidos	-15,8	-15,9	-23,2	-38,2	-23,3	18,9	3,8	-10,7
Área do Euro <sup>2/</sup>	-8,0	-6,3	-7,9	-5,1	-4,1	-5,0	-4,7	n.d.
Reino Unido	-17,6	-24,5	-23,4	-27,8	-19,4	9,6	-19,3	n.d.
Japão	-0,8	18,8	12,6	-25,5	-33,8	-26,2	-10,4	1,6
<b>Exportações de bens e serviços</b>								
Estados Unidos	12,1	-3,6	-19,5	-29,9	-4,1	17,8	22,8	7,2
Área do Euro	-1,9	-4,6	-26,1	-29,5	-4,3	11,6	7,2	10,4
Reino Unido	1,2	-2,2	-16,8	-25,7	-6,8	2,4	16,0	0,2
Japão	-4,3	-1,9	-45,8	-68,0	46,8	39,1	25,2	30,5
<b>Importações de bens e serviços</b>								
Estados Unidos	-5,0	-2,2	-16,7	-36,4	-14,7	21,3	15,8	10,4
Área do Euro	-4,2	0,3	-17,6	-28,7	-10,2	11,5	5,0	17,1
Reino Unido	-3,0	-4,5	-22,1	-23,6	-11,1	4,9	20,0	5,7
Japão	-10,0	11,6	2,0	-54,8	-14,0	24,2	6,3	9,6
<b>Gastos governamentais</b>								
Estados Unidos	3,6	4,8	1,2	-2,6	6,7	2,6	-1,3	-1,9
Área do Euro <sup>3/</sup>	3,2	1,9	3,4	2,9	2,9	2,7	-0,2	2,6
Reino Unido <sup>3/</sup>	4,1	4,4	4,7	1,7	0,4	7,9	5,0	n.d.
Japão	-7,2	-0,5	4,0	5,2	5,6	-0,4	1,5	0,5
<b>Produção manufatureira</b>								
Estados Unidos	-5,4	-9,2	-18,2	-21,9	-8,9	8,4	5,6	6,2
Área do Euro	-9,8	-13,0	-21,0	-27,4	-10,9	3,7	9,1	17,2
Reino Unido	-6,0	-8,8	-19,7	-19,8	-1,2	-1,1	3,8	5,3
Japão	-7,4	-11,6	-37,3	-57,1	21,8	24,8	25,6	32,9
<b>Taxa de desemprego<sup>4/</sup></b>								
Estados Unidos	5,5	6,2	7,4	8,6	9,5	9,8	10,0	9,7
Área do Euro	7,5	7,7	8,2	9,1	9,4	9,8	9,9	10,0
Reino Unido	5,4	5,9	6,4	7,1	7,8	7,8	7,8	8,0
Japão	4,0	4,0	4,4	4,8	5,3	5,3	5,2	5,0

Fontes: BEA, Cabinet Office e Eurostat

1/ Inclui investimentos com construções residenciais e investimentos públicos.

2/ Gastos totais com construções.

3/ Exclusivamente gastos com consumo.

4/ Taxa ao final do período.

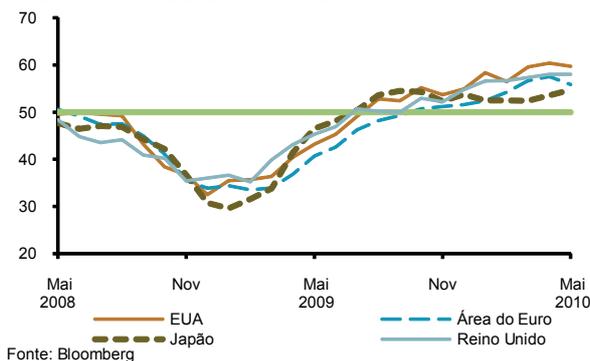
incentivos à aquisição de automóveis e o rigoroso inverno contribuíram para a contração de 0,4% assinalada no consumo das famílias na Área do Euro, enquanto no Japão, evidenciando os estímulos à demanda por automóveis e bens duráveis, registrou-se expansão de 1,3% e, no Reino Unido, estabilidade.

Os investimentos empresariais, em continuidade à recuperação iniciada no trimestre encerrado em dezembro de 2009, apresentaram aumentos trimestrais anualizados de 4,2% no Japão e de 3,1% nos EUA, enquanto os investimentos residenciais experimentaram variações respectivas de 1,6%, primeira expansão desde o último trimestre de 2008, e -10,7%. Vale ressaltar que esse recuo traduziu, em grande parte, o impacto do encerramento dos incentivos tributários oferecidos pelo governo norte-americano à aquisição da primeira moradia. A formação bruta de capital fixo registrou aumento anualizado de 6,3% no Reino Unido e contração de 4,3% na Área do Euro, oitavo recuo consecutivo, nesse tipo de comparação.

A demanda externa líquida exerceu contribuição de 2,7 p.p. para o aumento anualizado do PIB japonês no primeiro trimestre do ano, contrastando com os impactos negativos de 2,2 p.p., 1,3 p.p. e 0,7 p.p. assinalados na Área do Euro, no Reino Unido e nos EUA. As exportações de bens e serviços, em cenário de recuperação da demanda global e esgotamento do processo de ajuste nos estoques, registraram, no primeiro trimestre do ano, crescimentos anualizados no Japão, 30,5%; na Área do Euro, 10,4%; e nos EUA, 7,2%, enquanto no Reino Unido, evidenciando o menor dinamismo da economia da Área do Euro, permaneceram estáveis. As importações da Área do Euro, em parte refletindo os reduzidos níveis dos estoques na região, experimentaram elevação anualizada de 17,1% no trimestre, enquanto as do Japão e dos EUA, traduzindo a recuperação da demanda interna desses países, cresceram, na ordem, 10,4% e 9,6%. As compras externas do Reino Unido elevaram-se 5,7% no período.

