

Tabela 4.1 – Maiores economias

Componentes do PIB^{1/}

Discriminação	Variação % trimestral anualizada							
	2012		2013				2014	
	III	IV	I	II	III	IV	I	II
PIB								
Estados Unidos	2,5	0,1	2,7	1,8	4,5	3,5	-2,1	4,2
Área do Euro	-0,6	-2,1	-0,8	1,2	0,5	1,2	0,9	0,1
Reino Unido	3,1	-0,9	2,1	2,7	3,4	2,6	3,3	3,4
Japão	-2,7	-0,5	5,1	3,4	1,8	-0,5	6,0	-7,1
China ^{1/}	8,2	7,8	6,6	7,4	9,5	7,0	6,1	8,2
Consumo das famílias								
Estados Unidos	1,9	1,9	3,6	1,8	2,0	3,7	1,2	2,5
Área do Euro	-0,5	-2,1	-0,9	0,6	0,6	0,3	0,7	1,2
Reino Unido	1,2	1,8	3,7	1,4	2,9	1,1	2,9	nd
Japão	-1,9	1,8	4,2	3,0	0,8	1,5	8,4	-19,0
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas								
Estados Unidos	0,8	3,6	1,5	1,6	5,5	10,4	1,6	8,4
Área do Euro ^{2/}	-2,3	-5,5	-6,2	0,5	1,9	3,8	0,9	-1,3
Reino Unido ^{2/}	-10,5	-18,9	4,2	13,6	9,9	5,5	9,8	nd
Japão	-5,7	-4,0	-7,6	7,2	2,2	3,9	34,8	-18,8
Investimento residencial								
Estados Unidos	14,1	20,4	7,8	19,0	11,2	-8,5	-5,3	7,2
Área do Euro ^{3/}	-3,1	-7,1	-5,6	-1,9	4,0	-1,1	3,8	-9,1
Reino Unido	-11,4	2,1	-1,4	39,1	0,7	6,1	10,5	nd
Japão	11,8	4,1	3,1	8,8	20,3	10,1	8,2	-35,6
Exportações de bens e serviços								
Estados Unidos	2,1	1,5	-0,8	6,3	5,1	10,0	-9,2	10,1
Área do Euro	2,9	-2,4	-3,0	9,4	0,5	5,6	0,3	1,8
Reino Unido	14,0	-4,5	-2,4	9,9	-9,9	3,5	-0,3	nd
Japão	-15,2	-12,0	18,1	12,8	-2,8	1,2	28,6	-2,0
Importações de bens e serviços								
Estados Unidos	-0,6	-3,5	-0,3	8,5	0,6	1,3	2,2	11,0
Área do Euro	0,8	-3,9	-3,0	6,5	4,4	2,6	3,1	1,0
Reino Unido	1,9	-0,1	-8,7	9,7	4,6	-5,2	-4,6	nd
Japão	-3,0	-7,6	4,8	9,6	7,3	15,7	28,0	-20,6
Gastos do Governo								
Estados Unidos	2,7	-6,0	-3,9	0,2	0,2	-3,8	-0,8	1,4
Área do Euro ^{4/}	-1,0	0,3	0,8	0,1	1,1	-1,3	2,8	0,6
Reino Unido ^{4/}	0,9	0,9	-1,9	5,6	2,3	-0,4	-0,2	nd
Japão	-0,1	1,8	5,7	6,8	5,8	2,0	-2,7	-0,2

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.

As principais economias globais cresceram em ritmo distinto no segundo trimestre de 2014, com o dinamismo da atividade nos Estados Unidos da América (EUA), China e Reino Unido contrapondo-se a resultado modesto na Área do Euro e retração no Japão. As variações anuais dos índices de preços ao consumidor seguiram em patamares baixos nas principais economias avançadas. Nesse contexto, o processo gradual de normalização da política monetária nos EUA e expectativas de adoção de medidas expansionistas na Área do Euro, em parte, explicam os níveis baixos de volatilidade nos mercados financeiros e a compressão dos prêmios de riscos.

