

## 4.1 Atividade econômica

Tabela 4.1 – Maiores economias

Componentes do PIB<sup>1/</sup>

Discriminação	Taxa % trimestral anualizada								
	2010			2011				2012	
	II	III	IV	I	II	III	IV	I	
<b>PIB</b>									
Estados Unidos	3,8	2,5	2,3	0,4	1,3	1,8	3,0	1,9	
Área do Euro	3,7	1,7	1,3	3,0	0,6	0,5	-1,3	-0,0	
Reino Unido	4,5	2,7	-2,0	1,0	-0,2	2,3	-1,2	-1,3	
Japão	5,2	2,9	-0,0	-7,9	-1,2	7,6	0,1	4,1	
China <sup>1/</sup>	nd	nd	10,0	9,1	9,5	10,0	7,8	7,4	
<b>Consumo das famílias</b>									
Estados Unidos	2,9	2,6	3,6	2,1	0,7	1,7	2,1	2,7	
Área do Euro	0,7	1,3	1,8	-0,4	-1,6	1,2	-1,9	0,1	
Reino Unido	3,4	0,2	-1,1	-3,5	-1,6	-1,1	1,7	0,4	
Japão	1,2	1,8	0,9	-5,8	2,3	4,3	2,8	4,4	
<b>Formação Bruta de Capital Fixo das empresas</b>									
Estados Unidos	18,6	11,3	8,7	2,1	10,3	15,7	5,2	1,9	
Área do Euro <sup>2/</sup>	8,6	0,5	-2,2	7,5	-0,6	-1,2	-1,6	-5,4	
Reino Unido <sup>2/</sup>	-10,9	3,6	-0,2	-3,7	-0,6	2,6	-2,2	-1,3	
Japão	20,2	2,6	-7,7	0,8	-1,8	-0,8	22,3	-14,8	
<b>Investimento residencial</b>									
Estados Unidos	22,8	-27,7	2,5	-2,5	4,2	1,2	11,7	19,3	
Área do Euro <sup>3/</sup>	7,3	-2,8	-7,4	11,2	-3,6	-2,5	-1,4	nd	
Reino Unido	73,5	9,7	-11,0	-6,3	42,8	-14,7	3,6	nd	
Japão	3,3	1,0	19,3	6,7	-11,9	20,5	0,2	-6,1	
<b>Exportações de bens e serviços</b>									
Estados Unidos	10,0	10,0	7,8	7,9	3,6	4,7	2,7	7,2	
Área do Euro	19,9	8,8	6,2	5,5	5,0	5,9	-1,6	nd	
Reino Unido	19,5	2,6	17,3	5,8	-8,5	-0,2	6,4	0,3	
Japão	23,8	6,0	-0,7	-1,8	-22,9	39,5	-14,1	12,3	
<b>Importações de bens e serviços</b>									
Estados Unidos	21,6	12,3	-2,3	8,3	1,4	1,2	3,7	6,1	
Área do Euro	17,9	6,4	6,1	2,7	1,6	2,9	-5,3	nd	
Reino Unido	12,2	12,6	5,0	-6,7	-2,4	0,8	3,6	1,7	
Japão	26,0	7,4	0,7	4,8	0,8	14,6	3,8	8,0	
<b>Gastos do Governo</b>									
Estados Unidos	3,7	1,0	-2,8	-5,9	-0,9	-0,1	-4,1	-3,9	
Área do Euro <sup>4/</sup>	0,7	0,2	0,3	-0,1	0,1	-0,7	-1,0	nd	
Reino Unido <sup>4/</sup>	2,7	-0,8	-0,3	0,2	0,7	-2,0	2,2	6,5	
Japão	-0,7	1,2	-0,1	-2,2	8,2	0,5	0,8	6,2	

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.

A ausência de solução definitiva para a crise europeia, as perspectivas de desaceleração na China e os riscos à sustentabilidade do crescimento da economia dos EUA se traduziram, no decorrer do segundo trimestre do ano, em elevada volatilidade e aversão ao risco nos mercados financeiros. Esse cenário, que incorpora recuo dos preços das *commodities*, perda de vigor do comércio internacional e diminuição de riqueza nos mercados acionários, se traduz em dificuldade na rolagem da dívida soberana de países do bloco europeu que apresentam desequilíbrio fiscal.