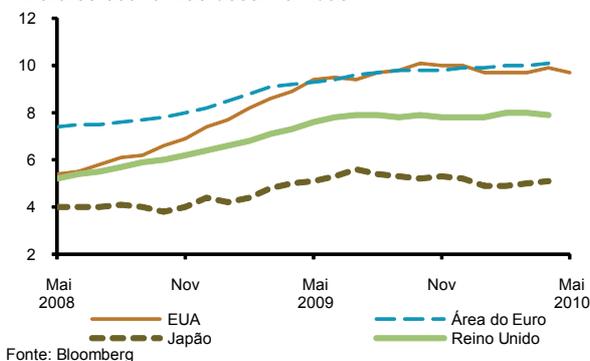
A contribuição da variação de estoques para o crescimento anualizado do PIB no trimestre encerrado em março de 2010 atingiu 3,4 p.p. na Área do Euro, 1,6 p.p. nos EUA, 1,5 p.p. no Reino Unido e 0,8 p.p. no Japão. Esse desempenho, aliado ao processo de expansão das exportações e, nos EUA e no Japão, também à evolução favorável do consumo das famílias, favoreceu a aceleração do crescimento da produção manufatureira, que registrou, no trimestre, taxas anualizadas de 32,9% no Japão, 17,2% na Área do Euro, 6,2% nos EUA e 5,3% no Reino Unido.

**Gráfico 4.1 – PMI manufatura**  
Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

**Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego**  
Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

**Tabela 4.2 – China**

Componentes do PIB e outros indicadores

	% [(T)/(T-4)]								
	2008			2009			2010		
	II	III	IV	I	II	III	IV	I	
PIB	10,1	9,0	6,8	6,2	7,9	9,1	10,7	11,9	
Vendas no varejo	13,4	17,1	17,6	15,7	16,8	16,8	15,7	21,1	
Vendas de veículos <sup>1/</sup>	15,4	-1,9	-8,2	3,6	31,6	73,8	85,7	72,5	
Formação Bruta de									
Capital Fixo	20,1	20,2	25,3	38,8	50,1	47,4	29,9	22,8	
Exportações de bens	17,3	18,5	4,4	-10,9	-9,1	-5,5	13,9	30,2	
Importações de bens	17,1	10,6	-2,4	-3,8	18,1	28,7	25,9	19,2	
Produção industrial	15,9	12,9	6,4	5,6	9,0	12,4	18,0	19,6	
Taxa de desemprego <sup>2/</sup>	4,0	4,0	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,2	

Fonte: Thomson

1/ Inclui vendas a empresas.

2/ Taxa de desemprego urbano ao final do período.

É importante enfatizar que, na Área do Euro, apesar das incertezas sobre o desenrolar da crise fiscal que atinge alguns países da região, a evolução recente do PMI relativo à atividade manufatureira sugere a persistência da recuperação do setor. A propósito, em maio, os indicadores relativos a EUA, Reino Unido, Área do Euro e Japão situaram-se, na ordem, em 59,7, 58, 55,8 e 54,7, todos em nível superior ao patamar divisório de 50<sup>7</sup>.

A retomada da atividade econômica exerceu desdobramentos favoráveis sobre o mercado de trabalho nos EUA. Foram gerados 261 mil postos de trabalho urbano no primeiro trimestre deste ano, primeiro resultado positivo desde o trimestre finalizado em dezembro de 2007<sup>8</sup>, seguindo-se a criação de 721 mil vagas registradas no bimestre encerrado em maio, das quais 477 mil de caráter temporário, para o censo 2010. Na Área do Euro, registrou-se a eliminação de 89 mil empregos no primeiro trimestre de 2010, ante extinções respectivas de 643 mil e 278 mil empregos nos trimestres finalizados em setembro e em dezembro de 2009.

A taxa de desemprego atingiu 9,7% em maio, nos EUA, ante 10% em dezembro, enquanto, em abril, as relativas ao Japão, à Área do Euro e ao Reino Unido situaram-se, na ordem, em 5,1%, 10,1% e 7,9%, registrando variações respectivas de -0,1 p.p., 0,2 p.p. e 0,1 p.p. ante as taxas observadas ao final de 2009.

Na China, a taxa anualizada de crescimento do PIB atingiu 11,9% no primeiro trimestre deste ano, maior valor desde o segundo trimestre de 2007, com ênfase nas contribuições do consumo doméstico e das exportações, em ambiente de desaceleração no crescimento da formação bruta de capital fixo. O desempenho do consumo foi estimulado pela recuperação do mercado de trabalho e pela manutenção de incentivos governamentais à aquisição de bens duráveis, que favoreceram as elevações respectivas de 19,6%, 21,1% e 72,5% registradas, no período, na produção industrial, no comércio varejista e nas vendas de veículos. As exportações chinesas cresceram 30,2% no trimestre encerrado em março, em relação a igual período de 2009, enquanto as importações elevaram-se 19,2%, beneficiando o crescimento da atividade econômica nos países do sudeste asiático, no Japão e nos países exportadores de matérias-primas.

