

4

Economia internacional

Tabela 4.1 – Maiores economias desenvolvidas

Componentes do PIB e outros indicadores

	Taxa % anualizada								
	2008		2009			2010			
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	
PIB									
Estados Unidos	-6,8	-4,9	-0,7	1,6	5,0	3,7	1,7	2,5	
Área do Euro	-7,0	-9,6	-0,6	1,6	0,8	1,5	4,0	1,5	
Reino Unido	-8,1	-9,0	-3,1	-1,2	1,4	1,8	4,7	3,1	
Japão	-11,9	-19,9	11,3	-1,2	5,7	6,8	3,0	4,5	
Consumo das famílias									
Estados Unidos	-3,3	-0,5	-1,6	2,0	0,9	1,9	2,2	2,8	
Área do Euro	-1,9	-2,3	0,1	-0,7	1,2	1,0	0,9	1,0	
Reino Unido	-6,0	-5,4	-2,9	-0,5	3,4	-0,1	2,7	1,0	
Japão	-5,6	-7,7	6,1	0,9	2,4	2,4	1,2	4,9	
Investimento empresarial									
Estados Unidos	-22,7	-35,2	-7,5	-1,7	-1,4	7,8	17,2	10,3	
Área do Euro ^{1/}	-14,2	-19,2	-9,3	-4,4	-4,7	-1,0	7,1	0,1	
Reino Unido	-5,0	-29,4	-37,2	-10,5	-13,5	35,6	2,8	-0,9	
Japão	-22,9	-23,1	-18,7	-8,3	6,3	3,5	11,1	5,3	
Investimento residencial									
Estados Unidos	-32,6	-36,2	-19,7	10,6	-0,8	-12,3	25,6	-27,5	
Área do Euro ^{2/}	-7,3	-2,8	-6,9	-6,9	-6,6	-6,5	3,2	-2,5	
Reino Unido	-20,2	-45,8	-26,3	16,7	-18,7	1,7	53,6	nd	
Japão	10,0	-23,4	-31,0	-29,0	-12,9	7,5	-3,1	5,0	
Exportações de bens e serviços									
Estados Unidos	-21,9	-27,8	-1,0	12,2	24,4	11,4	9,1	6,3	
Área do Euro	-25,4	-28,4	-5,0	9,6	8,4	11,0	18,4	7,8	
Reino Unido	-15,5	-29,4	-6,0	3,7	15,5	-2,8	9,4	9,3	
Japão	-47,2	-68,1	46,8	43,2	21,1	32,0	24,6	10,2	
Importações de bens e serviços									
Estados Unidos	-22,9	-35,3	-10,6	21,9	4,9	11,2	33,5	16,8	
Área do Euro	-16,8	-27,0	-10,4	8,6	5,1	18,2	17,7	7,0	
Reino Unido	-19,9	-26,6	-9,8	4,9	19,3	8,1	9,9	3,0	
Japão	9,3	-49,2	-19,3	24,5	2,8	13,5	18,0	12,5	
Gastos governamentais									
Estados Unidos	1,5	-3,0	6,2	1,6	-1,4	-1,6	3,9	4,0	
Área do Euro ^{3/}	3,1	2,6	2,4	1,9	-0,3	0,3	0,5	1,5	
Reino Unido	6,8	-0,8	1,8	2,1	3,8	2,5	-0,4	nd	
Japão	3,2	5,6	11,7	3,4	3,3	-1,9	1,3	0,1	
Produção manufatureira									
Estados Unidos	-18	-20,9	-8,5	10,9	7,2	7,1	9,9	4,6	
Área do Euro	-25	-32,2	-6,9	11,3	5,5	9,7	9,4	3,3	
Reino Unido	-16	-19,3	-0,9	-4,1	1,4	6,6	5,0	1,6	
Japão	-38,0	-59,5	29,4	22,8	26,1	30,9	6,1	-6,7	
Taxa de desemprego^{4/}									
Estados Unidos	7,4	8,6	9,5	9,8	10,0	9,7	9,5	9,6	
Área do Euro	8,2	9,1	9,5	9,8	9,9	9,9	10,0	10,0	
Reino Unido	6,4	7,1	7,8	7,9	7,8	8,0	7,8	7,7	
Japão	4,4	4,8	5,3	5,3	5,2	5,0	5,3	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.

As melhoras nos indicadores de atividade na economia dos Estados Unidos da América (EUA) e nas perspectivas em relação à manutenção do dinamismo da economia chinesa podem se traduzir, nos próximos meses, em continuidade do processo de recuperação do crescimento da economia mundial. Esse processo tende a apresentar, nas economias maduras, que registram ociosidade dos fatores de produção expressiva e taxas de desemprego elevadas, características distintas das que devem se verificar nas emergentes, onde a recente alta dos preços das *commodities* agrícolas vem pressionando as taxas de inflação e, de modo geral, as economias se encontram em novo ciclo de expansão. Nesse cenário, os bancos centrais das principais economias maduras têm optado pela manutenção do caráter acomodatório da política monetária, e as autoridades monetárias de um grupo cada vez maior de economias emergentes, acelerado o processo de normalização da política monetária.

Ressalte-se, ainda, que incertezas quanto à evolução da crise fiscal europeia e o início de novo processo de afrouxamento monetário nos EUA favoreceram a depreciação do dólar e a alta generalizada dos preços de *commodities*, com desdobramentos sobre a volatilidade nos mercados financeiros internacionais.

4.1 Atividade econômica

O risco de ingresso em novo período recessivo arrefeceu nas principais economias maduras. Nesse sentido, evidenciando recuperação relativa do mercado de trabalho e continuidade da expansão do consumo privado, a taxa de crescimento anualizada do PIB do Japão atingiu 4,5% no trimestre encerrado em setembro, seguindo-se as expansões assinaladas no Reino Unido, 3,1%; nos EUA, 2,5%; e na Área do Euro, 1,5%.