4.1 Atividade econômica

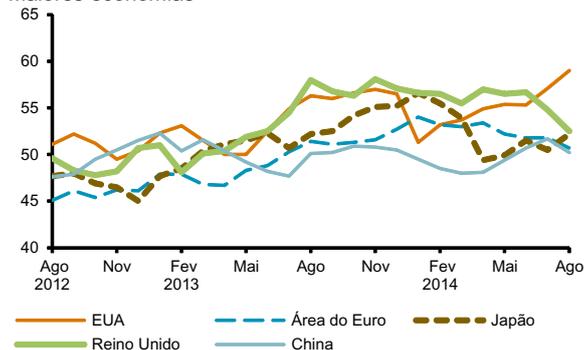
O PIB dos EUA cresceu, em termos anualizados, 4,2% no segundo trimestre de 2014 (-2,1% no anterior). Esse resultado refletiu, em grande parte, as contribuições de 1,7 p.p. do consumo das famílias – que aumentou 2,5% – e de 1,4 p.p. da variação de estoques; e de -0,4 p.p. do componente externo da demanda, com aumentos de 10,1% das exportações e de 11,0% das importações. Dados recentes sugerem a continuidade da retomada da economia dos EUA. Nesse sentido, em julho, a produção industrial cresceu 0,4% em relação ao mês anterior, e o nível de utilização da capacidade instalada atingiu 79,2%, maior patamar desde junho de 2008. Em agosto, o PMI do setor manufatureiro atingiu 59,0 pontos (57,1 em julho), melhor resultado desde março de 2011, e o índice de confiança do consumidor, divulgado pelo *Conference Board*, aumentou pelo quarto mês consecutivo, para 92,4 pontos (90,3 pontos em julho).

Nesse cenário, foram criados 639 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em agosto (709 mil no finalizado em maio), com a taxa de desemprego se posicionando em 6,1% (6,3% em maio).

As variações anualizadas dos gastos pessoais com consumo e da renda pessoal disponível real atingiram 1,3% e

Gráfico 4.1 – PMI manufatura

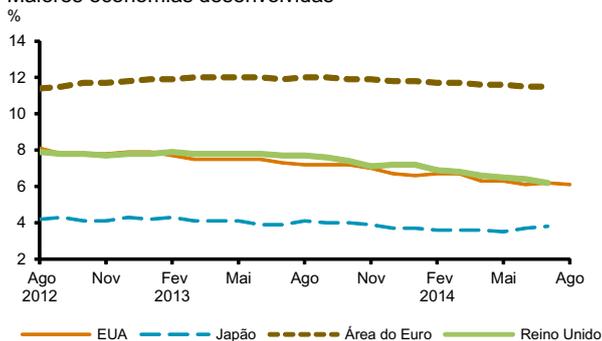
Maiores economias



Fonte: Thomson

Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego

Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

3,3%, respectivamente, no trimestre encerrado em julho, determinando aumento de 0,5 p.p., para 5,5%, na taxa de poupança da renda disponível das famílias.

Na Área do Euro, a taxa de variação anualizada do PIB atingiu 0,1% no segundo trimestre de 2014 (0,9% no anterior), com destaque para variações negativas na França (0,1%), Alemanha (0,6%) e na Itália (0,7%). A produção industrial mensal cresceu 1,0% em julho, em relação ao mês anterior (-0,3% em junho); o PMI do setor manufatureiro atingiu 50,7 pontos em agosto, menor valor desde julho de 2013; e o índice de confiança dos consumidores totalizou -10,0 pontos em agosto (-7,1 pontos em maio), terceiro recuo trimestral consecutivo. A taxa de desemprego recuou ligeiramente, para 11,5% em julho (11,6% em abril).