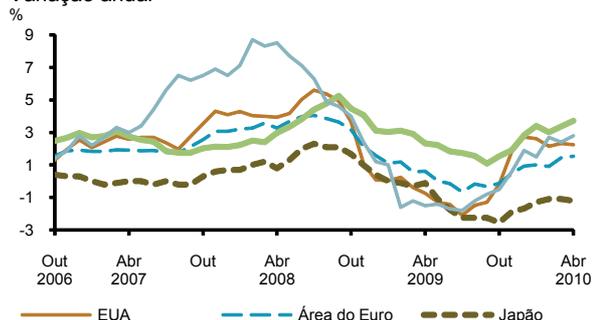
7/ Os PMI referentes a Área do Euro, Reino Unido e Japão são fornecidos pela Markit e o relativo aos EUA, pelo *Institute for Supply Management (ISM)*.

8/ Entre os trimestres encerrados em dezembro de 2007 e de 2009, foram eliminados 8,4 milhões de postos de trabalho nos EUA.

## 4.2 Política monetária e inflação

**Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor**

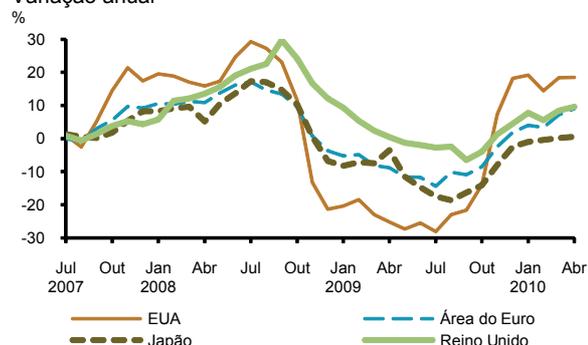
Varição anual



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

**Gráfico 4.4 – Inflação de energia**

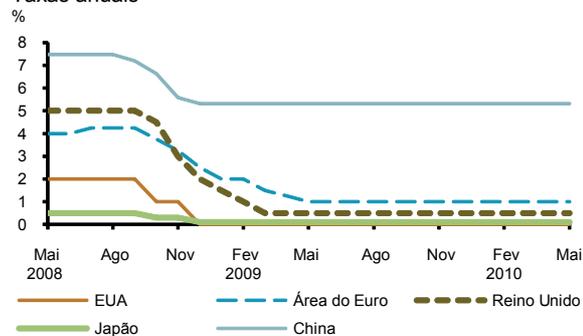
Varição anual



Fonte: Thomson

**Gráfico 4.5 – Taxas de juros oficiais**

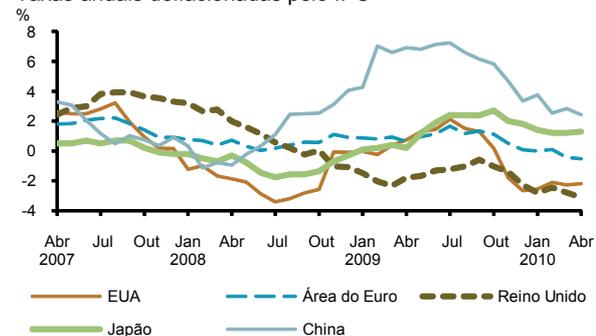
Taxas anuais



Fontes: Fed, BCE, BoJ, Banco da Inglaterra e Banco do Povo da China

**Gráfico 4.6 – Taxas de juros reais**

Taxas anuais deflacionadas pelo IPC



Fontes: Fed, BCE, BoJ, BoE, BPC, BLS, Eurostat, ONS e Bloomberg

O ritmo da recuperação da atividade econômica não se traduziu em alterações significativas das expectativas inflacionárias nas principais economias maduras, persistindo, portanto, o caráter acomodatório das políticas monetárias adotadas pelas respectivas autoridades monetárias. Nas economias emergentes mais importantes, em que a retomada da atividade foi mais intensa e mais rápida, o surgimento de pressões inflacionárias reforça a expectativa de mudança na postura da política monetária.

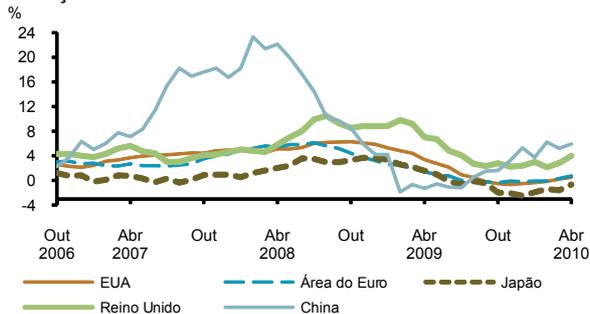
Nos EUA, a variação do IPC acumulada em doze meses recuou de 2,6% em janeiro para 2,2% em abril. Excluídos os itens energia e alimentos, com elevações respectivas de 18,5% e 0,5% em abril, a variação acumulada em doze meses do núcleo do IPC totalizou 0,9% em abril, menor patamar desde 1966, e certamente contribuiu para que o *Federal Reserve* (Fed) mantivesse, em abril, os limites da banda de flutuação da meta para os *Fed funds* em 0% e 0,25%. Em maio, em cenário de acirramento das tensões nos mercados financeiros, o Fed restabeleceu, com vigência até janeiro de 2011, as linhas de troca de moedas com os bancos centrais da Inglaterra, Canadá, Japão, Suíça e Área do Euro, que haviam sido encerradas em fevereiro último.