Nos EUA, a taxa de crescimento anualizada do consumo das famílias aumentou pela terceira vez

consecutiva, atingindo 2,8% no trimestre encerrado em setembro. O crescimento da renda real disponível alcançou 0,9%, contribuindo para que a taxa de poupança das famílias decrescesse 0,4 p.p. No mesmo período, a taxa anualizada de crescimento do consumo das famílias atingiu 1% na Área do Euro e no Reino Unido, e 4,9% no Japão, esta evidenciando o impacto da introdução de medidas de transferência de renda e da prorrogação de incentivos ao consumo de bens duráveis.

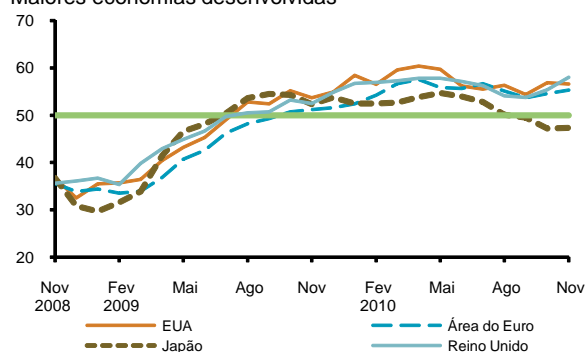
Os investimentos empresariais nos EUA, mesmo em desaceleração, apresentaram crescimento de 10,3% no trimestre encerrado em setembro, seguindo-se as variações observadas no Japão, 5,3%; na Área do Euro, 0,1%; e no Reino Unido, -0,9%. Os investimentos residenciais variaram, respectivamente, 5% e -27,5% no Japão e nos EUA, neste caso traduzindo o efeito defasado do final dos incentivos governamentais à aquisição da primeira moradia, em abril.

Nos EUA, o setor externo exerceu contribuição de -1,8 p.p. para a variação anualizada do PIB no trimestre encerrado em setembro, contrastando com os impactos respectivos de 1,5 p.p., 0,3 p.p. e nulo assinalados no Reino Unido, Área do Euro e Japão. As importações de bens e serviços registraram aumento anualizado de 16,8% nos EUA, seguindo-se as expansões observadas no Japão, 12,5%; Área do Euro, 7%; e Reino Unido, 3%, ressaltando-se que as exportações de bens e serviços dessas economias experimentaram expansões anualizadas de 6,3%, 10,2%, 7,8% e 9,3%, respectivamente, no período.

O crescimento da produção manufatureira dos EUA registrou variação anualizada de 4,6% no trimestre encerrado em setembro, ante 9,9% naquele finalizado em junho. As taxas relativas à Área do Euro, Japão e Reino Unido recuaram, na ordem, de 9,4%, 6,1% e 5%, para 3,3%, -6,7% e 1,6%, no período. Note-se, por outro lado, que, excetuando-se no Japão, o PMI de novembro relativo à atividade manufatureira⁶ passou a sugerir aceleração da atividade no setor, atingindo 56,6 pontos nos EUA, 55,3 pontos na Área do Euro, 58 pontos no Reino Unido e 47,3 pontos no Japão.

Nos EUA, excluídas as contratações do governo federal⁷, foram criados 269 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em novembro, ante 239 mil naquele finalizado em agosto, e a taxa de desemprego elevou-se para 9,8% em novembro. Na Área do Euro, a recuperação da atividade econômica gerou 27,7 mil novos postos

Gráfico 4.1 – PMI manufatura
Maiores economias desenvolvidas

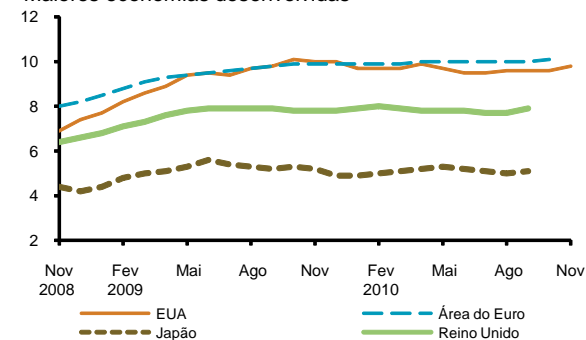


6/ Os PMI referentes à Área do Euro, Reino Unido e Japão são calculados pela Markit e o dos EUA, pelo Institute for Supply Management (ISM).

7/ Função do efeito de contratações temporárias para pesquisa censitária realizada em 2010, a variação do número de pessoas empregadas excluindo-se o governo federal representa uma alternativa para a avaliação do comportamento do mercado de trabalho.

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			
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	
PIB	6,8	6,5	7,9	9,1	10,7	11,9	10,3	9,6	
Vendas no varejo	17,6	15,7	16,8	16,8	15,7	15,3	17,5	18,4	
Vendas de veículos ^{1/}	-8,2	3,6	31,6	73,8	85,7	72,5	29,0	15,9	
Formação Bruta de									
Capital Fixo	25,3	38,8	50,2	47,4	29,8	22,8	20,1	20,6	
Exportações de bens	4,4	-10,9	-9,1	-5,5	13,9	30,2	28,8	15,1	
Importações de bens	-2,4	-3,9	18,4	29,0	25,9	19,4	-1,4	-5,3	
Produção industrial	6,4	5,6	9,0	12,4	18,0	19,6	15,9	13,5	
Taxa de desemprego ^{2/}	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,2	4,2	nd	

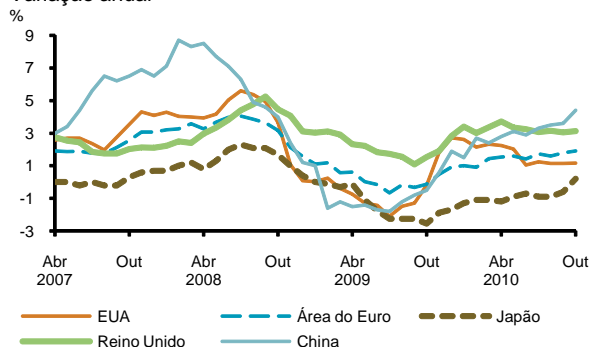
Fonte: Thomson

1/ Inclui vendas a empresas.

2/ Taxa de desemprego urbano ao final do período.

Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor

Varição anual



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

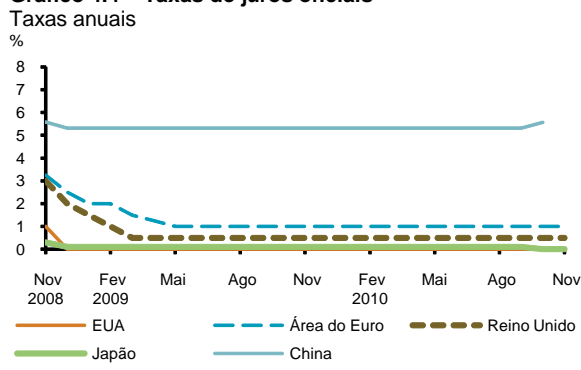
de trabalho no trimestre encerrado em setembro, ante 253 mil no trimestre finalizado em junho. Após seis meses de estabilidade, a taxa de desemprego dessa economia elevou-se 0,1 p.p., para 10,1% em outubro. No Japão e no Reino Unido as taxas de desemprego situaram-se em 5,1% e 7,9%, em outubro, recuando 0,2 p.p. e avançando 0,1 p.p., respectivamente, em relação a junho.

Na China, a taxa de crescimento do PIB em doze meses atingiu 9,6% no trimestre encerrado em setembro, ante 10,3% naquele finalizado em junho. As vendas reais do varejo, em aceleração pelo segundo trimestre consecutivo, aumentaram 18,4%, ante 17,5% no trimestre encerrado em junho, apesar da desaceleração, de 29% para 15,9%, na taxa de expansão das vendas de veículos. A formação bruta de capital fixo cresceu 20,6%, ante 20,1% no trimestre finalizado em junho, enquanto a produção industrial aumentou 13,5% e 15,9%, nos períodos mencionados. As exportações chinesas registraram crescimento de 15,1%, no trimestre, enquanto as importações, evidenciando impacto da política de acumulação de estoques de *commodities*, em igual período de 2009, recuaram 5,3%.

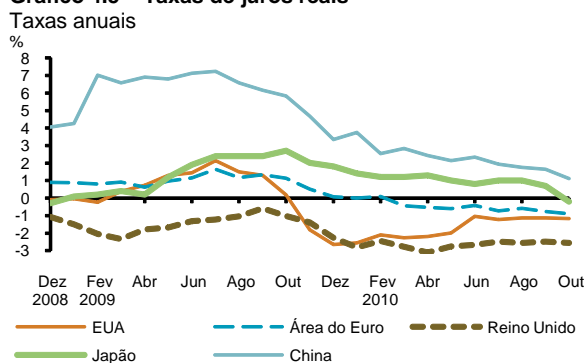
4.2 Política monetária e inflação

A reduzida taxa de utilização da capacidade instalada e as elevadas taxas de desemprego favoreceram a manutenção do caráter acomodatório da política monetária nas economias maduras. Nos EUA, onde ainda há riscos de deflação, o *Federal Reserve* (Fed) iniciou novo programa de afrouxamento monetário (*quantitative easing II*), resultando em depreciação do dólar e elevação dos preços internacionais das *commodities*. Nas economias emergentes, essa alta de preços, o fortalecimento da demanda interna e a redução do hiato do produto têm provocado pressões de preços. Na China, a autoridade monetária intensificou a retirada dos incentivos introduzidos durante a crise financeira de 2008/2009, e as perspectivas são de normalização das condições monetárias e ancoragem das expectativas inflacionárias.

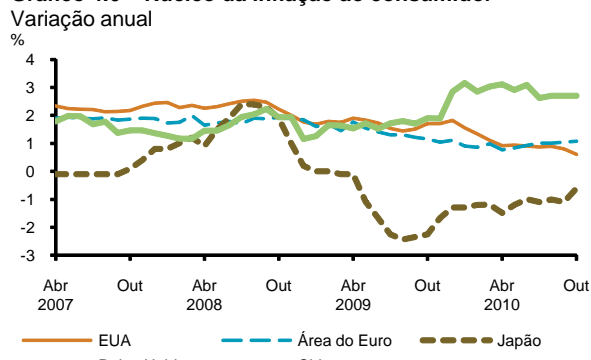
Nos EUA, a variação anual do IPC manteve-se no patamar de 1,2% em outubro, registrando-se aumentos respectivos de 1,4% e 5,9% nos preços dos alimentos e da energia. A variação anual do núcleo do IPC, que exclui esses segmentos, atingiu 0,6%, menor taxa da série histórica, iniciada em 1957, trajetória inflacionária associada à ainda frágil recuperação da atividade econômica, à escassez do crédito e à elevada ociosidade dos fatores de produção. Neste cenário, o Fed manteve, em novembro, os limites

Gráfico 4.4 – Taxas de juros oficiais

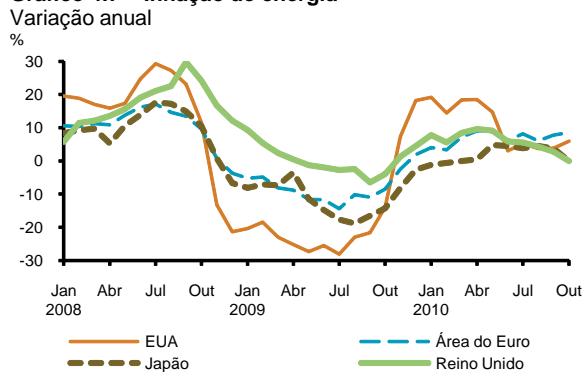
Fontes: Fed, BCE, BoJ, Banco da Inglaterra e Banco do Povo da China

Gráfico 4.5 – Taxas de juros reais

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

Gráfico 4.6 – Núcleo da inflação ao consumidor

Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.7 – Inflação de energia

Fonte: Thomson

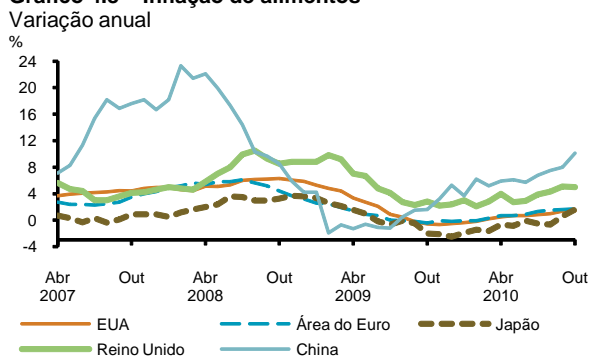
da banda de flutuação da meta para os *Fed funds* em 0% e 0,25%, mas, reconhecendo que o núcleo da inflação se mantém abaixo do nível considerado consistente, e que os mercados de trabalho e imobiliário seguem deprimidos, o Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC), em 3 de novembro, decidiu por nova expansão do volume de ativos em seu balanço. Em novo programa de afrouxamento quantitativo (*quantitative easing II*), a ser concluído até meados de 2011, o Fed comprará mais US\$600 bilhões em *treasuries* de longo prazo, buscando, assim, aumentar as expectativas inflacionárias, reduzir os juros reais e estimular a economia local.

