

Tabela 4.1 – Maiores economias

Componentes do PIB^{1/}

Discriminação	Taxa % trimestral anualizada							
	2010				2011			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
PIB								
Estados Unidos	3,9	3,8	2,5	2,3	0,4	1,3	1,8	3,0
Área do Euro	1,6	3,6	1,7	1,1	3,1	0,5	0,6	-1,3
Reino Unido	1,6	4,5	2,7	-2,0	1,3	0,1	2,2	-0,8
Japão	6,1	5,2	2,3	-0,6	-6,8	-1,5	7,0	-2,3
China ^{1/}	nd	nd	nd	10,0	8,7	9,5	9,5	8,2
Consumo das famílias								
Estados Unidos	2,7	2,9	2,6	3,6	2,1	0,7	1,7	2,1
Área do Euro	1,0	0,4	1,3	1,6	0,2	-1,8	1,0	-1,7
Reino Unido	-0,2	3,4	0,2	-1,1	-2,3	-1,7	-0,6	1,8
Japão	3,3	1,0	1,4	0,5	-4,4	1,3	4,2	1,2
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas								
Estados Unidos	6,0	18,6	11,3	8,7	2,1	10,3	15,7	2,8
Área do Euro ^{2/}	-1,8	7,8	0,7	-1,1	6,8	-0,4	-1,1	-2,6
Reino Unido ^{2/}	23,5	-10,9	3,6	-0,2	-2,9	3,0	-3,8	-10,6
Japão	-4,7	21,4	3,1	-6,4	-2,1	-0,6	-0,1	7,9
Investimento residencial								
Estados Unidos	-15,3	22,8	-27,7	2,5	-2,5	4,2	1,2	11,5
Área do Euro ^{3/}	-4,6	7,9	-1,8	-5,0	14,1	-1,8	-1,8	-2,1
Reino Unido	-25,4	73,5	9,7	-11,0	1,6	60,8	-11,7	nd
Japão	13,0	5,0	0,2	17,0	6,6	-9,5	19,0	-3,1
Exportações de bens e serviços								
Estados Unidos	7,3	10,0	10,0	7,8	7,9	3,6	4,7	4,3
Área do Euro	13,1	19,7	8,8	6,2	5,4	4,9	5,7	-1,4
Reino Unido	-0,2	19,5	2,6	17,3	6,9	-8,1	-2,8	9,5
Japão	27,5	25,5	5,1	-1,2	-1,2	-22,7	39,0	-11,9
Importações de bens e serviços								
Estados Unidos	12,6	21,6	12,3	-2,3	8,3	1,4	1,2	3,8
Área do Euro	14,6	17,7	6,5	6,0	2,6	1,8	2,8	-4,6
Reino Unido	9,3	12,2	12,6	5,0	-7,9	-3,1	0,9	1,7
Japão	9,8	26,3	6,9	1,4	4,2	1,3	14,2	4,1
Gastos do Governo								
Estados Unidos	-1,2	3,7	1,0	-2,8	-5,9	-0,9	-0,1	-4,4
Área do Euro ^{4/}	-1,7	0,8	0,3	0,2	0,3	0,3	-0,7	-1,0
Reino Unido ^{4/}	1,7	2,7	-0,8	-0,3	-0,7	1,8	-1,1	4,3
Japão	1,5	-1,2	0,6	-0,7	-0,2	7,4	-0,1	-0,9

Fontes: BEA, Thomson, Cabinet Office e Eurostat

1/ Informações referentes à China disponíveis apenas para o PIB e somente a partir do último trimestre de 2010.

2/ Formação Bruta de Capital Fixo total (inclui governo).

3/ Formação Bruta de Capital Fixo.

4/ Somente consumo do governo.

4.1 Atividade econômica

As perspectivas de crescimento para a economia mundial em 2012 deterioraram-se desde o último Relatório de Inflação. Nesse sentido, relatório do Fundo Monetário Internacional (FMI) de janeiro⁸ aponta que as taxas de crescimento das economias avançadas e emergentes deverão atingir 1,2% e 5,4%, respectivamente, ante projeções de 1,9% e 6,1% no relatório de setembro. No âmbito do primeiro grupo, excetuada a manutenção da estimativa de expansão anual de 1,8% para o PIB dos EUA, ocorreram recuos nas projeções para as economias da Área do Euro, de 1,1% para -0,5%; Reino Unido, de 1,6% para 0,6%; e Japão, de 2,3% para 1,7%. Especificamente em relação à Área do Euro, relatório de fevereiro da Comissão Europeia projetou contração de 0,3% para o PIB da região neste ano, ante crescimento de 0,5% no relatório anterior, de novembro.

Em grande parte, a piora nas perspectivas para o crescimento global reflete o fato de os riscos para a estabilidade financeira global terem se mantido em patamares elevados, em particular, os derivados do processo de desalavancagem em curso nos principais blocos econômicos. Além disso, permaneceram elevadas as chances de que restrições às quais hoje estão expostas diversas economias maduras se prolonguem por um período de tempo maior do que o antecipado. Nessas economias, parece limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalece um cenário de restrição fiscal, neste e nos próximos anos. Além disso, em importantes economias emergentes, apesar da resiliência da demanda doméstica, o ritmo de atividade tem moderado, em parte, consequência de ações de política e do enfraquecimento da demanda externa, via canal do comércio exterior. Em casos específicos, as recentes mudanças no padrão de crescimento são desenvolvimentos que se apresentam com caráter permanente.

8/ *World Economic Outlook (WEO) update.*

A variação anualizada do PIB dos EUA atingiu 3,0% no trimestre encerrado em dezembro de 2011, ante 1,8% naquele finalizado em setembro, com ênfase nas contribuições respectivas de 1,9 p.p. e 1,5 p.p. exercidas pelos aumentos nos estoques e consumo privados. A formação bruta de capital fixo empresarial e o investimento fixo residencial registraram elevações anualizadas de 2,8% e 11,5%, respectivamente, no período. Em oposição, a retração de 4,4% nos gastos do governo e o desempenho do setor externo – as exportações cresceram 4,3% e as importações, 3,8%, no período – resultaram em contribuições respectivas de -0,9 p.p. e -0,1 p.p. do PIB.