A variação anualizada do PIB do Reino Unido atingiu 3,4% no segundo trimestre (3,3% no anterior), destacando-se, no âmbito da oferta, a expansão de 3,8% do setor de serviços. Nesse contexto, a taxa de desemprego recuou para 6,2% no trimestre encerrado em julho (6,6% no terminado em abril). Em agosto, o PMI composto cresceu 0,7 ponto, para 59,3 pontos, melhor resultado no ano.

No Japão, o PIB recuou, em termos anualizados, 7,1% no segundo trimestre deste ano (aumento de 6,0% no primeiro). Essa reversão refletiu, em grande parte, a antecipação de gastos no primeiro trimestre, haja vista o anúncio de elevação do Imposto sobre Valor Agregado (IVA) com efeito a partir de abril. Nesse sentido, o consumo das famílias e a FBCF recuaram 19,0% e 18,8%, respectivamente, no segundo trimestre do ano (aumentos, na ordem, de 8,4% e 34,8% no trimestre anterior). O setor externo contribuiu com 4,3 p.p. para a variação anualizada do PIB no segundo trimestre, com retrações de 2,0% das exportações e de 20,6% das importações, as últimas igualmente impactadas pelo aumento do IVA. Adicionalmente, em julho, a taxa de desemprego atingiu 3,8% (3,6% em abril). Por sua vez, produção industrial e vendas no varejo variaram -0,9% e 0,6%, respectivamente, em relação a igual mês de 2013. O PMI composto atingiu 50,8 pontos em agosto (50,2 pontos em julho), quarto aumento mensal consecutivo.

Na China, a variação anualizada do PIB atingiu 8,2% no segundo trimestre de 2014 (6,1% no primeiro). Considerados intervalos de doze meses, o PIB cresceu 7,5% e 7,4%, respectivamente, nos períodos mencionados. Em agosto, as taxas de crescimento mensais dos investimentos em ativos fixos, das vendas no varejo e da produção industrial atingiram 1,23%, 0,92% e 0,2%, respectivamente (1,38%,

Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor

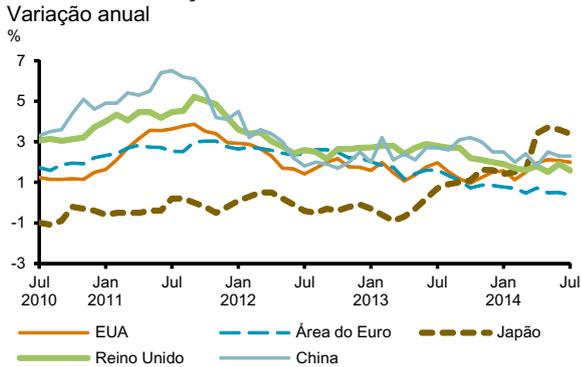


Gráfico 4.4 – Inflação de energia

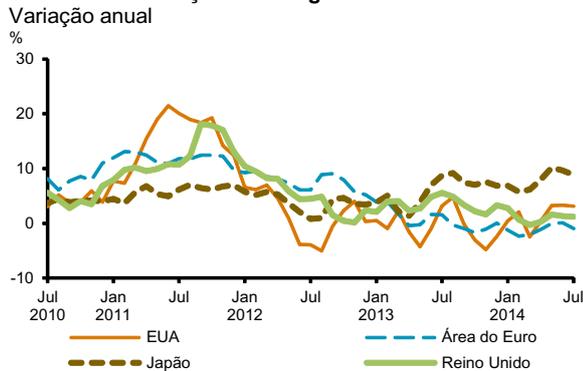


Gráfico 4.5 – Taxas de juros oficiais

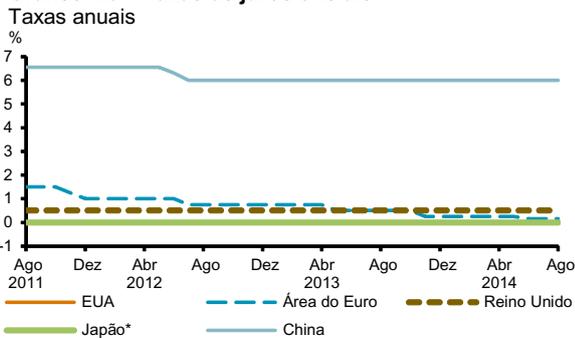
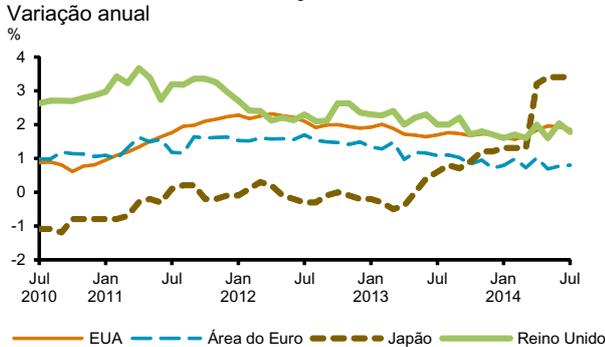


Gráfico 4.6 – Núcleo da inflação ao consumidor



0,87% e 0,62%, na ordem, em junho); o *superavit* da balança comercial somou US\$49,8 bilhões (US\$47,3 bilhões em julho); e o PMI composto atingiu 52,8 pontos (51,6 pontos em julho), maior patamar desde março de 2013, quando marcou 53,5 pontos.

4.2 Política monetária e inflação

A inflação anual ao consumidor nos EUA (medida pela variação do CPI) atingiu 2,0% em julho, mesmo patamar de abril, com destaque para os aumentos nos preços de energia (2,6%) e alimentos (2,5%). A variação do núcleo da inflação, que exclui energia e alimentos, atingiu 1,9% no período (1,8% em abril).

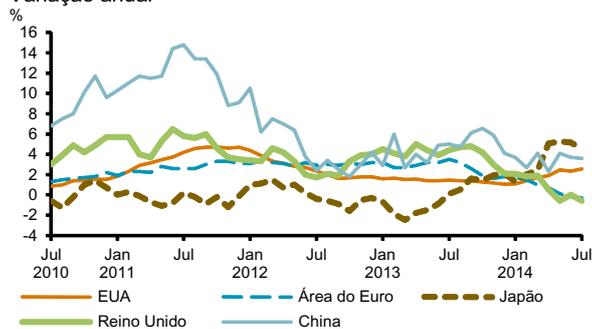
O Comitê de Mercado Aberto do *Federal Reserve* (FOMC) manteve, nas reuniões de junho e julho, a meta para a taxa dos *Fed funds* entre 0% e 0,25% a.a. Segundo o *forward guidance* de março de 2014, esse intervalo, em vigor desde dezembro de 2008, deverá ser mantido por tempo considerável, inclusive após o término do programa de compra de ativos (*Quantitative Easing – QE*). O FOMC ressalta, no entanto, o caráter condicional do *forward guidance*, entre outros, à projeção para a inflação se posicionar abaixo da meta de longo prazo (2,0%). Dando continuidade ao *tapering* iniciado em janeiro de 2014, a magnitude do QE seguiu sendo reduzida em US\$10 bilhões a cada reunião do FOMC. Em agosto as compras totalizaram US\$25 bilhões, sendo US\$10 bilhões em títulos de agências lastreados por hipotecas (*agency mortgage-backed securities*) e US\$15 bilhões em *Treasuries* de longo prazo.

Na Área do Euro, a variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) situou-se em 0,4% em julho, menor nível desde outubro de 2009, em grande parte reflexo do recuo de 1% nos preços da energia. Por seu turno, o núcleo do IPCH – que exclui energia e alimentos bebidas alcoólicas e fumo – variou 0,8% no mês em termos anualizados (1% em abril).