No Japão, embora a variação anual do IPC atingisse 0,2% em outubro, em cenário de aumentos de impostos e dos preços dos alimentos *in natura*, a evolução de seu núcleo segue evidenciando a persistência do processo deflacionário em curso no país. Nesse ambiente, visando dar maior sustentação à economia, o Banco do Japão (BoJ) anunciou, em 5 de outubro, a redução da taxa de juros de referência de 0,1% a.a. para o intervalo de 0,1% a 0%. Adicionalmente, na mesma data, ampliou a liquidez por meio da criação de programa de aquisição de ativos financeiros no total de ¥5 trilhões, em adição ao programa de ¥30 trilhões que provê fundos para o setor bancário, totalizando um fundo único de ¥35 trilhões. Entre os ativos elegíveis para compra, no intervalo de doze meses, encontram-se títulos governamentais de longo prazo, notas do tesouro, *commercial papers* e bônus corporativos, inclusive ativos de maior risco (*high yields*).

Na Área do Euro, a variação anual do IPC atingiu 1,9% em outubro, influenciada pela elevação de 8,5% no preço da energia. Embora em alta, a variação do IPC segue dentro da zona de conforto do Banco Central Europeu (BCE), de 1% a 2%. A variação anual do núcleo do IPC atingiu 1,1% em outubro, mantendo-se em torno de 1% desde meados de 2010. Nesse cenário inflacionário benigno e considerando a recente recuperação, ainda que modesta, do crescimento do crédito e da oferta monetária, o BCE manteve, em novembro, a taxa básica de juros em 1% a.a.

No Reino Unido, diferentemente das economias do G3, a inflação mantém-se acima do teto da meta de longo prazo, com a variação anual do IPC, impactada, em especial, pelo comportamento dos preços dos serviços, atingindo 3,2% em outubro. Apesar da perspectiva de elevação de preços no curto prazo, com ênfase nos efeitos da elevação, de 17,5% para 20%, do imposto sobre valor agregado, a vigorar a partir de janeiro próximo, o Banco da Inglaterra (BoE) manteve

Gráfico 4.8 – Inflação de alimentos^{1/}



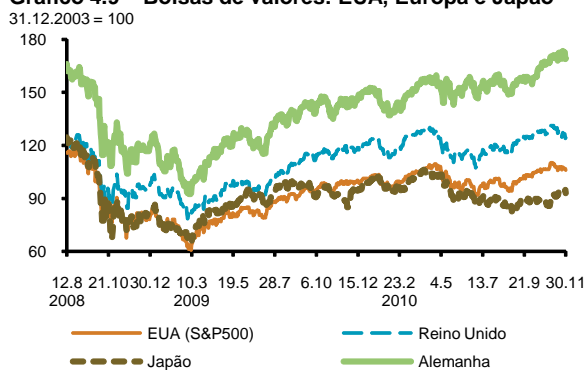
Fonte: Thomson
1/ Para Área do Euro e Reino Unido, dado inclui bebidas alcoólicas e tabaco.

inalterado o programa de compra de ativos, em £200 bilhões, e a taxa de juros básica, em 0,5% a.a. Essa decisão baseia-se na avaliação de que a variação do IPC deverá recuar para os limites da meta no horizonte de dois anos.

Na China, a variação anual do IPC, em trajetória de aceleração, atingiu 4,4% em outubro, com ênfase para o aumento de 10,1% nos preços de alimentos. Pressionado pelo novo afrouxamento monetário empreendido pelo Fed, pela retomada da demanda doméstica, pelos fortes crescimentos do crédito e dos preços de ativos imobiliários, e pela ampliação das expectativas inflacionárias, o Banco do Povo da China (BPC) intensificou o processo de normalização da política monetária. Nesse sentido, em 19 de outubro, foi introduzida a primeira elevação da taxa básica de juros desde dezembro de 2007, de 5,31% a.a. para 5,56%, e, em 10 de dezembro, o sexto aumento de 0,5 p.p., no ano, na taxa de recolhimento compulsório.

4.3 Mercados financeiros internacionais

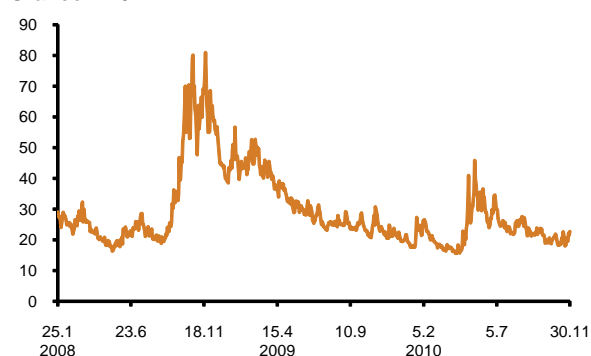
Gráfico 4.9 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão



Fonte: Bloomberg

Os mercados financeiros internacionais, em ambiente de maior otimismo em relação à recuperação da economia norte-americana e à manutenção do dinamismo da economia chinesa, registraram redução de volatilidade e recuperação dos preços dos ativos no trimestre encerrado em novembro. A partir de meados de novembro, entretanto, o agravamento da situação fiscal em países europeus passou a condicionar o comportamento desses mercados e, com isso, aumentaram a aversão ao risco e as incertezas em relação à trajetória dos preços dos ativos financeiros, em especial na Área do Euro.