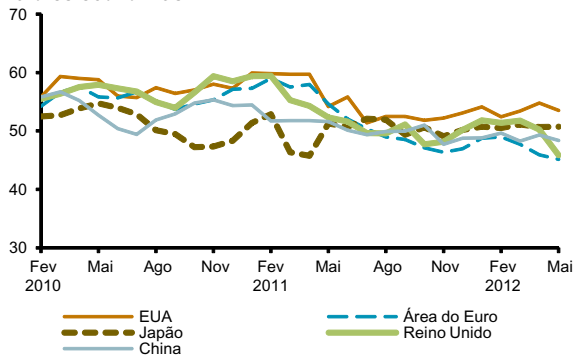
Nesse ambiente, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) revisou para baixo, em maio, as projeções, realizadas em novembro de 2011, para os crescimentos das economias da China, de 8,5% para 8,2%; Índia, de 7,2% para 7,1%; África do Sul, de 3,6% para 3,3%; e Área do Euro, de 0,2% para -0,1%. Vale ressaltar que a estimativa para a expansão da economia japonesa foi mantida em 2% e a relacionada aos EUA, ampliada de 2% para 2,4%.

Nas economias maduras, os elevados riscos para a estabilidade financeira, em ambiente de políticas de austeridade fiscal, têm provocado a manutenção de mecanismos não convencionais de afrouxamento monetário e de taxas de juro em mínimas históricas. Em grande parte das economias emergentes, a despeito da resiliência da demanda doméstica, o enfraquecimento da demanda externa e a continuidade do processo de desinflação global têm, de modo geral, permitido a adoção de posturas de política monetária acomodáticas.

A variação anualizada do PIB dos EUA atingiu 1,9% no primeiro trimestre de 2012, ante 3% no anterior, com ênfase nas contribuições respectivas de 1,9 p.p. e de 0,4 p.p. do consumo privado e investimento residencial. O investimento empresarial cresceu 1,9% no período – menor

**Gráfico 4.1 – PMI manufatura**

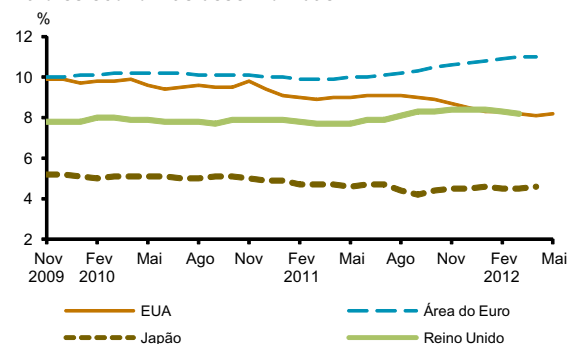
Maiores economias



Fonte: Thomson

**Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego**

Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

expansão desde o quarto trimestre de 2009 – e os gastos do governo determinaram impacto de -0,8 p.p. para o resultado do PIB, sexta contribuição trimestral negativa em sequência. O setor externo, evidenciando aumentos respectivos de 7,2% e de 6,1% nas exportações e nas importações, exerceu impacto de -0,1 p.p. para a expansão do PIB no trimestre.

Dando suporte às perspectivas de manutenção de ritmo moderado para o crescimento dos EUA, a produção manufatureira, em parte reflexo do aumento de 6,1% no segmento veículos e partes, cresceu 0,6% no trimestre encerrado em maio, em bases trimestrais. O PMI do setor, após atingir 54,8 pontos em abril, valor mais elevado desde julho de 2011, recuou para 53,5 pontos em maio, enquanto o sentimento do consumidor, medido pela Universidade de Michigan, em trajetória de alta há nove meses, também em maio, totalizou 79,3 pontos, maior nível desde outubro de 2007.

A moderação no ritmo da atividade nos EUA se reflete no desempenho do mercado de trabalho, que registrou a criação de 289 mil vagas no trimestre finalizado em maio, ante 757 mil naquele terminado em fevereiro. A taxa de desemprego permaneceu elevada e atingiu 8,2% em maio. A renda pessoal disponível real aumentou 0,2% no trimestre encerrado em abril e os gastos pessoais com consumo, 0,9%, contribuindo para que a taxa de poupança recuasse 3,4% no período.

O PIB da Área do Euro registrou estabilidade no primeiro trimestre de 2012, em termos anualizados, ressaltando-se as contrações observadas na Itália, 3,2%; na Espanha, 1,3%; em Portugal, 0,3%; e na Grécia, 6,2%<sup>8</sup>, e as expansões na Alemanha, 2,1%, e França, 0,2%. A estabilidade da atividade na região se traduziu em aumento da taxa de desemprego, que atingiu 11% em março e abril, maior patamar desde a criação da união monetária; recuo no índice agregado de sentimento econômico, com ênfase no decréscimo mensal de sete pontos, em maio, no componente relacionado ao setor varejista; e recuo do PMI da indústria, que atingiu 45,1 pontos em maio, menor patamar desde junho de 2009, observando-se que o PMI da Alemanha se deslocou para 45,2 pontos, pior resultado nos últimos 35 meses.