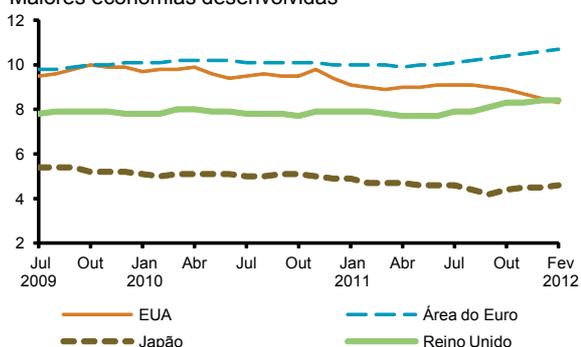
O processo de recuperação do mercado de trabalho nos EUA avançou nos meses recentes e se reflete, por exemplo, na taxa de desemprego de 8,3% registrada em janeiro, patamar ainda elevado para os padrões históricos, mas o menor desde fevereiro de 2009. A economia norte-americana criou 603 mil postos de trabalho não rurais no trimestre finalizado em janeiro, ante 399 mil naquele terminado em outubro de 2011. A renda pessoal disponível real expandiu-se 0,3% no trimestre, favorecendo a elevação de 0,2 p.p. para 4,6% da taxa de poupança e contribuindo para a melhora no sentimento do consumidor, que após aumentar por seis meses consecutivos, atingiu 75,3 pontos⁹ em fevereiro, maior patamar em doze meses.

A produção manufatureira registrou crescimento mensal de 0,7% em janeiro, ante 1,5% em dezembro, ressaltando-se o aumento de 6,8% no segmento veículos e partes. O PMI da indústria manufatureira, após três meses consecutivos em expansão, registrou recuo na margem para 52,4 pontos, em fevereiro, mas ainda sugere perspectiva de expansão para o setor. A despeito de riscos associados à retração econômica na Área do Euro, à crise da dívida soberana na mesma região e ao aumento do preço do petróleo, as perspectivas para a economia dos EUA apontam manutenção de ritmo moderado de crescimento.

O PIB da Área do Euro experimentou recuo anualizado de 1,3% no quarto trimestre de 2011, resultado de contrações em todos os componentes de demanda. Por países, ressaltam-se as reduções observadas na Itália, 2,9%, Espanha, 1,2%, e Alemanha, 0,7%, e o aumento de 0,9% na França. A deterioração da economia da região se traduziu no aumento da taxa de desemprego, que atingiu 10,7% em janeiro, maior patamar desde outubro de 1997, e no recuo do índice de confiança do consumidor, que, após

Gráfico 4.1 – Evolução das taxas de desemprego

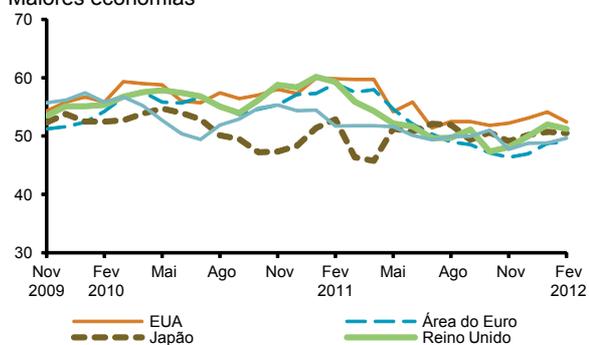
Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.2 – PMI manufatura

Maiores economias



Fonte: Thomson

9/ Calculado pela Universidade de Michigan e Thomson Reuters.

registrar -21,3 pontos em dezembro, nível mais reduzido desde setembro de 2009, atingiu -20,3 pontos em fevereiro.

A produção industrial da região recuou 1,8% no trimestre encerrado em dezembro de 2011, em relação ao terminado em setembro. O PMI da indústria manufatureira atingiu 49 pontos em fevereiro, maior valor em seis meses, mas ainda em patamar indicativo de continuidade da contração do setor.

O PIB do Reino Unido registrou recuo anualizado de 0,8% no quarto trimestre de 2011, com ênfase na contração de 10,6% na formação bruta de capital fixo. Em sentido inverso, após quatro trimestres consecutivos em contração, o consumo das famílias aumentou 1,8%, o consumo do governo cresceu 4,3%, e o setor externo exerceu contribuição de 2,3 p.p. para a trajetória trimestral do PIB, resultado de elevações de 9,5% nas exportações e de 1,7% nas importações. Sob a ótica da oferta, houve estagnação do setor de serviços e retração de 5,3% na produção industrial, ressaltando-se que a recuperação registrada pelo PMI do setor nos dois primeiros meses de 2012 – o indicador atingiu 52,0 e 51,2 respectivamente em janeiro e fevereiro, os dois maiores valores desde julho de 2011 – constitui indicativo de retomada da atividade fabril nos próximos meses. A taxa de desemprego aumentou para 8,4% no trimestre encerrado em dezembro, maior nível desde o trimestre encerrado em novembro de 1995.

No Japão, o PIB registrou contração anualizada de 2,3% no trimestre encerrado em dezembro de 2011, ante aumento de 7% no terceiro trimestre daquele ano. Esta reversão decorreu, em especial, do menor dinamismo do consumo privado, que registrou aumentos respectivos de 1,2% e 4,2% nos períodos considerados, contrastando com o aumento de 7,9% na formação bruta de capital fixo empresarial, que havia recuado por quatro trimestres consecutivos. Em relação aos demais componentes da demanda, os investimentos privados residenciais recuaram 3,1% no trimestre, enquanto os estoques e o setor externo determinaram, na ordem, contribuições negativas de 1,1 p.p. e 2,6 p.p. para o resultado trimestral do PIB. Vale ressaltar que o desempenho do comércio externo decorreu de variações de 4,1% nas importações e de -11,9% nas exportações. O significativo recuo das vendas externas japonesas refletiu, em especial, a desaceleração da economia global, a valorização do iene e a interrupção em algumas cadeias de fornecimento em função das inundações na Tailândia.