Gráfico 4.10 – VIX

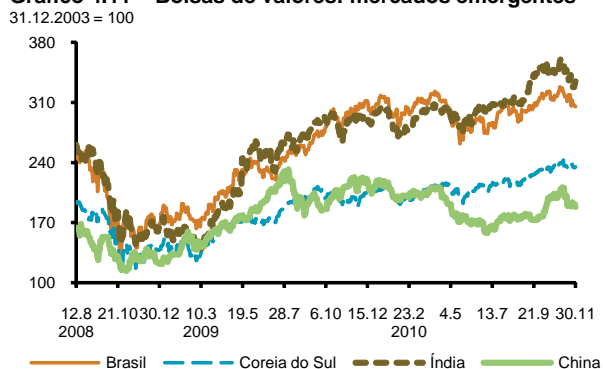


Fonte: Thomson

Os mercados acionários, favorecidos, ainda, pelos impactos de bons resultados corporativos e do anúncio do *quantitative easing* II nos EUA, experimentaram recuperação importante no trimestre encerrado em novembro. Os índices *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha; Nikkei, do Japão; *Standard and Poor's 500* (S&P 500), dos EUA; e *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido acumularam ganhos respectivos de 13,2%, 12,6%, 12,5% e 6,5%, no período. Vale ressaltar que, após atingir a maior cotação do ano em 5 de outubro, os índices inglês, norte-americano e alemão recuaram, respectivamente, 5%, 4% e 1%, até o final do trimestre.

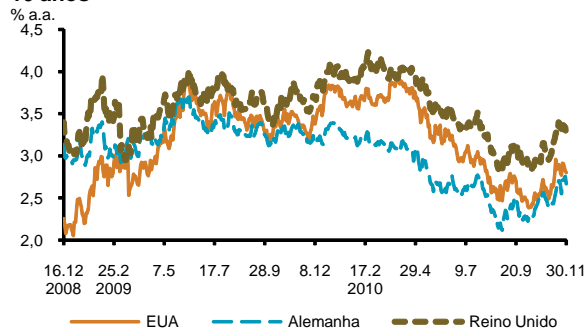
O *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX) – que mede a volatilidade implícita de curto prazo do

Gráfico 4.11 – Bolsas de valores: mercados emergentes



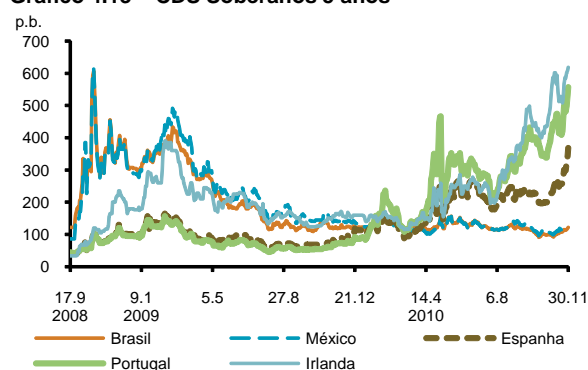
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.12 – Retorno sobre títulos governamentais – 10 anos



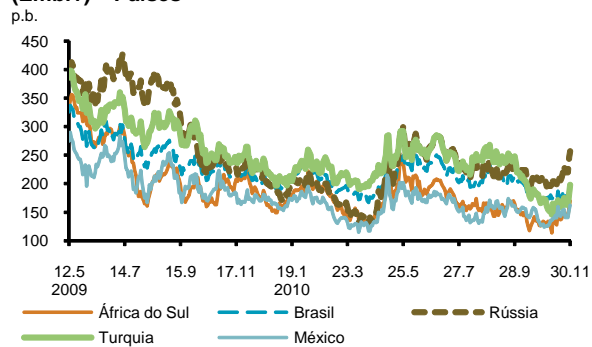
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.13 – CDS Soberanos 5 anos



Fonte: Thomson

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



Fonte: Bloomberg

índice S&P 500 – atingiu 22,7 pontos ao final de novembro, ante 26 pontos ao final de agosto. O valor médio do indicador totalizou 21 pontos no trimestre encerrado em novembro, ante 26,9 pontos naquele finalizado em agosto.

Os mercados acionários das principais economias emergentes também registraram ganhos no trimestre encerrado em novembro. Os índices *Korea Composite Stock Price Index* (Kospi), da Coreia do Sul; *Bombay Stock Exchange Sensitive Index* (Sensex), da Índia; *Shanghai Composite*, da China; e Ibovespa, do Brasil acumularam altas respectivas de 9,3%, 8,6%, 6,9% e 4,1%, no período, mas, condicionados pelos fatores que influenciaram as bolsas dos EUA e da Europa, recuaram a partir de meados de novembro.

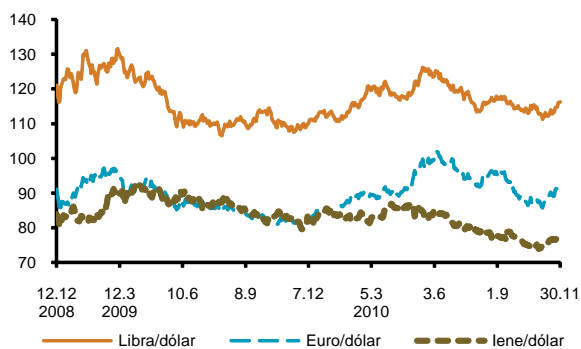
Influenciados pelo maior otimismo com a economia norte-americana e pela deterioração do mercado de dívida na Europa, os rendimentos anuais dos títulos de dez anos das economias maduras aumentaram no trimestre encerrado em novembro, com os papéis dos EUA, Alemanha e Reino Unido atingindo rendimentos anuais de 2,8%, 2,7% e 3,3%, respectivamente.