No Reino Unido, o PIB registrou contração anualizada de 1,3% no primeiro trimestre do ano, evolução associada, em especial, ao recuo de 1,3% na formação bruta de capital fixo empresarial – segunda retração consecutiva – e à contribuição negativa de 0,4 p.p. exercida pelo setor

8/ Variação interanual.

externo. O consumo do governo registrou aumento trimestral anualizado de 6,5%, e o das famílias, de 0,6%. A fragilidade da atividade econômica do país também se manifesta no desempenho do setor industrial, que decresceu 0,4% no trimestre encerrado em maio. O PMI manufatureiro atingiu 45,9 pontos em maio, menor patamar desde maio de 2009. A taxa de desemprego, não obstante, recuou para 8,2% no trimestre encerrado em abril, menor nível desde o trimestre findo em agosto de 2011.

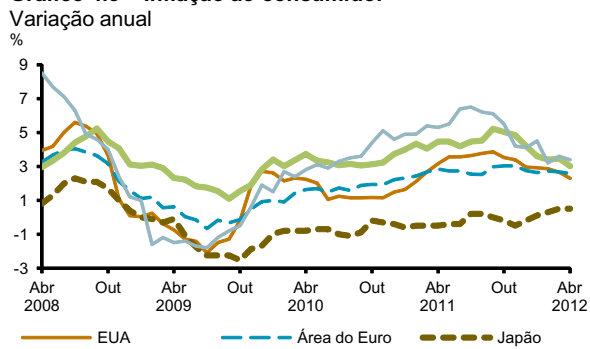
A economia japonesa cresceu 4,7% no primeiro trimestre de 2012, em termos anualizados, ressaltando-se as expansões respectivas de 4,9% e de 16,3% no consumo privado e nos investimentos do governo, e a contribuição de 0,5 p.p. exercida pelo setor externo, mesmo em cenário de desaceleração da economia global e valorização do iene. Em sentido inverso, os investimentos residenciais privados e empresariais registaram retrações respectivas de 6% e de 8,2%, no trimestre. É importante salientar, também, que a economia japonesa apresentou, em abril, relevante perda de ímpeto, expressa em decréscimo mensal de 0,4% nas vendas no varejo; retração, pela primeira vez em doze meses, na confiança do consumidor; e recuo de dois pontos, para 51,3 pontos, no PMI composto.

Na China, o PIB registrou aumento interanual de 8,1% no primeiro trimestre de 2012, ante 8,9% no último de 2011, desaceleração decorrente, em grande parte, da perda de dinamismo do setor externo e do recuo, de 21,1% para 18,2%, na taxa de crescimento da formação bruta de capital fixo. Na margem, as vendas no varejo e a produção industrial apresentaram variações mensais de 0,8% e de 0,9% em maio, enquanto, nesse mesmo mês, o PMI da manufatura voltou a recuar pelo sétimo mês consecutivo, atingindo 48,4 pontos.

## 4.2 Política monetária e inflação

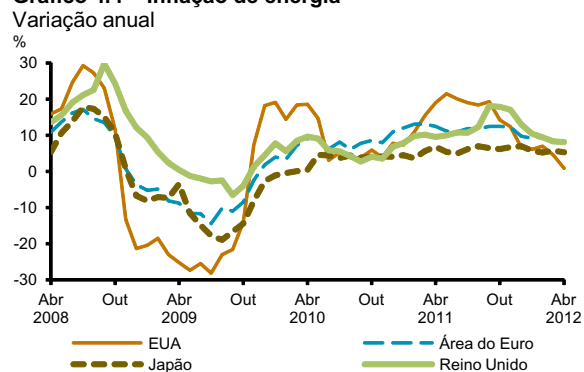
Nos EUA, a inflação ao consumidor acumulada em doze meses, medida pelo IPC, recuou pelo sétimo mês consecutivo, atingindo 2,3% em abril, menor variação anual em quatorze meses, com ênfase na redução, de 7%, em fevereiro, para 0,9%, em abril, na variação anual do componente energia. Segundo projeções do *Federal Open Market Committee* (FOMC) do *Federal Reserve* (Fed), divulgadas no comunicado da reunião de abril, a inflação, mensurada pelo deflator das despesas pessoais de consumo, deverá situar-se entre 1,9% e 2,0% em 2012, consistente com a meta de estabilidade de preços de longo prazo. Nesse

**Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor**



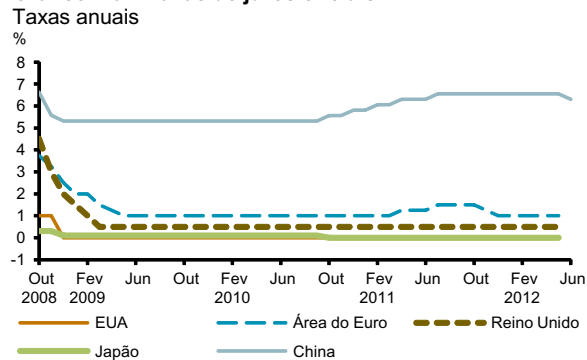
Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

**Gráfico 4.4 – Inflação de energia**



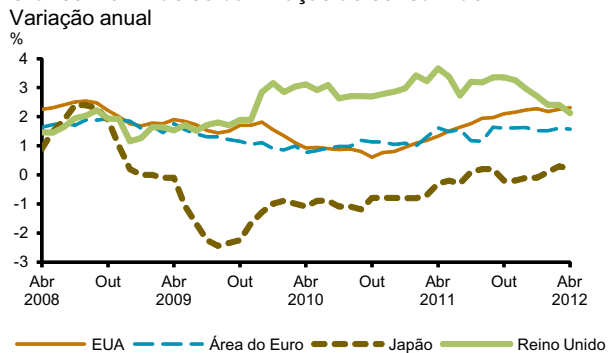
Fonte: Thomson

**Gráfico 4.5 – Taxas de juros oficiais**



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

**Gráfico 4.6 – Núcleo da inflação ao consumidor**



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

cenário, o Fed continuou a sinalizar que manterá a atual meta para os *Fed funds* no intervalo entre 0 e 0,25% a.a., pelo menos até o final de 2014.

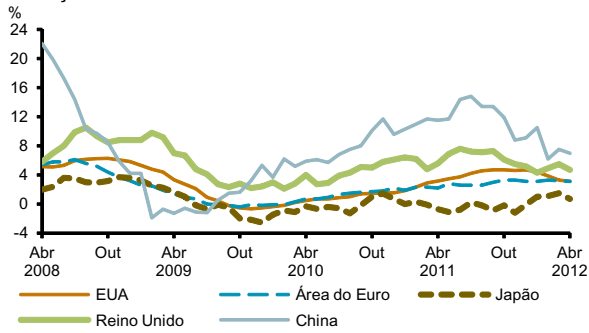
Na Área do Euro, a variação anual da inflação ao consumidor, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH), atingiu 2,6% em abril, após quatro meses em 2,7%, devendo ocorrer, de acordo com a Eurostat, continuidade desse processo em maio. Vale destacar que a trajetória de redução da taxa de inflação tem sido menos pronunciada na Área do Euro do que nas demais economias desenvolvidas, evolução decorrente dos impactos da elevada inflação de energia, que atingiu 8,2% a.a. em abril; da rigidez da inflação de alimentos, 3,1% a.a. em abril; e da alta de impostos, no âmbito de programas de consolidação fiscal. Ressalte-se que, desde setembro de 2011, a variação anual do núcleo do IPCH oscila de 1,5% a 1,6% a.a. Nesse contexto, o Banco Central Europeu (BCE) mantém a taxa de juros de referência (*Refi rate*) em 1% a.a. desde a reunião de dezembro de 2011.

O processo desinflacionário no Reino Unido vem ocorrendo com maior intensidade do que nas principais economias desenvolvidas, trajetória consistente com os impactos da recessão econômica em curso; da eliminação do efeito-base do aumento do Imposto sobre o Valor Agregado (IVA), em janeiro de 2011; e da redução da inflação da energia, que atingiu 8,1% a.a. em abril de 2012, ante 18,1% a.a. em setembro do ano anterior. Esses fatores têm favorecido a convergência da inflação para o centro da meta, tendo o IPC cheio anual recuado de 5,2% para 3%, no período mencionado. Nesse contexto, na reunião de maio, o Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra (BoE) manteve inalterada a taxa bancária oficial em 0,5% a.a., vigente desde março de 2009, e decidiu pela manutenção do programa de compra de ativos, financiado pela emissão de reservas, em £325 bilhões.