O nível de confiança do consumidor japonês manteve, em janeiro, a trajetória de alta iniciada em novembro, e as vendas no varejo experimentaram aumento mensal de 0,3%. O PMI da indústria manufatureira atingiu 50,7 pontos em janeiro, patamar mais elevado em cinco meses, e recuou para 50,5 pontos em fevereiro.

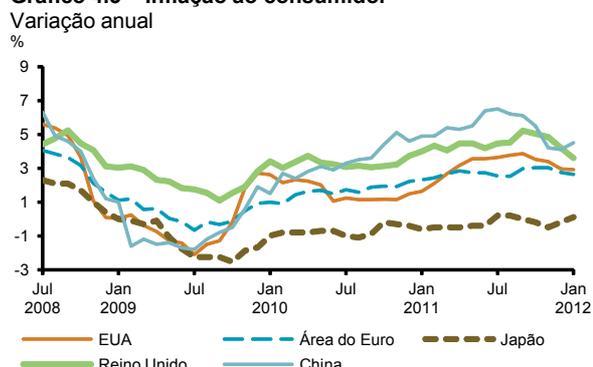
O PIB chinês registrou aumento anualizado de 8,2% no trimestre encerrado em dezembro de 2011, ante 9,5% naquele finalizado em setembro, desaceleração associada, em grande parte, ao menor dinamismo do setor externo. Na margem, as vendas no varejo, o valor agregado pela indústria e os investimentos em ativos fixos registraram variações mensais respectivas de 1,4%, 1,1% e -0,1% em dezembro. O índice de clima de negócios da China¹⁰ recuou 5,2 pontos, para 128,2 pontos, no quarto trimestre de 2011, enquanto o PMI da manufatura atingiu 49,6 pontos em fevereiro de 2012, apesar de ainda ser uma leitura desfavorável, foi a terceira melhora mensal consecutiva.

4.2 Política monetária e inflação

Nos EUA, o cenário inflacionário se mostrou relativamente benigno, com o recuo da variação anual do IPC passando de 3,9%, em setembro de 2011, para 2,9%, em janeiro de 2012, ressaltando-se o impacto da redução, de 19,3% para 6,1%, da variação anual do item energia. A variação anual do deflator das Despesas Pessoais de Consumo (DPC) atingiu 2,4% em janeiro, ante 2,9% em setembro.

Em 25 de janeiro, o *Federal Open Market Committee* (FOMC) enunciou princípios relativos à estratégia de política monetária e aos objetivos de longo prazo do *Federal Reserve* (Fed). Nesse sentido, elencou a manutenção de taxas de juro de longo prazo moderadas entre os objetivos da instituição, ao lado do compromisso com o máximo emprego e a estabilidade de preços. Além disso, explicitou que a “estabilidade de preços de longo prazo” consistente com o mandato do Fed se materializa na meta de 2% para a variação anual do deflator das Despesas Pessoais de Consumo. Ao mesmo tempo, antecipou que a meta oficial para os *Fed funds* deve permanecer no intervalo entre zero e 0,25% pelo menos até o final de 2014, e não mais até meados de 2013, como anteriormente divulgado.

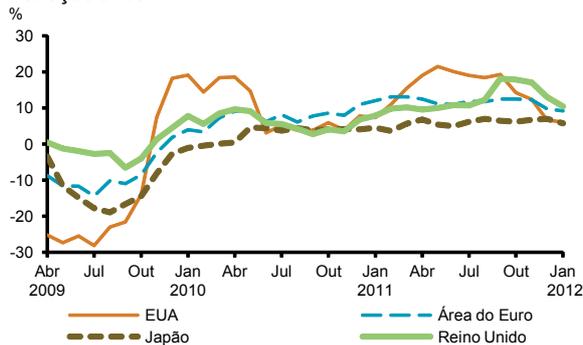
Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor



10/ O *China Business Climate Index* é um indicador calculado pelo Escritório Nacional de Estatísticas, que varia de zero a duzentos pontos, com nível de indiferença para o crescimento econômico situado em cem pontos. Os valores menor e maior da série, iniciada em 1999, são, respectivamente, 105,6 pontos (primeiro trimestre de 2009) e 146 pontos (segundo trimestre de 2007).

Gráfico 4.4 – Inflação de energia

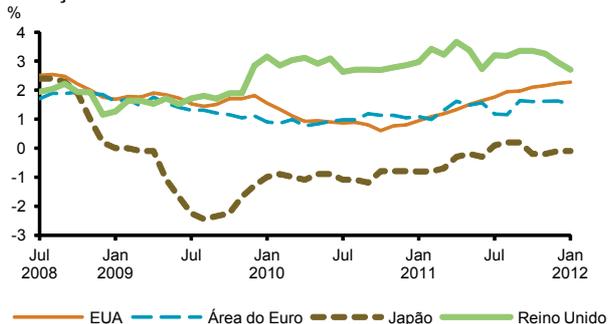
Variação anual



Fonte: Thomson

Gráfico 4.5 – Núcleo da inflação ao consumidor

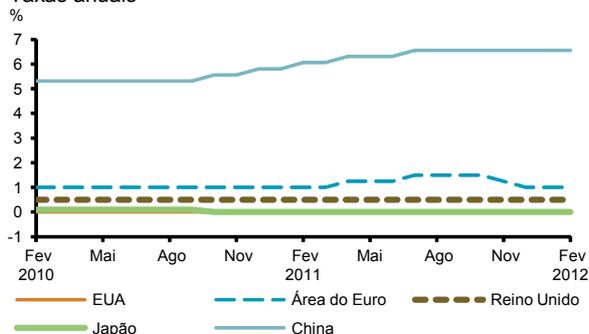
Variação anual



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.6 – Taxas de juros oficiais