O Conselho de Governadores do Banco Central Europeu (BCE) reduziu, na reunião de setembro, as taxas das principais operações de refinanciamento (*main refinancing operations*), de depósito (*deposit facility*) e de empréstimo marginal (*marginal lending facility*) para novas mínimas históricas de 0,05% a.a., -0,20% a.a. e 0,30% a.a., respectivamente. O BCE decidiu, ainda, que iniciará, em outubro, programa de compras de ativos securitizados do

Gráfico 4.7 – Inflação de alimentos^{1/}

Variação anual



Fonte: Thomson

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

setor privado não-financeiro (*asset-backed securities* – ABS) e novo programa de compras de bônus cobertos (*Covered Bonds Purchase Programme* – CBPP3), nesse caso, emitidos por instituições monetárias e financeiras (MFI) domiciliadas na Área do Euro. As novas medidas visam estimular o fluxo de crédito e ancorar as expectativas de inflação de médio e longo prazo, em linha com a meta de manter a inflação próxima, mas inferior, a 2% a.a.

No Reino Unido, a inflação anual ao consumidor, medida pelo IPC, atingiu 1,6% em julho (1,8% em abril), destacando-se a menor variação dos preços da energia e o recuo de 0,6% nos preços dos alimentos. A variação anual do núcleo do IPC, que exclui energia, alimentos, bebidas alcoólicas e fumo, atingiu 1,8% no mês (2% em abril).

O Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra (BoE) manteve, na reunião de setembro, a taxa de juros que remunera as reservas dos bancos comerciais (*Bank rate*) em 0,5% a.a. (nível em que se encontra desde março de 2009), e o total do programa de compra de ativos (QE) em £375 bilhões. De acordo com o *forward guidance* de fevereiro de 2014, a trajetória prevista de elevação gradual da *Bank rate* está condicionada à eliminação do hiato do produto no horizonte de dois a três anos, desde que a taxa de inflação se mantenha próxima à meta. De acordo com a comunicação do BoE, prevalece o entendimento de que, ao final do processo de normalização, a taxa oficial de juros tenda a situar-se abaixo de 5,0% a.a., nível médio predominante antes da crise financeira de 2008. Além disso, o QE deve ser mantido no volume atual (£375 bilhões) pelo menos até a primeira elevação da *Bank rate*.

No Japão, a inflação anual ao consumidor atingiu 3,4% em julho (3,4% em abril e 1,6% em março), mesma variação do núcleo do IPC, que exclui alimentos *in natura*. Ressalte-se que o aumento no IVA, de 5,0% para 8,0%, em primeiro de abril, foi o grande determinante da mudança de patamar da inflação.

No âmbito do programa de relaxamento monetário quantitativo e qualitativo, o Banco do Japão (BoJ) reafirmou, na reunião de setembro, a intenção de ampliação da base monetária entre ¥60 e ¥70 trilhões ao ano, e manteve as diretrizes para a compra de ativos.

Na China, a inflação anual ao consumidor atingiu 2,3% em julho (1,8% em abril), com os preços dos alimentos elevando-se 3,6%. O Banco do Povo da China (BPC) manteve a taxa básica de juros em 6,0% a.a. (nível vigente desde julho de

2012) e as taxas de recolhimento compulsório para pequenos e grandes bancos em 18% e 20%, respectivamente (alíquotas em vigor desde maio de 2012).

Gráfico 4.8 – Retorno sobre títulos governamentais – 10 anos

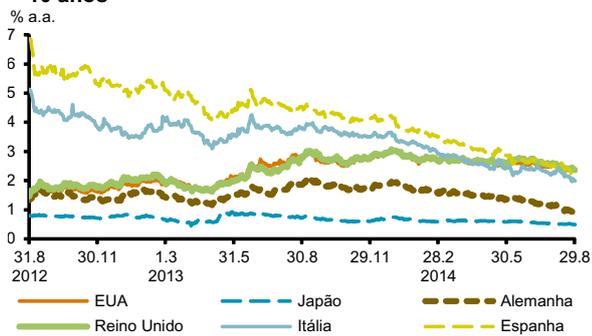


Gráfico 4.9 – CDS soberanos (5 anos)