No Reino Unido, apesar da elevada ociosidade dos fatores de produção, a variação do IPC acumulada em doze meses, em trajetória crescente desde setembro de 2009, atingiu 3,7% em abril, maior valor nos últimos dezessete meses. O núcleo do indicador registrou variação anual de 3,1%, patamar observado desde o início do ano e significativamente superior ao assinalado ao longo de toda a década. O Banco da Inglaterra (BoE), avaliando que os principais determinantes do processo inflacionário em curso na economia do país – evolução dos preços de *commodities*, depreciação da libra e elevação do imposto sobre valor agregado – constituem elementos transitórios e que as expectativas inflacionárias continuam ancoradas, manteve a taxa de juros básica em 0,5% a.a. na reunião de maio.

Na Área do Euro, a variação do IPC acumulada em doze meses atingiu 1,5% em abril, maior patamar desde dezembro de 2008, enquanto a relativa a seu núcleo atingiu 0,8%, menor nível desde o início da série. Nesse cenário, o Banco Central Europeu (BCE) optou pela manutenção, na reunião de maio, da taxa básica de juros em 1% a.a. Adicionalmente, em maio, o BCE suspendeu o limite mínimo de *rating* para a aceitação de bônus da dívida soberana grega, como colateral em operações de refinanciamento, e anunciou

**Gráfico 4.7 – Inflação de alimentos<sup>1/</sup>**

Varição anual



Fonte: Thomson

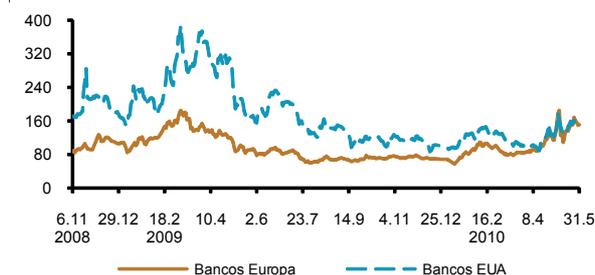
1/ Para Área do Euro e Reino Unido, dado inclui bebidas alcoólicas e tabaco.

o início das compras – que serão esterilizadas por meio de leilões de depósitos a termo – de títulos públicos e privados emitidos em países que usam a moeda comum (*Securities Markets Program*).

No Japão, a variação anual do IPC foi negativa pelo décimo quinto mês consecutivo, atingiu -1,2% em abril, com os preços dos alimentos recuando 0,7%. O Banco do Japão (BoJ), após anunciar, em meados de março, a duplicação, para ¥20 trilhões, dos recursos oferecidos ao sistema financeiro por meio de operações de três meses, à taxa fixa de 0,1%, manteve, na reunião de maio, a taxa básica em 0,1% a.a.

**Gráfico 4.8 – Prêmios CDS 5 anos – Principais bancos<sup>1/</sup>**

p.b.



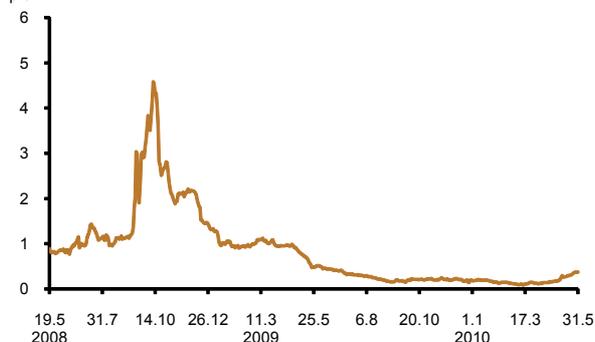
Fonte: Thomson

1/ Calculado pela média aritmética dos prêmios de CDS dos cinco maiores bancos dos EUA e da Europa pelo critério de capitalização de mercado. Por tratar-se de amostra não aleatória, pode não refletir o comportamento do sistema financeiro como um todo.

Na China, os índices de inflação anual ao consumidor e ao produtor atingiram, respectivamente, 2,8% e 6,8% em abril, os níveis mais elevados desde, respectivamente, outubro e setembro de 2008. Nesse cenário, embora as expectativas inflacionárias seguissem crescentes e o crédito bancário permanecesse elevado, o Banco do Povo da China (BPC) manteve, em maio, os juros básicos em 5,31% a.a. pelo décimo sétimo mês consecutivo. A autoridade monetária voltou, entretanto, a efetuar restrições quantitativas visando reduzir a liquidez e conter os aumentos dos preços dos ativos imobiliários. Nesse sentido, em abril, o BPC vendeu títulos com vencimento de três anos e, em maio, elevou, pela terceira vez em 2010, a taxa do depósito compulsório sobre depósitos à vista, fixado-a em 17% para os grandes bancos e em 15% para as instituições de menor porte.

**Gráfico 4.9 – TED spread**

p.b.



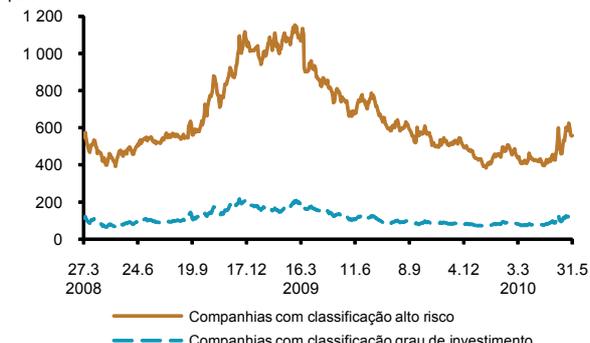
Fonte: Thomson

## 4.3 Mercados financeiros internacionais

As incertezas decorrentes da deterioração fiscal observada, em especial na Grécia, na Espanha e em Portugal, traduziram-se em elevação da aversão ao risco nos mercados financeiros, no decorrer do trimestre encerrado em maio. Nesse cenário, registraram-se aumentos da volatilidade nos mercados acionários, do risco soberano de países europeus e na demanda por títulos governamentais de menor risco, bem como depreciação do euro.