O agravamento da situação fiscal em alguns países europeus voltou a ser um foco de atenções no período. Apesar do pacote de ajuda do FMI e União Europeia ao governo irlandês, da ordem de €85 bilhões, para capitalizar o sistema bancário e evitar o risco de *default* soberano no curto prazo, os prêmios de risco soberano, medidos através dos *Credit Default Swaps* (CDSs), de Irlanda, Portugal e Espanha atingiram, ao final de novembro, 608 p.b., 532 p.b. e 343 p.b., respectivamente, os maiores valores das séries históricas. No mesmo período, o CDS soberano do Brasil recuou 13 p.b., para 119 p.b. Apesar do agravamento da crise fiscal europeia, o indicador de risco soberano *Emerging Markets Bonds Index Plus* (Embi+) recuou 25 p.b., para 278 p.b., no trimestre encerrado em novembro, ressaltando-se que o índice associado ao Brasil decresceu 35 p.b., para 198 p.b., a despeito de elevação na margem, a partir de meados desse mês.

O dólar dos EUA registrou, no trimestre, depreciação em relação ao euro, 2,3%; à libra esterlina, 1,4%; e ao iene, 0,6%. No âmbito das economias emergentes, ocorreram recuos na cotação da moeda dos EUA frente à rúpia indiana, 2,5%, ao real, 2,4%; e à lira turca, 1,5%; contrastando com a apreciação de 2,2% registrada em relação ao rublo russo.

Gráfico 4.15 – Cotações do dólar

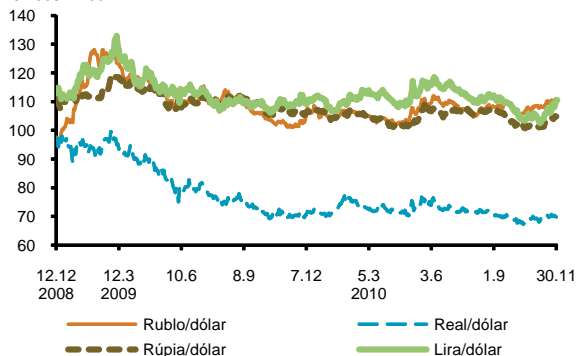
1.6.2005 = 100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.16 – Moedas de países emergentes

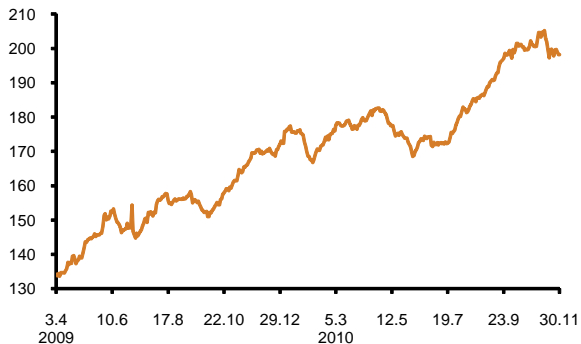
1.6.2005 = 100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.17 – Índice CRB

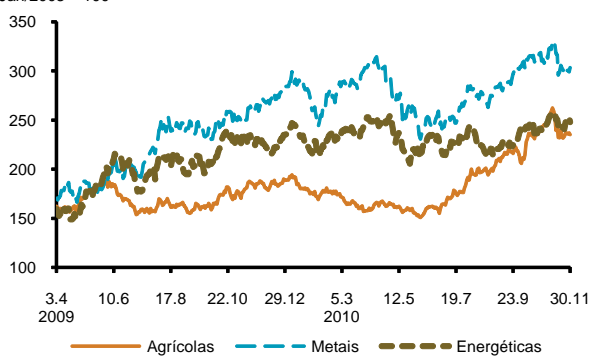
Jan/2003 = 100



Fonte: Commodity Research Bureau

Gráfico 4.18 – Índice de preço de commodities

Jan/2003 = 100



Fonte: S&P GSCI

4.4 Commodities

O índice *Commodity Research Bureau* (CRB), uma medida do comportamento dos preços das *commodities*, registrou elevação de 6,4% no trimestre encerrado em novembro, resultado da depreciação do dólar, da melhora nos indicadores de consumo em diversas economias e dos efeitos de adversidades climáticas sobre a oferta de produtos agrícolas. Ressalte-se que, em cenário de temores quanto aos efeitos do aperto monetário na China e à sustentabilidade fiscal de alguns países europeus e de realização de lucros nos mercados financeiros, os preços das *commodities* apresentaram forte correção em novembro. Ainda assim, consideradas médias trimestrais, o índice CRB registrou, no trimestre encerrado em novembro, aumentos respectivos de 12,2% e 25% em relação aos trimestres finalizados em agosto de 2010 e novembro de 2009.

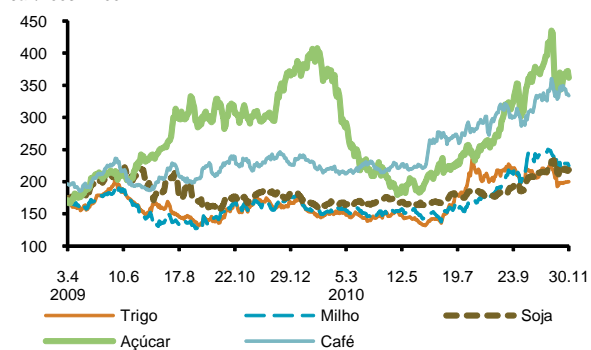
De acordo com o índice *Goldman Sachs Commodity Index* (GSCI), da Standard & Poor's, em conjunto com o Goldman Sachs, os preços das *commodities* registraram valorização de 15,4% no trimestre, reflexo de variações respectivas de 18,9%, 10,8% e 15,8% nos índices dos segmentos de *commodities* agrícolas, metálicas e energéticas.

Os preços das *commodities* agrícolas mantiveram a tendência de valorização iniciada em julho, em meio aos impactos de adversidades climáticas sobre a oferta e da expansão da liquidez global. Preocupações com danos a lavouras, que em julho e agosto se concentravam na Rússia, migraram para os EUA, onde a produtividade situou-se em patamar inferior ao esperado, e para a América do Sul, onde condições climáticas desfavoráveis têm afetado as perspectivas para o resultado da safra.