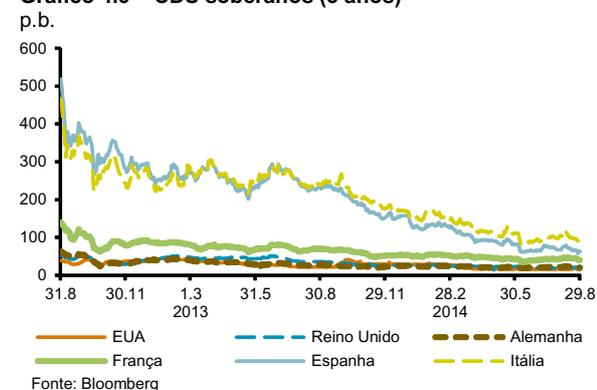


Gráfico 4.10 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+)

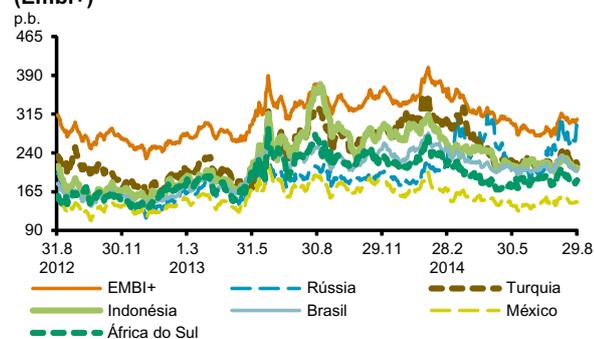
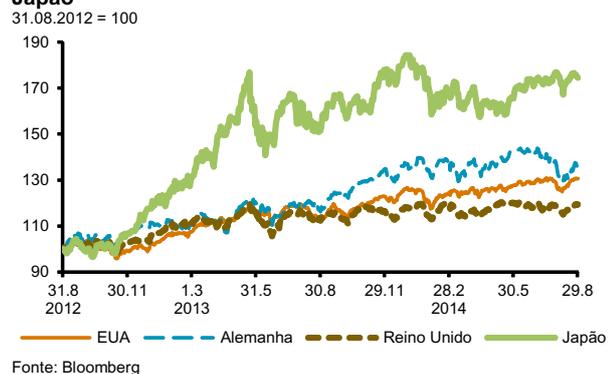


Gráfico 4.11 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão



4.3 Mercados financeiros internacionais

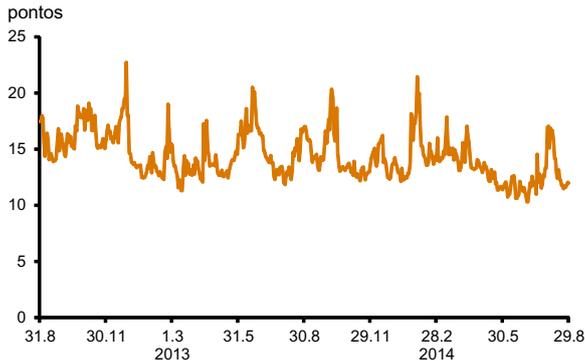
Os retornos anuais dos títulos soberanos de dez anos da Alemanha, Reino Unido, EUA e Japão recuaram 0,47 p.p., 0,20 p.p., 0,13 p.p., e 0,08 p.p., respectivamente, no trimestre encerrado em agosto, situando-se, na ordem, em 0,89%, 2,37%, 2,34%, e 0,50%, ao final do período. De forma semelhante, em ambiente de recuo da percepção de risco em relação às economias periféricas da Área do Euro, os retornos de ativos equivalentes de Itália (1,99%) e Espanha (2,23%) declinaram 0,44 p.p. e 0,63 p.p., respectivamente, no mesmo período.