**Gráfico 4.10 – iTraxx Europa – Séries 9 a 13**

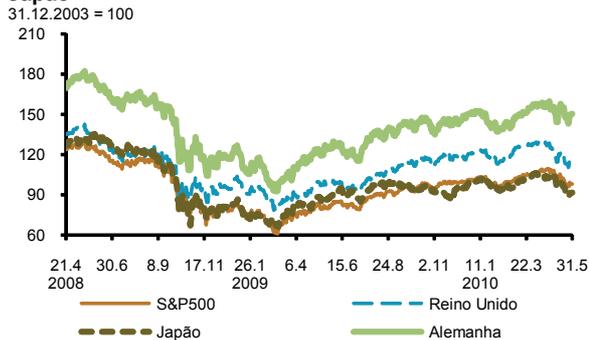
p.b.



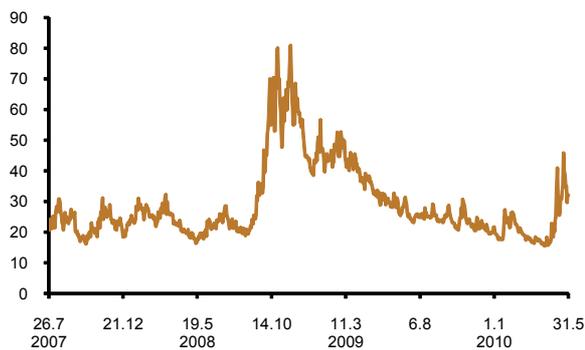
Fonte: Thomson

O agravamento do risco soberano e incertezas regulatórias refletiram-se na evolução dos prêmios de risco implícitos nos contratos de *Credit Default Swaps* (CDS) do setor bancário, em especial no continente europeu. O prêmio médio para os cinco maiores bancos americanos, selecionados pelo critério de capitalização de mercado, aumentou 6 p.b. no trimestre terminado em maio e atingiu

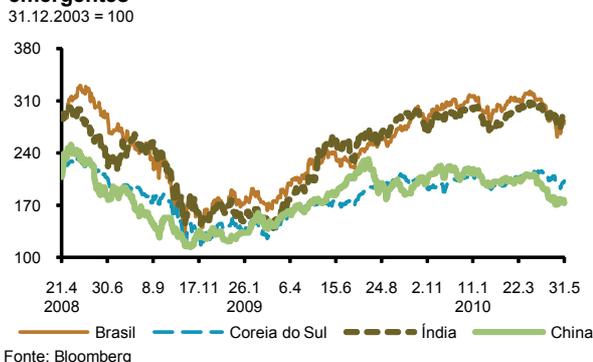
**Gráfico 4.11 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão**



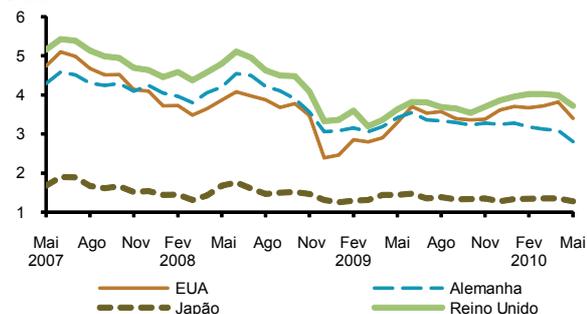
**Gráfico 4.12 – VIX**



**Gráfico 4.13 – Bolsas de valores: mercados emergentes**



**Gráfico 4.14 – Retorno sobre títulos governamentais<sup>1/</sup>**



<sup>1/</sup> Média mensal dos rendimentos nominais dos títulos de dez anos, até 31 de maio de 2010.

140 p.b. ao final do período, enquanto para os cinco maiores europeus, selecionados pelo mesmo critério, cresceu 53 p.b. e alcançou 151 p.b. Ressalte-se que a trajetória dos prêmios de risco associados aos bancos europeus evidenciou a maior exposição do setor bancário da região, em especial de bancos franceses e alemães, aos mercados com maior risco de *default* soberano. Adicionalmente, a proibição, na Alemanha, de vendas a descoberto tanto das ações de empresas financeiras alemãs quanto dos CDS soberanos de países da Área do Euro, em meados de maio, alimentou temores relacionados ao sistema bancário do continente.

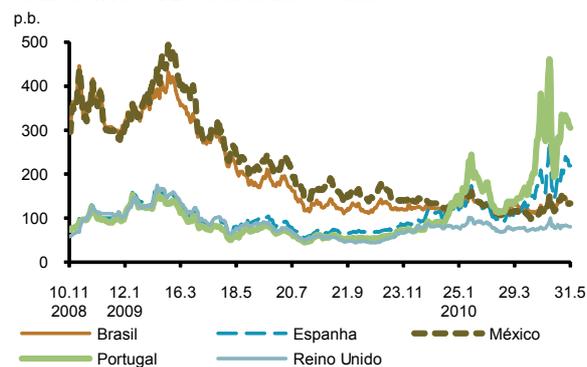
O ambiente de maior aversão ao risco traduziu-se na redução da liquidez no mercado interbancário norte-americano. A *TED Spread* – diferença entre a *Treasury Bill* de três meses, considerada uma taxa de curto prazo livre de risco, e a *libor* em dólar de mesmo prazo – inverteu trajetória de estreitamento observada nos três últimos Relatórios de Inflação e atingiu 37 p.b. ao final de maio, ante 12 p.b. ao final de fevereiro. Vale mencionar que o novo patamar situa-se abaixo do observado antes de setembro de 2008.