Taxas anuais



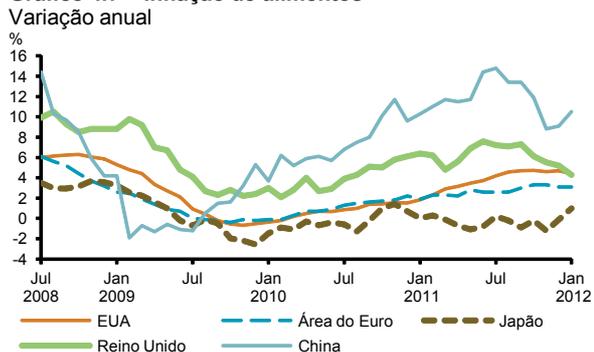
Fontes: Fed, BCE, BoJ, Banco da Inglaterra e Banco do Povo da China

Na Área do Euro, a inflação anual ao consumidor, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH), atingiu 2,6% em janeiro, ante 2,7% em dezembro e 3,0% entre setembro e novembro de 2011. O Banco Central Europeu (BCE) prevê que a inflação se situe acima da meta oficial de 2% nos próximos meses e passe, então, a refletir as menores pressões sobre os preços em cenário de eventual recessão na região e baixo crescimento da economia mundial. Na reunião de dezembro, o BCE reduziu a taxa de juros de referência da Área do Euro (*Refi rate*) em 25 p.b., para 1,0% a.a., patamar mantido nas duas primeiras reuniões de 2012. Vale ressaltar que medidas de política monetária não convencionais têm procurado dar suporte ao setor financeiro da região. Nesse sentido, desde a condução da primeira operação de refinanciamento de três anos (*Long-Term Refinancing Operation – LTRO*), em dezembro de 2011, o BCE aprovou critérios de elegibilidade específicos mais flexíveis com vistas a aumentar a disponibilidade de colateral, de maneira a atender a solicitações adicionais de crédito de determinados países da área monetária.

A variação anual do IPC no Reino Unido recuou de 4,2%, em dezembro, para 3,6%, em janeiro, na quarta redução mensal desde setembro, quando atingira 5,2%. Em 9 de fevereiro, o Banco da Inglaterra (BoE) aumentou em £50 bilhões, para £325 bilhões, o programa de compra de ativos financiado pela emissão de reservas, no entendimento de que, sem o estímulo monetário adicional, a inflação poderia situar-se abaixo da meta de 2% a.a. no médio prazo. A meta para a taxa bancária oficial permaneceu em 0,5% a.a., nível em que se encontra desde março de 2009.

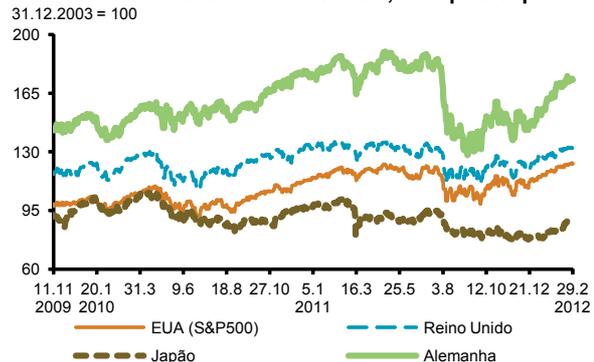
No Japão, a variação anual do IPC atingiu 0,1% em janeiro, após ter se mantido em território negativo por três meses consecutivos, cenário que estimulou o Banco do Japão (BoJ) a manter a taxa básica de juro (*uncollateralized overnight call rate*) na faixa entre zero e 0,1%. Na reunião de fevereiro, o BoJ anunciou mais uma rodada de afrouxamento quantitativo, no âmbito do Programa de Compra de Ativos (PCA) e esclareceu o objetivo de “estabilidade de preços de longo prazo”. O PCA foi ampliado em ¥10 trilhões, para ¥65 trilhões, com todo aumento direcionado à compra de bônus do governo japonês. Com isso, ao final deste ano, a implementação plena do PCA, atualmente em ¥43 trilhões, implicará a injeção extraordinária de liquidez de ¥22 trilhões, volume que não considera as compras regulares de bônus governamentais pela autoridade monetária, da ordem de ¥21,6 trilhões ao ano. O BoJ explicou que “o objetivo da estabilidade de preços de médio a longo prazo” se expressa na manutenção da inflação anual ao consumidor em nível

Gráfico 4.7 – Inflação de alimentos^{1/}



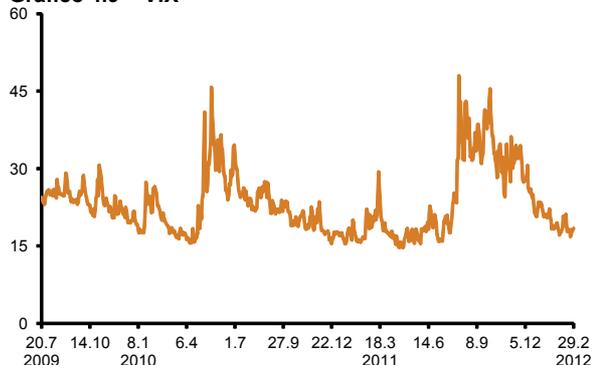
Fonte: Thomson
1/ Para Área do Euro e Reino Unido, dado inclui bebidas alcoólicas e tabaco.

Gráfico 4.8 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão



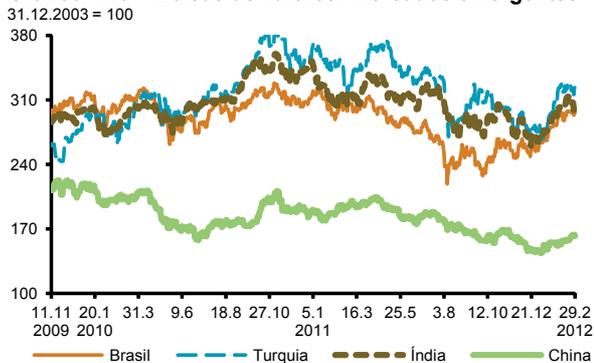
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.9 – VIX



Fonte: Thomson

Gráfico 4.10 – Bolsas de valores: mercados emergentes



Fonte: Bloomberg

igual ou inferior a 2%. Por ora, contudo, a meta de inflação se situará em patamar menos ambicioso, de 1% a.a.