Nesse contexto, os prêmios de riscos soberanos – medidos pelos *Credit Default Swaps* (CDS) – de Itália e Espanha recuaram, na ordem, 13,3 p.b. e 18,3 p.b. no trimestre, para 96,9 p.b. e 63,7 p.b., respectivamente, ao final de agosto (240,5 p.b. e 233,3 p.b. em igual mês de 2013). No mesmo período, os CDS de França, Reino Unido, Alemanha e EUA reduziram-se 3,3 p.b., 2,6 p.b., 1,2 p.b. e 0,9 p.b., respectivamente, para 40,4 p.b., 19,7 p.b., 20,5 p.b. e 15,8 p.b., ao final de agosto.

O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) situou-se em 305 p.b. ao término de agosto (elevação trimestral de 8 p.b.). Destacaram-se os aumentos nos indicadores da Rússia (79 p.b.), África do Sul (10 p.b.) e México (7 p.b.), que atingiram, ao final do período, 299 p.b., 187 p.b. e 145 p.b., respectivamente. Em sentido inverso, os EMBI da Turquia e Indonésia recuaram 5 p.b. e o do Brasil, 3 p.b., na ordem, para 218 p.b., 211 p.b. e 205 p.b.

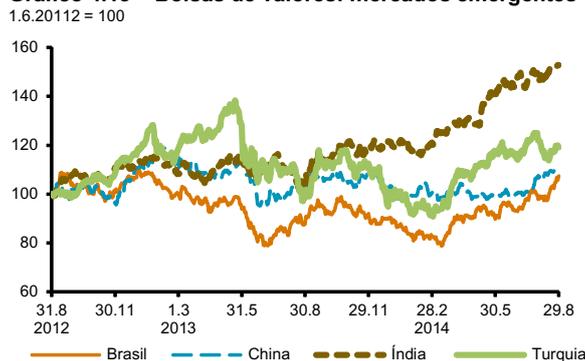
Os indicadores dos principais mercados acionários de economias maduras apresentaram trajetórias distintas no trimestre encerrado em agosto, com valorizações nos índices *Dow Jones*, dos EUA (2,3%) e *Nikkei 225*, do Japão (5,4%); e perdas nos indicadores das bolsas da Europa, em cenário menos favorável ao crescimento da região. Nesse sentido, ocorreram recuos no *FTSE Milano Italia Borsa Index* (FTSE MIB), da Itália (5,5%); no *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha (4,8%); no *Cotation Assistée en Continue* (CAC 40), da França (3,1%); no *Índice Bursatil Español* (IBEX

Gráfico 4.12 – VIX – Índice de volatilidade



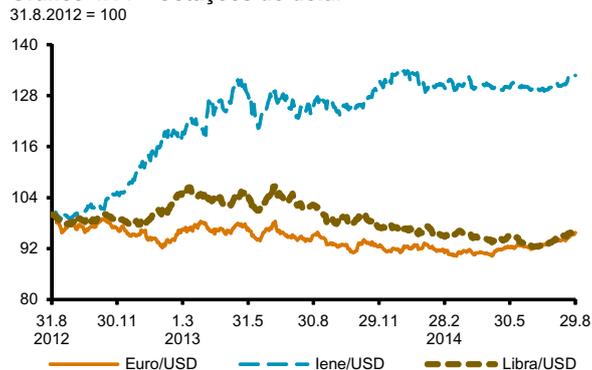
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.13 – Bolsas de valores: mercados emergentes



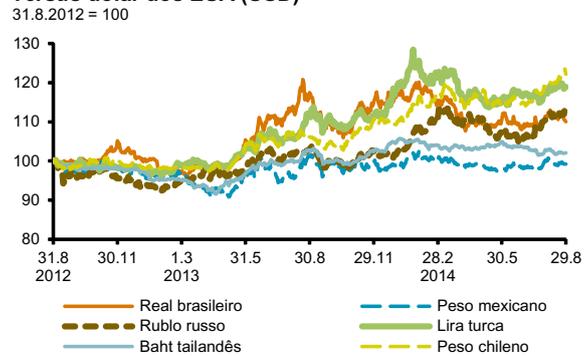
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.14 – Cotações do dólar



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.15 – Moedas de economias emergentes versus dólar dos EUA (USD)



Fonte: Bloomberg

35), da Espanha (0,6%); e no *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido (0,4%).