No mesmo sentido, as condições de financiamento para as empresas, em especial as consideradas de maior risco, tornaram-se mais restritivas. O *iTraxx Crossover*, que representa o prêmio de risco exigido para garantir empréstimos para companhias europeias consideradas de alto risco, atingiu 459 p.b. no final de maio, elevando-se 58 p.b. em relação ao final de fevereiro. O *iTraxx IG*, que representa o prêmio exigido para companhias europeias consideradas grau de investimento, atingiu 113 p.b. ao final de maio, avançando 29 p.b. no período.

O crescimento das incertezas imputou, adicionalmente, perdas às principais bolsas de valores. Os índices *Nikkei*, do Japão; *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido; e *Standard and Poor's 500* (S&P 500), dos EUA, acumularam retrações respectivas de 3,5%, 3,1% e 1,4%, no trimestre encerrado em maio, contrastando com a valorização de 6,5% registrada no *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha. Considerando-se apenas maio, quando se aprofundaram as incertezas sobre a evolução da crise fiscal na Europa, os indicadores mencionados recuaram, em sequência, 11,7%, 6,6%, 8,2% e 2,8%.

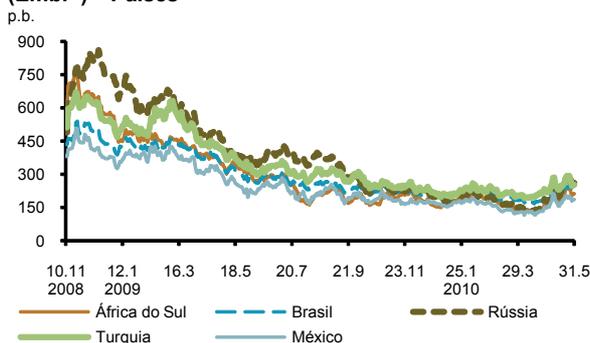
O *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX) – que mede a volatilidade implícita de curto prazo do índice S&P 500 e constitui importante indicativo da aversão ao risco – atingiu 45,8 pontos em 20 de maio, ante 19,5 pontos ao final de fevereiro, maior valor em catorze meses, mas recuou para 32 pontos ao final do mês.

**Gráfico 4.15 – CDS Soberanos 5 anos**



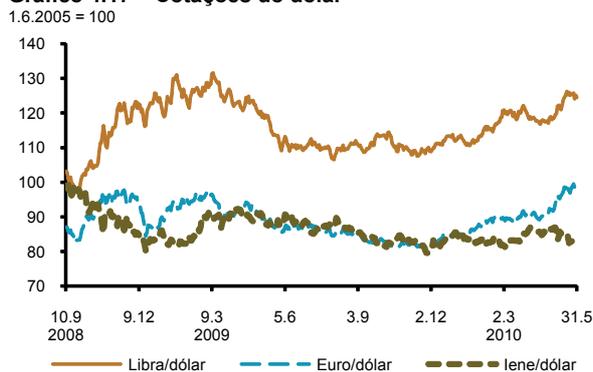
Fonte: Thomson

**Gráfico 4.16 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+) – Países**



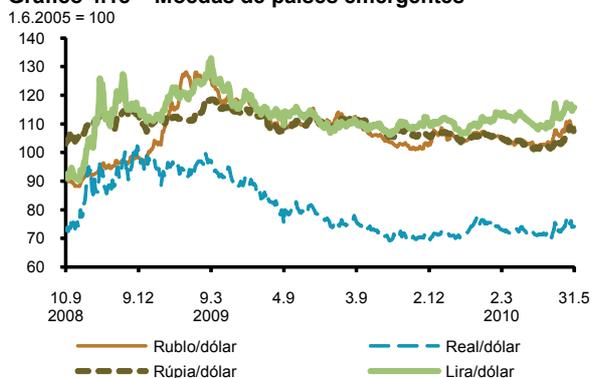
Fonte: Bloomberg

**Gráfico 4.17 – Cotações do dólar**



Fonte: Bloomberg

**Gráfico 4.18 – Moedas de países emergentes**



Fonte: Bloomberg

Os mercados acionários de economias emergentes, a despeito da retomada econômica mais sólida observada nesses países, registraram perdas em maio. Os índices *Shanghai Composite*, da China; *Sensex*, da Índia; *Kospi*, da Coreia do Sul; e *Ibovespa*, do Brasil, recuaram, na ordem, 9,7%, 3,5%, 5,7% e 6,6% no mês, e acumularam variações respectivas de -15,1%, 3,1%, 2,9% e -5,1% no trimestre encerrado em maio.

O aumento na demanda por títulos soberanos de melhor *rating* traduziu-se na trajetória dos rendimentos médios anuais dos títulos de dez anos do Reino Unido, EUA, Alemanha e Japão, que recuaram, na ordem, de 4%, 3,72%, 3,13% e 1,35% em março para 3,20%, 2,93%, 2,42% e 1,1% em maio.