Na China, após ter atingido 6,5% em julho, a variação anual dos preços ao consumidor totalizou 4,5% em janeiro. Nesse ambiente desinflacionário, o Banco do Povo da China (BPC), objetivando aumentar a liquidez e estimular a economia local, decidiu, em fevereiro, reduzir a taxa de recolhimento do depósito compulsório em 0,5 p.p., segunda redução de alíquota desde dezembro. Ressalte-se que o BPC mantém a taxa básica de juro em 6,56% desde julho de 2011.

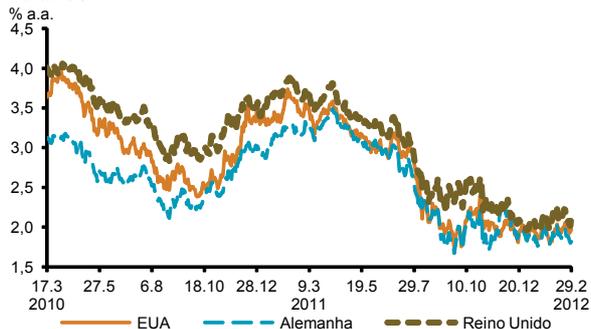
4.3 Mercados financeiros internacionais

No trimestre encerrado em fevereiro, houve aumento na confiança dos agentes econômicos, em ambiente de divulgação de indicadores favoráveis para a economia dos EUA, percepção de redução da probabilidade de um *default* desordenado da Grécia e aumento da confiança no setor bancário da Europa, com o estabelecimento pelo BCE de linha de crédito de três anos para os bancos da região LTRO. Esse cenário resultou em acentuada redução da aversão ao risco, que se refletiu na menor volatilidade dos mercados acionários e de câmbio, bem como no recuo dos prêmios de risco soberano de países europeus com problemas fiscais.

Nesse cenário, os índices *Nikkei*, do Japão; *Deutscher Aktienindex (DAX)*, da Alemanha; *Standard and Poor's 500 (S&P 500)*, dos EUA, e *Financial Times Securities Exchange Index (FTSE 100)*, do Reino Unido, registraram valorizações em moeda local respectivas de 15,3%, 12,6%, 9,5% e 6,6% no trimestre encerrado em fevereiro. Por sua vez, o *Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX)*, que mede a volatilidade implícita de curto prazo do índice S&P 500, atingiu 18,4 pontos ao final do período, após ter permanecido acima de trinta pontos na maior parte do trimestre encerrado em novembro de 2011.

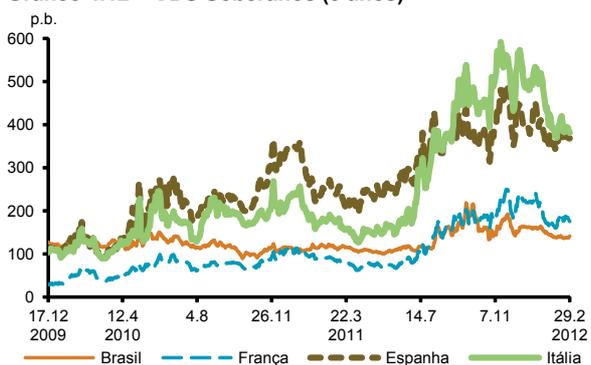
Os mercados acionários de países emergentes também registraram expressivos ganhos no trimestre finalizado em fevereiro, ressaltando-se os aumentos respectivos de 15,7%, 11,4% e 10,1%, em moeda local, assinalados nos índices *Ibovespa*, do Brasil; *Istanbul Stock Exchange National 100 Index*, da Turquia; e *Bombay Stock Exchange Sensitive Index (Sensex)*, da Índia. O índice *Shanghai Composite*, da China, refletindo temores

Gráfico 4.11 – Retorno sobre títulos governamentais – 10 anos



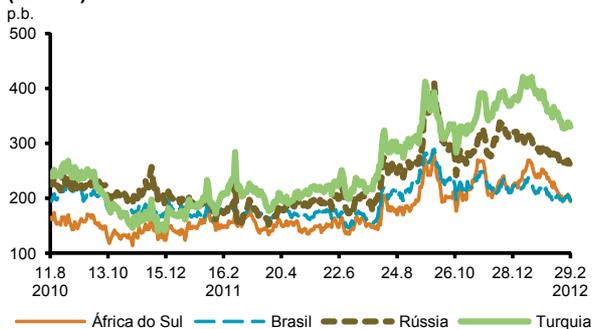
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.12 – CDS Soberanos (5 anos)



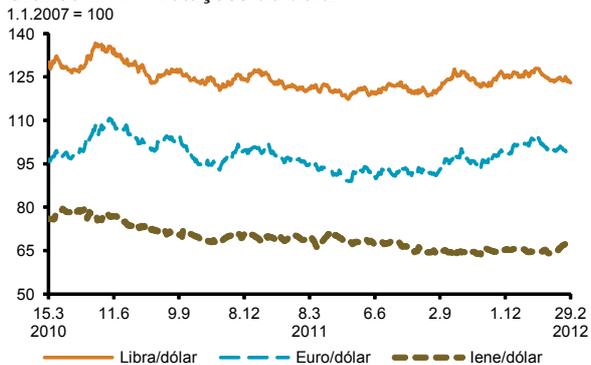
Fonte: Bloomberg

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



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.14 – Cotações do dólar



Fonte: Bloomberg

de desaceleração mais pronunciada da economia do país, registrou evolução mais modesta no período, 4,1%.

Os mercados de dívida soberana de economias maduras percebidas como financeiramente estáveis continuaram sob forte demanda, com os títulos de longo prazo apresentando, ao final de fevereiro, rendimentos anuais em patamares historicamente baixos e ligeiramente abaixo dos registrados ao final de novembro de 2011. Esse cenário reflete a manutenção de elevada liquidez nos mercados financeiros, as perspectivas de política monetária acomodaticia por um período de tempo maior do que inicialmente previsto e as incertezas nos mercados de crédito. Os rendimentos anuais dos títulos soberanos de dez anos do Reino Unido, dos EUA e da Alemanha atingiram, na ordem, 2,15%, 1,97% e 1,82% ao final de fevereiro.