Após acumular alta de 40,4% entre o final de junho e o final de agosto, o contrato futuro de primeira entrega de trigo, negociado na *Chicago Board of Trade* (CBT), recuou 0,3% no trimestre encerrado em novembro. Também na bolsa de Chicago, os contratos de primeira entrega de soja e milho assinalaram valorizações respectivas de 23,3% e 24,9%, no trimestre, refletindo, em especial, a baixa produtividade da safra norte-americana. Os contratos futuros de primeira entrega de açúcar e café, negociados na *Intercontinental Exchange de Nova York* (ICE), registraram altas respectivas de 39,5% e 13,7%, no trimestre, evolução influenciada pelos reduzidos estoques mundiais e pelas adversidades climáticas em importantes exportadores, especialmente no Brasil.

Gráfico 4.19 – Commodities agrícolas

Jan/2003 = 100



Fontes: NYB-ICE e Chicago Board of Trade

Gráfico 4.20 – Petróleo – Mercado à vista

US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

No segmento de *commodities* metálicas registraram-se, de acordo com a *London Metal Exchange* (LME), elevações nos preços do estanho, 16,5%; cobre, 13,3%; níquel, 11,4%; alumínio, 10,4%; e do chumbo, 8,3%, no trimestre encerrado em novembro. O preço do minério de ferro de teor 63,5% aumentou 11,8% no mercado à vista chinês, no período, de acordo com o *Metal Bulletin*, evolução decorrente de problemas no fornecimento da *commodity* pela Índia e da acumulação de estoques em siderúrgicas chinesas, devido ao baixo preço contratual fixado para último trimestre de 2010.

As cotações médias dos barris de petróleo dos tipos *Brent* e *West Texas Intermediate* (WTI) aumentaram, respectivamente, de US\$77,79 e US\$75,26, em setembro, para US\$85,67 e US\$84,19, em novembro. Com perspectivas mais otimistas para a evolução da economia mundial, em especial dos EUA, o Departamento de Energia (DOE) do governo norte-americano aumentou as previsões para os preços médios do barril do tipo WTI para o quarto trimestre de 2010 e para 2011, de US\$77,00 e US\$82,00, respectivamente, em setembro, para US\$82,63 e US\$85,17, em novembro.

4.5 Conclusão

As economias emergentes seguem registrando ritmo de crescimento mais acelerado do que as economias maduras, mas passam a conviver com pressões inflacionárias decorrentes da alta de preços das *commodities*, do fortalecimento da demanda doméstica e do fechamento do hiato do produto. Esse conjunto de fatores tem condicionado a retirada dos estímulos fiscais e monetários introduzidos durante a crise financeira internacional.

De forma distinta, a retomada da atividade nas principais economias maduras, em especial nos EUA, segue em ambiente de ociosidade dos fatores de produção que, ao menos em parte, contrabalança o impacto das elevações nos preços das *commodities* sobre os índices de inflação e favorece a manutenção do caráter acomodatório da política monetária.

Repasse dos Preços das *Commodities* para o IPCA e Índice de *Commodities* Brasil

O conhecimento da dinâmica dos preços das *commodities* nos mercados internacionais tem ganhado importância nos últimos anos, haja vista seus potenciais impactos sobre a dinâmica dos preços ao consumidor no Brasil e, por conseguinte, suas repercussões no cenário prospectivo. Nesse contexto, este box apresenta o Índice de *Commodities* Brasil (IC-Br)¹ que visa identificar a parcela das variações de preços das *commodities* nos mercados internacionais que é relevante para a dinâmica da inflação doméstica. Além disso, apresentam-se exercícios que ilustram como variações no IC-Br são repassadas aos preços ao consumidor.

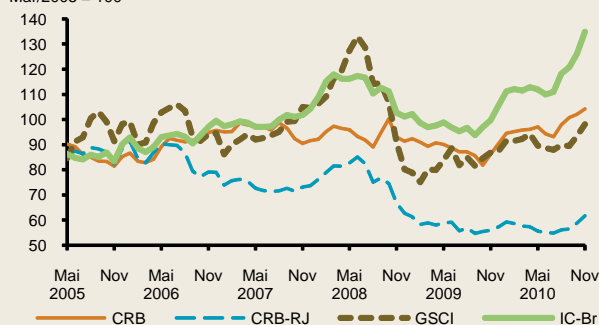
O Gráfico 1 mostra a evolução do IC-Br, bem como de outros índices de *commodities* frequentemente referenciados nas análises macroeconômicas.

Na cesta que compõe o IC-Br, os pesos foram obtidos a partir de modelos de Vetores Autoregressivos (VARs), construídos para estimar os repasses dos preços de cada *commodity* para a inflação. Nesse sentido, foi possível construir o IC-Br, bem como segmentá-lo em três subíndices, o IC-Br Agropecuária, o IC-Br Metal e o IC-Br Energia, conforme o Gráfico 2.

Para estimar o repasse do IC-Br para o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), recorreu-se novamente à metodologia VAR. Foram utilizados dados mensais dos últimos cinco anos, incluindo-se a variação da média mensal dos preços das *commodities* em reais; o IBC-Br, como medida da atividade econômica; a taxa Sistema Especial de

Gráfico 1 – IC-Br e outros índices (em R\$)

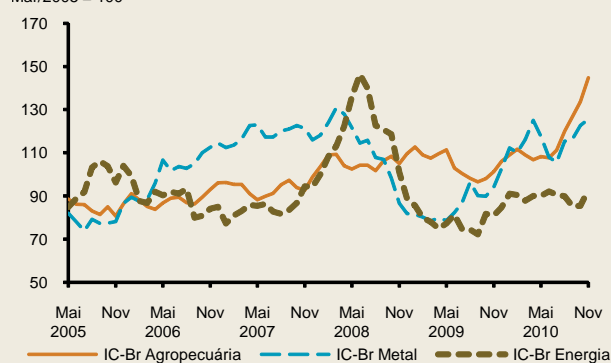
Mar/2005 = 100



Fontes: Commodity Research Bureau, Thomson Reuters, S&P GSCI e BCB

Gráfico 2 – IC-Br segmentos (em R\$)

Mar/2005 = 100



Fonte: BCB

1/ O IC-Br agrega os indicadores relativos aos segmentos Agropecuária, Metal e Energia. Para o cálculo do indicador Agropecuária foram consideradas as *commodities* carne de boi, algodão, óleo de soja, trigo, açúcar, milho, café e carne de porco. O segmento Metal engloba alumínio, minério de ferro, cobre, estanho, zinco, chumbo e níquel, enquanto o segmento Energia inclui petróleo tipo Brent, gás natural e carvão.