Os prêmios de risco soberano da Grécia, Portugal e Espanha, medidos pelos respectivos CDS de 5 anos, elevaram-se, na ordem, de 364 p.b., 164 p.b. e 130 p.b. ao final de fevereiro para 941 p.b., 461 p.b. e 275 p.b. em 6 de maio – maiores valores das respectivas séries. Ao final do mês, refletindo as expectativas favoráveis em relação aos efeitos das medidas de ajuda da União Europeia (UE) e do Fundo Monetário Internacional (FMI) à Grécia<sup>9</sup>, dentre outras iniciativas, os indicadores mencionados recuaram para 663 p.b., 305 p.b. e 219 p.b., respectivamente.

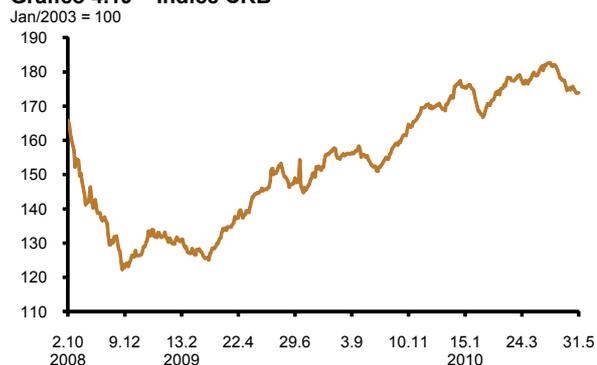
O aumento da aversão ao risco impactou, adicionalmente, a demanda por ativos de menor qualidade. O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bonds Index Plus* (Embi+) atingiu 317 p.b. ao final de maio, ante 292 p.b. ao final de fevereiro, ressaltando-se que os índices relativos a Rússia, México, Brasil e Turquia registraram aumentos respectivos de 61 p.b., 21 p.b., 20 p.b. e 11 p.b. no período.

A deterioração das expectativas em relação à situação fiscal e à sustentabilidade do crescimento econômico da Área do Euro intensificou o processo de depreciação da moeda única europeia em relação ao dólar norte-americano, que experimentou variações respectivas de 10,8% e 4,8% em relação ao euro e à libra esterlina, no trimestre encerrado em maio. Em ambiente de menor propensão ao risco e redução no fluxo de capitais para os mercados emergentes, no mesmo período o dólar também se apreciou em relação ao rublo russo, 3,2%; à lira turca, 1,8%; ao real, 0,7%; e à rúpia indiana, 0,6%.

9/ A União Europeia e o FMI acordaram uma ajuda total à Grécia de €10 bilhões ao longo dos próximos três anos, com o primeiro desembolso, em 19 de maio, atingindo €4,5 bilhões. Adicionalmente, com a aprovação, em 10 de maio, do Mecanismo de Estabilização Europeia, a UE contará com recursos da ordem de €500 bilhões, podendo alcançar €750 bilhões, com aporte de recursos adicionais do FMI. Destaque-se ainda o início das compras, pelo BCE e por outros bancos centrais da região, de títulos soberanos emitidos por países da UE com o objetivo de ampliar a liquidez nos mercados financeiros da região.

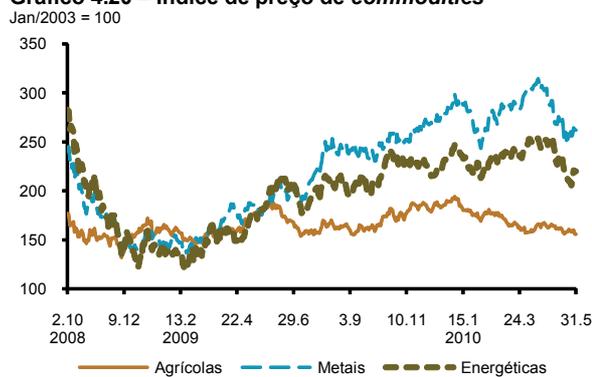
## 4.4 Commodities

Gráfico 4.19 – Índice CRB



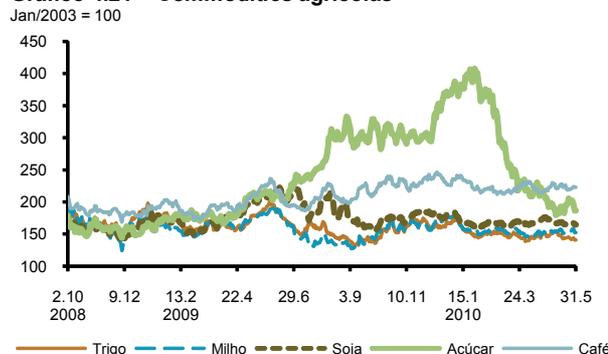
Fonte: Commodity Research Bureau

Gráfico 4.20 – Índice de preço de commodities



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.21 – Commodities agrícolas



Fontes: NYB-ICE e Chicago Board of Trade

O índice *Commodity Research Bureau* (CRB), após assinalar valorização de 4,1% no bimestre março-abril, em ambiente de recuperação da economia mundial mais acentuada do que prevista inicialmente, em especial na China, importante demandante de *commodities*, e nos EUA, recuou 0,6% no trimestre encerrado em maio. A reversão no comportamento do índice traduziu as expectativas desfavoráveis em relação à sustentabilidade fiscal de alguns países europeus, aos efeitos de possíveis mudanças regulatórias nos sistemas financeiros de países desenvolvidos e às medidas adotadas na China visando reduzir a liquidez naquele país. Consideradas médias trimestrais, o CRB registrou, no trimestre encerrado em maio, aumentos respectivos de 3,5% e 31,3% em relação aos trimestres finalizados em fevereiro de 2010 e maio de 2009.