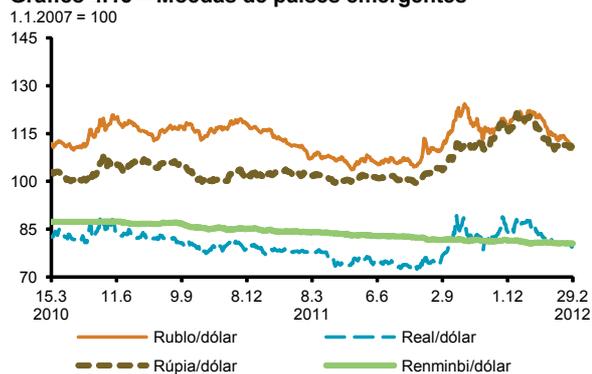
Ressalte-se, na Europa, o relativo alívio no mercado de dívida soberana da região devido: aos entendimentos entre os membros da União Europeia, em 9 de dezembro, sinalizando um amplo pacto de compromisso fiscal; à abertura de uma linha de crédito de três anos do BCE para os bancos da Área do Euro – a LTRO – com o objetivo de garantir liquidez ao sistema bancário e aliviar as dificuldades de *funding* dos bancos da região; e, por fim, ao desfecho das negociações entre Grécia e detentores privados de bônus para uma redução da dívida (*haircut*), e a consequente liberação de recursos do novo pacote de assistência da União Europeia e do FMI.

A melhora no mercado de dívida soberana europeia se refletiu na trajetória dos prêmios de risco soberano medidos pelos *Credit Default Swaps* (CDSs) da Irlanda, da Itália, da Espanha e da França, que experimentaram recuos respectivos de 107 p.b., 106 p.b., 40 p.b. e 24 p.b. ao longo do trimestre encerrado em fevereiro.

O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) atingiu 334 p.b. ao final de fevereiro. O recuo trimestral de 36 p.b. evidenciou a redução da aversão ao risco e as condições macroeconômicas mais favoráveis nos mercados emergentes. O índice associado ao Brasil recuou 32 p.p. no período, situando-se em 196 p.b.

O dólar registrou, no trimestre encerrado em fevereiro, apreciações respectivas de 4,5% e 0,9% em relação ao iene e ao euro, e depreciação de 1,3% relativamente à libra esterlina. Em relação às moedas de países emergentes, o dólar registrou depreciações de 6,1% em relação à rúpia indiana; 5,0% ante o real e o rublo russo; e de 1,3% relativamente ao yuan chinês.

Gráfico 4.15 – Moedas de países emergentes



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.16 – Índice de Commodities – Brasil (IC-Br)

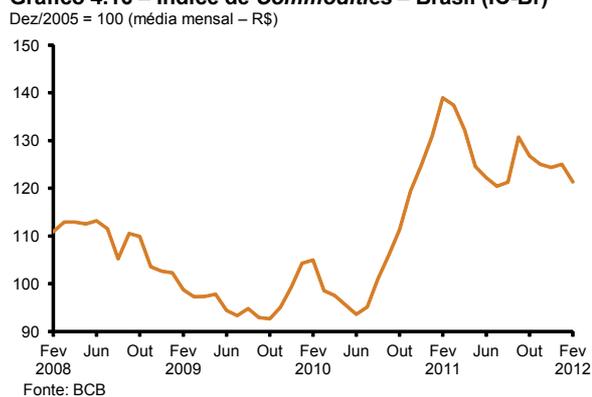


Gráfico 4.17 – IC-Br segmentos

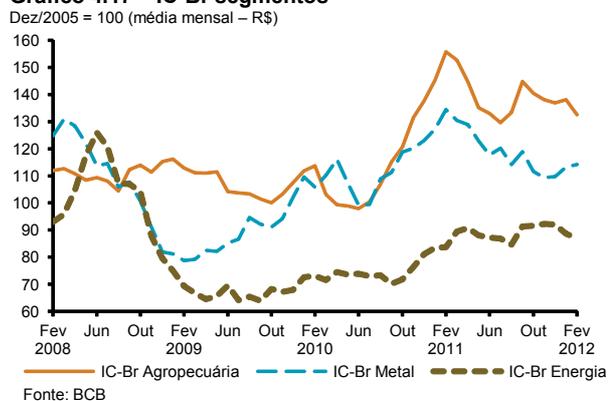
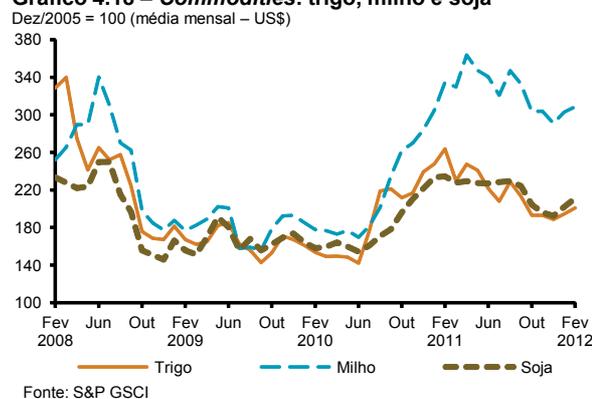


Gráfico 4.18 – Commodities: trigo, milho e soja



4.4 Commodities

Os preços internacionais das *commodities*, após registrarem fortes recuos ao longo segundo semestre de 2011, passaram a apresentar recuperação a partir de meados de dezembro, em ambiente de ampliação da liquidez global; divulgação de indicadores econômicos relativamente favoráveis em importantes economias; redução da aversão ao risco nos mercados financeiros; ocorrência de adversidades climáticas em regiões produtoras; e, no que se refere especificamente ao petróleo, acirramento de tensões geopolíticas. O Índice *Commodities* – Brasil (IC-Br), calculado pelo Banco Central, refletindo a apreciação do real no período,¹¹ recuou 2,9% no trimestre encerrado em fevereiro, resultado de variações respectivas de 4,4%, -4,0% e -5,8% nos índices dos segmentos de *commodities* metálicas, agropecuárias e energéticas. Consideradas médias trimestrais, o indicador registrou recuos respectivos de 3,1% e 6,1% em relação aos trimestres finalizados em novembro e fevereiro de 2011.