Tabela 1 – Índices de preços de commodities

	(variações % – Em R\$)									
	2006	2007	2008	2009	2010 ^{1/}	Δ 12m ^{2/}	Δ 3m ^{2/}	Out/2010	Nov/2010	
IC-Br	6,2	7,4	-4,4	6,4	23,7	29,2	14,7	8,0	1,5	
IC-Br Agropecuária	8,0	3,7	10,5	-3,5	31,3	35,7	18,5	11,1	0,4	
IC-Br Metal	28,0	1,7	-29,6	30,0	17,9	25,8	8,8	4,5	0,8	
IC-Br Energia	-23,5	21,9	-11,9	2,3	8,1	12,7	11,3	3,9	5,2	
S&P GSCI Composto	-8,1	17,2	-25,6	13,3	7,9	9,7	12,6	4,0	3,0	
S&P GSCI Agrícola	18,6	17,6	4,5	-13,5	22,4	22,1	16,1	15,1	-3,2	
S&P GSCI Metais Industriais	38,6	-25,6	-33,0	44,1	4,8	12,2	8,1	2,7	-0,6	
S&P GSCI Energia	-16,5	26,9	-34,3	22,4	3,6	5,8	13,1	2,0	4,5	
CRB	9,4	-4,9	-0,9	0,7	12,9	14,0	3,8	1,3	-0,4	
CRB – Reuters Jefferies	-15,3	-2,7	-16,8	-6,9	4,5	6,1	11,4	5,5	1,1	

Fontes: Commodity Research Bureau, Thomson Reuters, S&P GSCI e BCB

1/ Novembro/2010 ante dezembro/2009.

2/ Até novembro/2010.

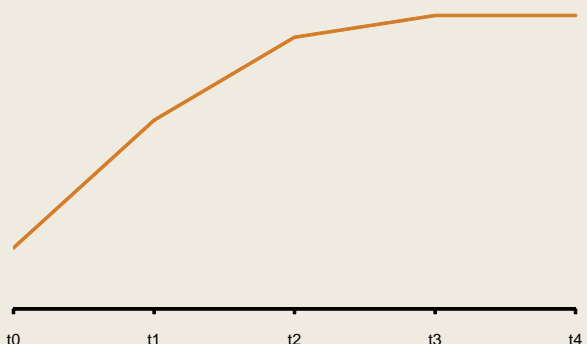
Liquidação e de Custódia (Selic), como variável de política monetária; a variação média mensal da taxa de câmbio; e a inflação medida pelo IPCA. Com isso, busca-se capturar tanto os impactos diretos da elevação de custos de produção dos bens finais, quanto dos efeitos de segunda ordem, que consistem na propagação da elevação dos preços de alguns bens ou serviços para os demais.

Gráfico 3 – Repasse do IC-Br ao IPCA



Fonte: BCB

Gráfico 4 – Repasse do IC-Br ao IPCA (acumulado)



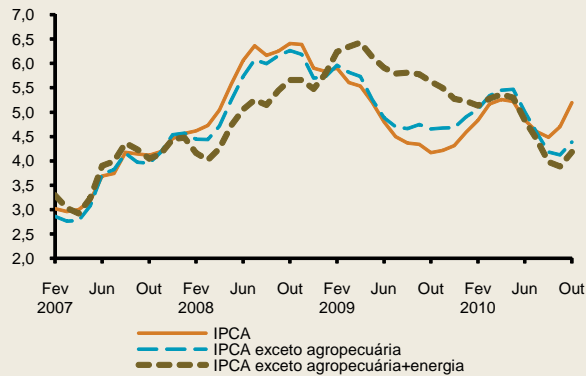
Fonte: BCB

Com base nas respostas ao impulso resultantes do modelo, foram calculadas as estimativas de repasse de um choque nos preços da cesta de commodities que compõe o IC-Br para o IPCA. Os Gráficos 3 e 4 mostram os resultados obtidos, considerando a evolução do repasse mês a mês de um choque nos preços ocorridos em t_0 (Gráfico 3) e o repasse acumulado (Gráfico 4).

Os exercícios indicam que o repasse de um choque no IC-Br para o IPCA inicia logo no primeiro mês em que os preços médios da cesta se elevam, atinge o pico no mês seguinte e torna-se praticamente nulo a partir do quinto mês. Com base na estimativa de repasse, também foi possível calcular a variação do IPCA com a exclusão dos efeitos totais ou parciais da variação do IC-Br. Ressalte-se que a exclusão tende a captar parte significativa dos efeitos de segunda ordem de choques nos preços das commodities, não se tratando, portanto, de simples retirada de componentes como usualmente feito no cálculo de medidas de núcleo de inflação.

A evolução recente da inflação plena, bem como da variação do IPCA exclusive efeitos estimados da variação do subíndice IC-Br Agropecuária e deste

Gráfico 5 – IPCA ex-commodities



Fontes: IBGE e BCB

somado ao IC-Br Energia, constam do Gráfico 5. Note-se que, após registrarem variações semelhantes às do IPCA no decorrer de 2007, as medidas de exclusão apresentaram variação menor em 2008, quando se observou crescimento elevado dos preços das *commodities* nos mercados internacionais. A retração nesses preços, que sucedeu a intensificação da crise mundial, está evidenciada no terceiro período, encerrado em meados de 2010, quando a variação das medidas de exclusão situa-se em patamar superior à do IPCA. Um quarto período, iniciado no segundo semestre de 2010, registra variação do IPCA mais acentuada do que a das medidas de exclusão, trajetória consistente com a elevação, no mercado internacional, das cotações das principais *commodities* agrícolas e metálicas.

Em síntese, este box apresenta o IC-Br, um indicador de preços de *commodities* mais relevante para o entendimento do processo de repasse desses preços à inflação no Brasil. A trajetória recente do indicador ratifica a visão de que houve contribuição significativa, nos últimos meses, da elevação dos preços das *commodities* para a aceleração do IPCA. Os exercícios também sugerem que o processo de repasse se esgota por volta do quinto mês.