De acordo com o índice *Goldman Sachs Commodity Index* (S&P GSCI), da *Standard & Poor's*, em conjunto com o *Goldman Sachs*, os preços das *commodities* recuaram, em média, 5,7% no trimestre encerrado em maio, em relação ao finalizado em fevereiro, resultado das retrações assinaladas nos segmentos de *commodities* agrícolas, 12,3%; energéticas, 5,7%; e metálicas, 4,7%.

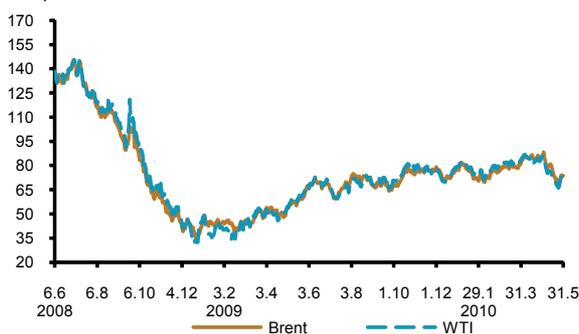
A redução nas cotações das *commodities* agrícolas refletiu tanto o patamar, acima do previsto inicialmente, de colheitas na América do Sul, quanto as perspectivas favoráveis em relação à recuperação da produção mundial de açúcar, após duas safras prejudicadas por problemas meteorológicos na Índia. Considerando os contratos futuros para primeira entrega, registraram-se, em maio, reduções trimestrais nas cotações de trigo, 9,6%; milho, 5%; e soja, 1,4%, negociadas na *Chicago Board of Trade* (CBT); e do açúcar, 41,2%, transacionada na *Intercontinental Exchange of New York* (ICE). O contrato para café, também negociado na ICE, registrou valorização de 4% no período, evidenciando nível reduzido dos estoques mundiais e perspectivas de quebra de safras em importantes países exportadores.

A retração recente das cotações das *commodities* metálicas, mesmo em cenário de relativa recuperação da demanda mundial e de reduções nos estoques, traduziu as perspectivas de que a redução da liquidez na China e as questões fiscais na Europa constituam restrições à consolidação da recuperação da economia mundial, com desdobramentos desfavoráveis sobre a demanda nesse segmento de produtos. De acordo com a *London*

*Metal Exchange* (LME), registraram-se, em maio, recuos trimestrais nas cotações do chumbo, 14,8%; zinco, 12,3%; alumínio, 4,2%; e cobre, 3,6%, contrastando com as elevações observadas nas relativas a estanho, 4,7%; e níquel, 0,9%.

A partir do início de abril, quando o reajuste do preço do minério de ferro – refletindo, em grande medida, a forte demanda chinesa, impulsionada por investimentos em infraestrutura, construção civil e pela produção de bens duráveis – atingiu cerca de 100%, em relação ao vigente em 2009, as maiores mineradoras mundiais adotaram novo sistema de precificação para a *commodity*, substituindo as negociações anuais por revisões trimestrais<sup>10</sup>. De acordo com o *Metal Bulletin*, a cotação do minério de ferro, após acumular aumento de 21,3% em abril, até o dia 22, passou a apresentar desvalorização, encerrando maio em patamar 5,4% inferior ao assinalado ao final de março. Essa reversão refletiu, em parte, o impacto das medidas adotadas pelo governo chinês para conter a expansão imobiliária<sup>11</sup>, que tendem a afetar a construção civil e, conseqüentemente, a demanda pela *commodity*.

**Gráfico 4.22 – Petróleo – Mercado à vista**  
US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

#### 4.4.1 Petróleo

As cotações médias dos barris de petróleo WTI e *Brent* passaram de US\$76,30 e US\$74,31, respectivamente, em fevereiro para US\$73,72 e US\$76,53 em maio. O relatório de maio do Departamento de Energia dos EUA (DOE), incorporando as perspectivas de retomada mais consistente da economia mundial, considera que o preço médio para o barril do WTI deverá atingir US\$84,00 ao final do segundo semestre deste ano e US\$87,00 no encerramento de 2011.

### 4.5 Conclusão

A evolução recente da economia mundial caracterizou-se pela distinção entre o ritmo de recuperação nos principais países desenvolvidos. O processo de retomada nessas economias ganha contornos mais sólidos no cenário de fortalecimento das respectivas demandas internas, evidenciado no crescimento dos gastos com consumo e investimentos e na recuperação do mercado de trabalho.

10/ Pela nova metodologia, a cada trimestre, os preços do minério de ferro serão determinados pela média dos preços *spot* nos três meses anteriores ao último mês do trimestre considerado.

11/ Medidas de redução da liquidez e imposição de restrições à aquisição de imóveis em grandes cidades.

O agravamento das condições fiscais em países da Europa e o aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais constituem, no entanto, elementos restritivos à intensificação do processo mencionado.

O recente recuo nos preços do petróleo, a ociosidade dos fatores de produção, o ressurgimento de estresse nos mercados financeiros e a manutenção dos índices de núcleo inflacionário em patamares historicamente reduzidos sugerem que os bancos centrais do G-3 manterão postura acomodatória e continuarão a promover, quando e se for necessário, ajustes de liquidez em seus mercados.

As principais economias emergentes seguem em ritmo de atividade mais intenso do que os observados nas economias maduras. Ressalte-se que, embora a maior aversão ao risco verificada recentemente possa, de alguma forma, conter o ingresso líquido de fluxos externos para essas economias, com possíveis desdobramentos sobre as respectivas taxas de câmbio, bolsas de valores e indicadores de risco soberano, a percepção quanto à continuidade de seu crescimento deverá favorecer o recebimento de novos fluxos.