Os preços internacionais das *commodities* agropecuárias apresentaram forte volatilidade ao longo do trimestre encerrado em fevereiro, sem, entretanto, apresentar tendência. Considerando o índice da *Standard & Poor's* (S&P) e *Goldman Sachs*, os preços médios mensais da soja, trigo e milho, em meio à ocorrência de adversidades climáticas em regiões produtoras na América do Sul e Europa, aumentaram 7,7%, 4,1% e 1,6%, respectivamente, no trimestre, contrastando com os recuos respectivos de 10,0%, 3,1% e 1,0% nas cotações do café, algodão e açúcar.

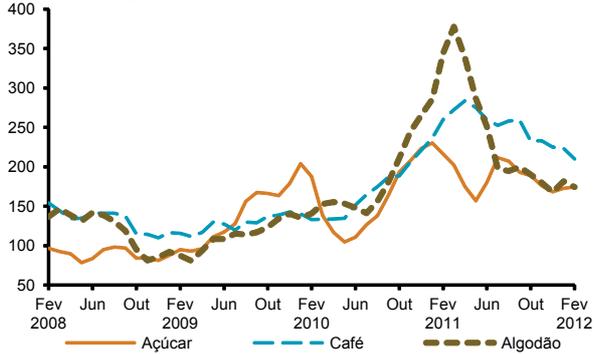
As *commodities* metálicas registraram significativas valorizações no trimestre, reflexo, em especial, da redução dos temores quanto à ocorrência de desaceleração econômica aguda na China. Nesse cenário, de acordo com o índice da S&P e *Goldman Sachs* ocorreram, no trimestre, elevações nas cotações médias mensais do níquel, 14,3%; cobre, 11,2%; chumbo, 6,7%; zinco, 6,8%; e alumínio, 6,6%.

O preço médio mensal do minério de ferro de teor 63,5% no mercado a vista chinês aumentou 3,2% no trimestre encerrado em fevereiro, de acordo com o *Metal Bulletin*. Esse movimento refletiu a demanda de siderúrgicas chinesas para recomposição de estoques e os atrasos em embarques de minério provenientes do Brasil, em meio às fortes chuvas que atingiram a região Sudeste do país.

11/ Calculada a partir da variação da cotação média do último mês do trimestre de referência frente a cotação média do último mês do trimestre imediatamente anterior.

Gráfico 4.19 – Commodities: açúcar, café e algodão

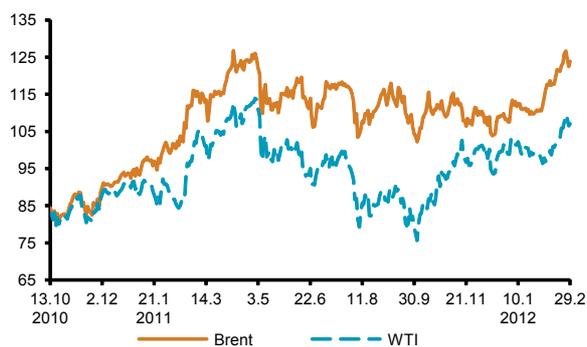
Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.20 – Petróleo – Mercado à vista

US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

Os preços do petróleo WTI e *Brent* registraram, na ordem, elevações de 6,7% e 11,3% no trimestre encerrado em fevereiro. As cotações dos respectivos barris, refletindo melhores perspectivas para a economia dos EUA e, principalmente, a ampliação das tensões entre o Irã e o Ocidente, que culminaram com o anúncio por parte da União Europeia do embargo ao petróleo daquele país, atingiram US\$107,07 e US\$123,90, respectivamente, ao final do mês. Consideradas médias mensais, os preços mencionados aumentaram, na ordem, de US\$97,12 e US\$110,50, em novembro, para US\$102,21 e US\$119,70, em fevereiro. O relatório¹² de fevereiro da *U.S. Energy Information Administration* (EIA) estima que a cotação média do WTI deverá atingir US\$101,00 em dezembro de 2012, comparativamente à cotação média de US\$98,53 registrada em dezembro de 2011.

4.5 Conclusão

A despeito da melhora, na margem, em alguns indicadores econômicos no início de 2012, persistem riscos para a atividade global.

Nos EUA, os fundamentos que dão suporte para o consumo das famílias, mesmo evoluindo favoravelmente desde o último Relatório de Inflação, permanecem fragilizados. Na Área do Euro, a economia em contração insere-se em cenário fiscal crítico, que impõe risco adicional à atividade econômica das demais economias, desenvolvidas e emergentes, seja pelo canal do comércio externo, seja pelos desdobramentos de eventual elevação da aversão ao risco global.

A piora nas perspectivas para o crescimento global verificada desde o último Relatório reflete o fato de os riscos para a estabilidade financeira global terem se mantido em patamares elevados, em particular, os derivados do processo de desalavancagem em curso nos principais blocos econômicos. Além disso, permaneceram elevadas as chances de que restrições às quais hoje estão expostas diversas economias maduras se prolonguem por um período de tempo maior do que o antecipado. Nessas economias, parece limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalece um cenário de restrição fiscal, neste e nos próximos anos. Além disso, em importantes economias emergentes, apesar da resiliência da demanda doméstica, o ritmo de atividade tem moderado, em parte, consequência de ações

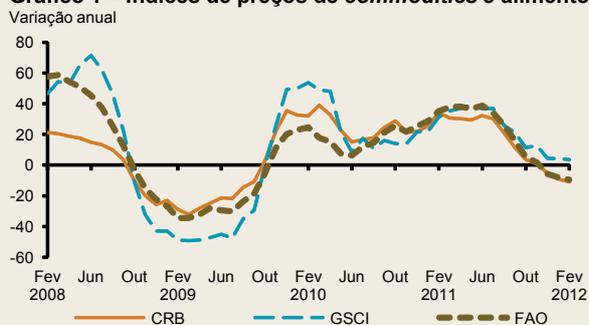
12/ *Short-Term Energy Outlook* (STEO).

de política e do enfraquecimento da demanda externa, via canal do comércio exterior. Em casos específicos, as recentes mudanças no padrão de crescimento são desenvolvimentos que se apresentam com caráter permanente.