No Japão, a inflação anual ao consumidor atingiu 0,5% em março e abril, maior valor desde dezembro de 2008, trajetória associada, sobretudo, ao comportamento do preço da energia, que registra variação anual superior a 5% desde julho de 2011. Nesse ambiente, a variação anual do núcleo do IPC que exclui alimentos *in natura* totalizou 0,2% em abril e a relativa ao núcleo que exclui alimentos e energia, -0,3% a.a., mantendo-se em terreno deflacionário desde janeiro de 2009. O Banco do Japão (BoJ), considerando a previsão de que a variação anual dos preços deverá seguir, no curto prazo, abaixo da meta oficial transitória de 1% a.a., decidiu, em abril, manter a taxa básica

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

Varição anual

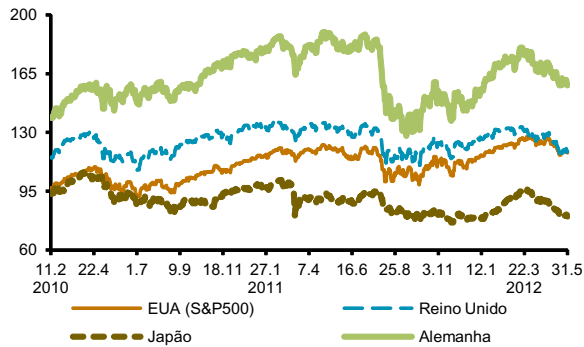


Fonte: Thomson

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

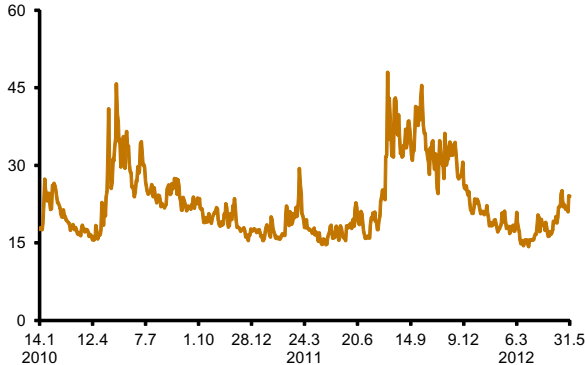
**Gráfico 4.8 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão**

31.12.2003 = 100



Fonte: Bloomberg

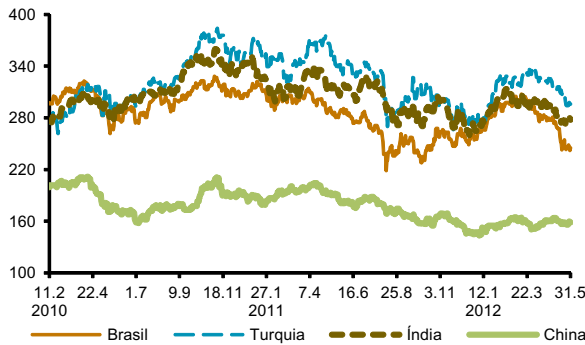
**Gráfico 4.9 – VIX**



Fonte: Thomson

**Gráfico 4.10 – Bolsas de valores: mercados emergentes**

31.12.2003 = 100



Fonte: Bloomberg

de juros (*uncollateralized overnight call rate*) na faixa de 0 a 0,1% e reeditou medidas de afrouxamento quantitativo por meio da ampliação do Programa de Compra de Ativos em ¥5 trilhões, para ¥70 trilhões.

Na China, a variação anual do IPC recuou para 3,4% em abril, evolução associada, em grande medida, à menor variação dos preços de alimentos, que atingiu 7% no período, ante 14,8% em julho de 2011. Diante da trajetória benigna da inflação, o Banco do Povo da China (BPC) efetuou, em maio, nova redução de 0,5 p.p. na taxa de recolhimento compulsório, fixada em 18% para pequenos bancos e em 20% para os de maior porte. No mesmo sentido, no início de junho, o BPC reduziu, pela primeira vez desde julho de 2011, a taxa básica de juros em 0,25 p.p., fixando-a em 6,31% a.a. A partir de 16 de abril, visando conferir maior flexibilidade ao regime cambial, o BPC aumentou, de 0,5% para 1%, a banda de flutuação diária do renminbi em relação ao dólar dos EUA, em relação à paridade central, no mercado interbancário a vista.

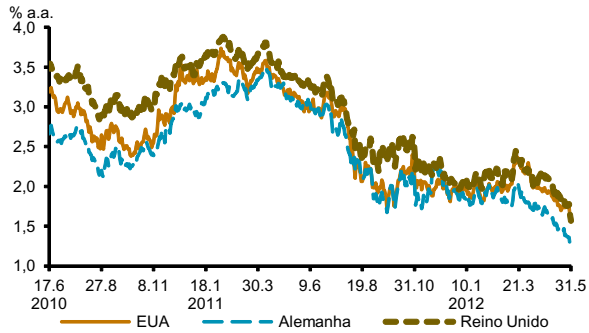
### 4.3 Mercados financeiros internacionais

Os mercados financeiros registraram aumento da aversão ao risco ao longo do trimestre encerrado em maio, influenciados pelo agravamento da crise financeira na Europa e, em menor escala, pelos receios de que a desaceleração na China ocorra de forma mais intensa do que prevista inicialmente e, ainda, pelas evidências de fragilidades na recuperação da economia norte-americana.