Desinflação Global

Este boxe tem por objetivo analisar o recente processo de desinflação global, mesmo em contexto de relaxamento monetário, tanto nas economias maduras quanto nas emergentes.

Gráfico 1 – Índices de preços de *commodities* e alimentos



Fontes: Commodity Research Bureau, Standard & Poor's/Goldman Sachs e Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação.

Em sequência às expressivas elevações do final de 2010 e princípio de 2011, os preços internacionais de *commodities* observaram tendência declinante a partir de maio de 2011, refletindo aspectos como a deterioração das perspectivas para a economia mundial, o aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros e melhores condições de oferta de alguns desses produtos. Com efeito, as variações em doze meses das médias mensais dos índices de *commodities* do Commodity Research Bureau (CRB), da Standard & Poor's Goldman Sachs (S&P GSCI) e da Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO) recuaram, pela ordem, de 30,4%, 36,9% e 38,1%, em abril de 2011, para -11,0%, 3,7% e -9,5% em fevereiro de 2012 (Gráfico 1). Note-se que, nesse período, registraram-se revisões a menor das perspectivas de crescimento para as principais economias.

Em contexto de redução dos preços de *commodities* e desaceleração econômica mundial, a inflação global entrou em trajetória descendente no último trimestre de 2011. O índice calculado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) para medir a variação anual dos preços ao consumidor (Índice de Preços ao Consumidor – IPC-Global), após atingir 4,9% em setembro de 2011, recuou para 4,4% em janeiro de 2012 (no caso das economias maduras, de 3,1% para 2,4%; e das emergentes, de 7,7% para 6,9%).

Conforme a Tabela 1, nas economias maduras, a variação anual do IPC atingiu auge em

Tabela 1 – Desinflação global^{1/}

	Auge em 2011	Inflação em fevereiro de 2012
Economias avançadas		
EUA	3,9 (set)	2,9
Área do Euro	3,0 (set)	2,7
Reino Unido	5,2 (set)	3,4
Bric		
Brasil	7,3 (set)	5,8
Rússia	9,6 (abr)	3,7
Índia	10,0 (set) ^{2/}	7,0
China	6,5 (jul)	3,2
América Latina		
Chile	4,4 (dez)	4,4
Colômbia	4,2 (out)	3,8
México	4,0 ^{3/}	3,9
Peru	4,7 (dez)	4,2
Leste asiático		
Coreia	4,7 (ago)	3,1
Indonésia	4,8 (ago)	3,6
Tailândia	4,3 (ago)	3,3
Malásia	3,4 (set)	2,7 ^{3/}

Fonte: Thomson/Reuters

1/ Inflação anual ao consumidor.

2/ Refere-se a *Wholesale Price Index*.

3/ Janeiro de 2012.

setembro de 2011. O recuo mais acentuado ocorreu no Reino Unido, 1,8 p.p. de setembro de 2011 a fevereiro de 2012. Prospectivamente, as taxas de inflação nos Estados Unidos da América (EUA) e Área do Euro tendem a se posicionar em patamares próximos de 2% ao final de 2012.

Nas economias emergentes, a inflação atingiu o ápice no terceiro e quarto trimestres de 2011, respectivamente, no leste da Ásia e na América Latina. A desaceleração de preços mais significativa ocorreu nos BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), com destaque para a Rússia e a Índia.

A desinflação global tem se verificado em ambiente de afrouxamento monetário. De fato, os bancos centrais das principais economias maduras, onde as taxas de juro já se posicionavam em níveis próximos ou iguais a zero, anunciaram novas medidas não convencionais de política monetária.

Nos EUA, após duas rodadas de *Quantitative Easing* (QE), em 2008 e 2010, o *Federal Reserve* (Fed) empreendeu, em setembro de 2011, a chamada Operação *Twist*, pela qual permutou títulos de curto prazo por títulos de longo prazo, no montante de USD400 bilhões, com o intuito de conceder maior liquidez à carteira dos bancos e de reduzir as taxas de juro de longo prazo.

Na Área do Euro, o Banco Central Europeu reduziu a taxa básica duas vezes, em 25 p.b. cada, nas reuniões de novembro e dezembro e conduziu duas operações de refinanciamento de longo prazo de três anos (LTRO), em dezembro de 2011 e fevereiro de 2012, totalizando pouco mais de €1 trilhão.

No Reino Unido e no Japão, por meio de novas rodadas de QE, os respectivos bancos centrais, Banco da Inglaterra (BoE) e Banco do Japão (BoJ), aumentaram os programas de compras de ativos em, respectivamente, €50 bilhões, para €325 bilhões, e ¥10 trilhões, para ¥65 trilhões. Adicionalmente, o BoJ anunciou meta de inflação de 2% a.a. como consistente com objetivo “estabilidade de preço de médio a longo prazo”.

Gráfico 2 – Taxas médias de juros reais^{1/}

Taxas anuais deflacionadas pelo IPC



Fonte: Thomson Data Stream, Cálculo BCB

1/ BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China); América Latina (Chile, Colômbia, México e Peru); Leste Asiático (Coreia, Indonésia, Malásia e Tailândia); e economias avançadas (EUA, Área do Euro, Reino Unido e Japão). Média aritmética simples.

Nas economias emergentes, os bancos centrais de Rússia, Turquia, Brasil, Chile, Indonésia, Filipinas e Tailândia reduziram as taxas básicas de juro no trimestre findo em fevereiro de 2012. Na China e na Índia, embora os juros básicos não tenham sido alterados, promoveram-se cortes nas taxas de recolhimento compulsório. Por sua vez, os bancos centrais da Colômbia e da Hungria majoraram suas respectivas taxas básicas de juro.

Em síntese, num ambiente de desaceleração global, as taxas de inflação, de modo geral, têm recuado tanto nas economias maduras quanto nas emergentes. Esse processo tem permitido relaxamento adicional das condições monetárias tanto nas economias emergentes quanto nas maduras, nessas últimas, com a introdução de ações não convencionais de política monetária.