Nesse cenário, os índices Nikkei, do Japão; *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido; *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha; e *Standard and Poor's 500* (S&P 500), dos EUA, registraram recuos respectivos de 12,1%, 9,4%, 8,6% e 4,1% no trimestre encerrado em maio. Em oposição, o *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do índice S&P 500, atingiu 24 pontos ao final do período, após situar-se em 14,2 pontos em 26 de março, menor valor desde junho de 2007.

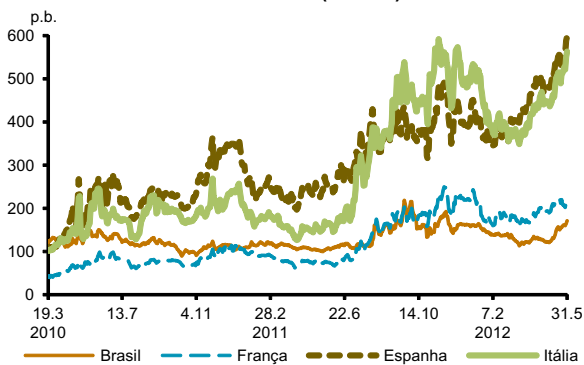
Os mercados acionários de países emergentes, afetados pela elevada volatilidade e aversão ao risco nas economias maduras, bem como pela moderação da atividade local, também registraram expressivas perdas no trimestre finalizado em maio, ressaltando-se os recuos respectivos de

**Gráfico 4.11 – Retorno sobre títulos governamentais – 10 anos**



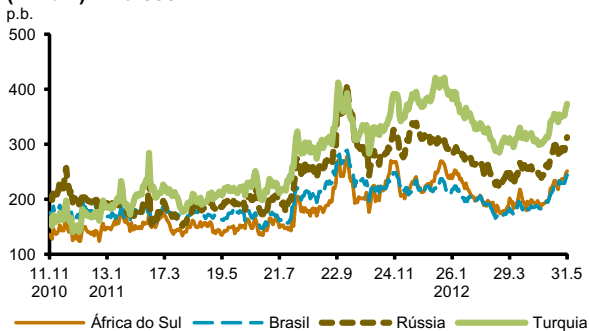
Fonte: Bloomberg

**Gráfico 4.12 – CDS Soberanos (5 anos)**



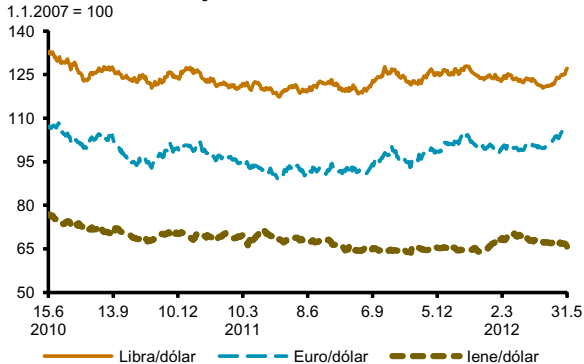
Fonte: Bloomberg

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



Fonte: Bloomberg

**Gráfico 4.14 – Cotações do dólar**



Fonte: Bloomberg

17,2%, 9,3%, 8,6% e 2,3% assinalados nos índices Ibovespa, do Brasil; *Istanbul Stock Exchange National 100 Index*, da Turquia; *Bombay Stock Exchange Sensitive Index (Sensex)*, da Índia; e *Shanghai Composite*, da China.

Nesse cenário, os mercados de dívida soberana de economias maduras consideradas de menor risco continuaram sob forte demanda, com os respectivos títulos de longo prazo apresentando, durante o trimestre, rendimentos anuais em patamares historicamente baixos. De fato, as remunerações anuais dos títulos soberanos de dez anos do Reino Unido, EUA e Alemanha atingiram, na ordem, 1,57%, 1,56% e 1,20% ao final de maio, ante 2,15%, 1,97% e 1,82% ao final de fevereiro.

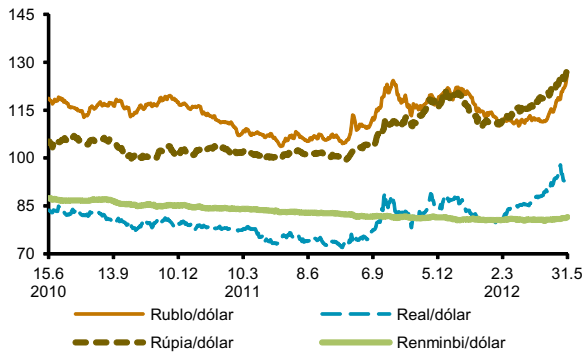
Na Europa, o alívio no mercado de dívida soberana ocorrido no primeiro trimestre, devido ao provimento de liquidez proporcionado pela abertura de linhas de crédito de três anos pelo BCE, para os bancos da Área do Euro, e ao desfecho das negociações entre a Grécia e os detentores privados de bônus, arrefeceu ao longo do trimestre encerrado em maio. Nesse cenário, os *Credit Default Swaps (CDS)* soberanos de Espanha, Itália, Irlanda, França e Portugal registraram aumentos respectivos de 231 p.b., 182 p.b., 123 p.b., 43 p.b. e 9 p.b. no período, atingindo, ao final de maio, em 599 p.b., 562 p.b., 726 p.b., 243 p.b. e 1184 p.b..

O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bonds Index Plus (Embi+)* atingiu 419 p.b. ao final de maio. O aumento trimestral de 85 p.b. evidenciou o impacto do aumento da aversão ao risco sobre o preço dos papéis soberanos de economias emergentes. Em particular, o índice associado ao Brasil foi menos impactado, crescendo 48 p.b. no período e situando-se em 244 p.b. ao final de maio.

Caracterizando o movimento de busca por ativos de menor risco e a crescente incerteza a respeito dos acontecimentos na Área do Euro, o dólar registrou, no trimestre encerrado em maio, apreciação de 7,8% em relação ao euro. Em relação às moedas de países emergentes, no mesmo período o dólar registrou apreciações de 17,8% ante o real e de 14,5% em relação à rúpia indiana e ao rublo russo. Em relação ao iene, no entanto, o dólar recuou 3,6%, evidência de aumento da demanda pela moeda japonesa em momentos de maior volatilidade nos mercados financeiros.

**Gráfico 4.15 – Moedas de países emergentes**

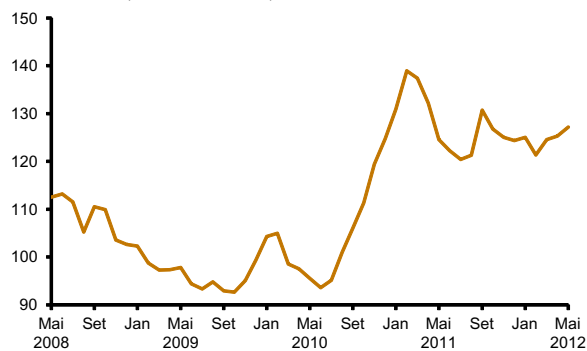
1.1.2007 = 100



Fonte: Bloomberg

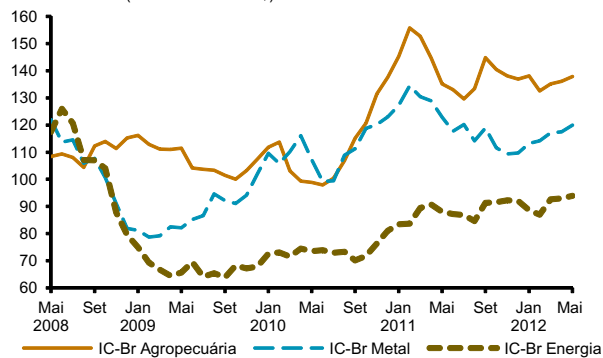
**Gráfico 4.16 – Índice de Commodities – Brasil (IC-Br)**

Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



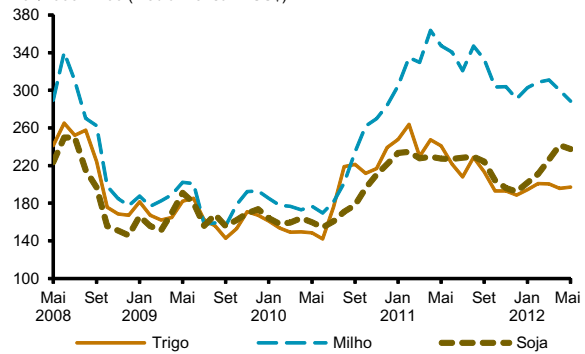
**Gráfico 4.17 – IC-Br segmentos**

Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



**Gráfico 4.18 – Commodities: trigo, milho e soja**

Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

## 4.4 Commodities

Evidenciando o recrudescimento da crise fiscal europeia e a desaceleração do crescimento em importantes economias emergentes, os preços internacionais das *commodities*, após aumentarem no trimestre terminado em fevereiro, decresceram no trimestre terminado em maio. O Índice *S&P* e *Goldman Sachs Spot* recuou 15,25% no período, reflexo de retrações respectivas de 17,13%, 13,22% e 11,48% nos índices relativos aos segmentos de *commodities* energéticas, metálicas e agropecuárias. O Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br), calculado pelo Banco Central, que considera as médias mensais das cotações em reais, cresceu 4,78% no período, movimento explicado pela depreciação da moeda brasileira frente ao dólar. Consideradas médias trimestrais, o IC-Br aumentou 1,71% em relação ao trimestre encerrado em fevereiro, mas recuou 4,34% em relação a igual intervalo de 2011.

Os preços internacionais das *commodities* agropecuárias registraram recuos acentuados no trimestre encerrado em maio, reflexo, em especial, da deterioração das expectativas de crescimento da economia mundial e das perspectivas favoráveis para a safra 2012/2013. Considerando o índice da *S&P* e *Goldman Sachs*, os preços médios mensais de trigo, milho, algodão, açúcar e café recuaram 2%, 6,5%, 14,1%, 16,5% e 16,9%, respectivamente, contrastando com o aumento de 12,5% nas cotações da soja, reflexo de adversidades meteorológicas em regiões produtoras na América do Sul.

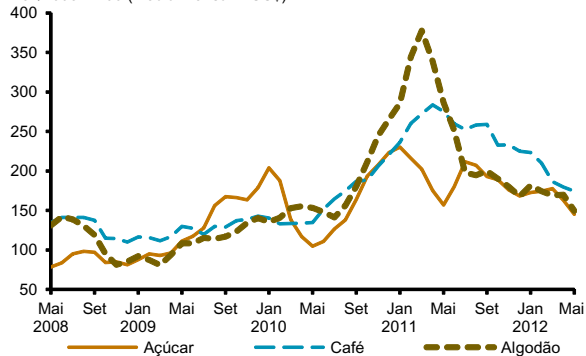
Os preços das *commodities* metálicas também diminuíram no trimestre, refletindo, em especial, a desaceleração da economia chinesa. Nesse cenário, de acordo com o índice da *S&P* e *Goldman Sachs* ocorreram, no trimestre terminado em maio, recuos das cotações médias mensais do níquel, 16,9%; alumínio, 9,2%; cobre, 6,9%; zinco, 6,7%; e chumbo, 6,1%.

A cotação do minério de ferro registrou decréscimo em maio, influenciada pela retração no preço do aço no período e pelo aumento dos estoques chineses desse minério. O preço médio mensal do minério de ferro de teor 63,5% no mercado à vista chinês recuou, de acordo com o *Metal Bulletin*, 3,3% no trimestre encerrado em maio.

Os preços do petróleo WTI e *Brent* registraram, na ordem, recuos de 19,2% e 17,6% no trimestre encerrado em maio, evolução compatível com o ambiente de arrefecimento da atividade na economia mundial; as reduções das tensões

**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

geopolíticas em relação ao Irã; o aumento da produção de petróleo pelos países da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep); e o aumento dos estoques do óleo WTI nos EUA. As cotações dos respectivos barris recuaram para US\$86,53 e US\$102,08 ao final de maio, enquanto, consideradas médias mensais, os preços mencionados passaram de US\$102,26 e US\$119,70, em fevereiro, para US\$94,51 e US\$110,52, respectivamente, em maio.

## 4.5 Conclusão

A trajetória recente dos principais indicadores econômicos sugere a ampliação, geográfica e temporal, das perspectivas de crescimento moderado da atividade nos diversos blocos econômicos. Nesse ambiente, segue limitado o espaço para utilização de políticas monetária e fiscal nas economias maduras. Nas economias emergentes, onde prevalece, de modo geral, o dinamismo da demanda doméstica, o espaço para emprego de políticas antecíclicas tem conferido flexibilidade de atuação aos respectivos governos.

Nos EUA, onde o nível de poupança mantém trajetória declinante e as famílias têm sofrido perdas nos mercados acionários, há riscos para sustentabilidade do consumo privado. Na Área do Euro, a ausência de solução definitiva para a crise projeta cenário de instabilidade nos mercados e de recuo do PIB em 2012. Adicionalmente, a moderação da atividade na economia chinesa e a desaceleração do volume de comércio internacional constituem fatores de contenção da atividade nas economias emergentes, sobretudo nas exportadoras de *commodities*.