O *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do índice *Standard & Poor's 500* (S&P 500) dos EUA, variou 5,1% no trimestre encerrado em agosto, para 12,0 pontos.

Os mercados acionários de importantes economias emergentes, em ambiente de menor aversão global ao risco e busca por ativos financeiros mais rentáveis, registraram ganhos no trimestre encerrado em agosto. Destacaram-se as valorizações dos índices Ibovespa, do Brasil (19,6%); IPC, do México (10,3%); Sensex, da Índia (10,0%) e *Shanghai Composite*, da China (8,7%). Por outro lado, o *Russian Trading System Index* (RTSI), da Rússia, refletindo tensões geopolíticas que envolvem aquele país, desvalorizou-se 8,1% no trimestre.

O dólar dos EUA apreciou frente ao euro (3,8%), ao iene (2,3%) e à libra (1,0%), no trimestre encerrado em agosto. No âmbito das economias emergentes, o dólar valorizou frente às moedas do Chile (6,8%), Rússia (6,4%), Turquia (3,2%) e México (1,8%), e depreciou em relação às moedas da Tailândia (2,7%), da Malásia (1,9%), da China (1,7%) e do Brasil (0,2%).

4.4 Commodities

O Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br), calculado pelo Banco Central, recuou 4,63% em agosto, em relação a maio, com variações respectivas de -7,27%, -3,73% e 7,19% nos segmentos de *commodities* agropecuárias, energéticas e metálicas. Medido em dólares, o IC-Br diminuiu 6,58% no período¹⁰. Consideradas médias trimestrais, o IC-Br recuou 5,3% em relação ao trimestre encerrado em maio.

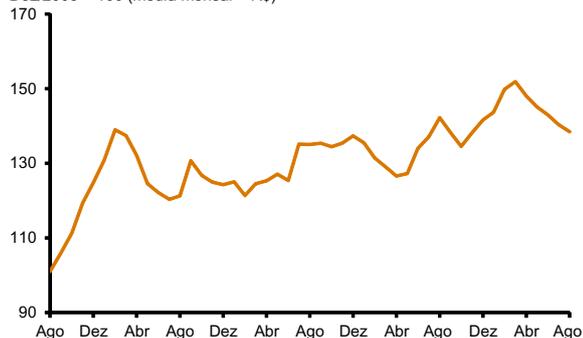
A média do índice S&P e *Goldman Sachs Spot* recuou 6,57% em agosto, em relação a maio, resultado das variações respectivas de 6,28%, -5,49%, e -20,77% nos segmentos de *commodities* metálicas, energéticas e agropecuárias.

O recuo trimestral dos preços das *commodities* agrícolas refletiu, em parte, as expectativas favoráveis para a safra 2014/2015. Nesse sentido, estimativas divulgadas em

10/O indicador considera médias mensais de observações diárias. Portanto, a desvalorização de 6,58% mencionada refere-se às médias das taxas de câmbio de agosto e de maio.

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

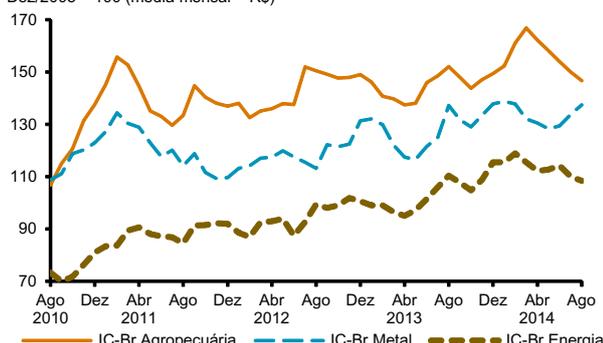
Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



Fonte: BCB

Gráfico 4.17 – IC-Br segmentos

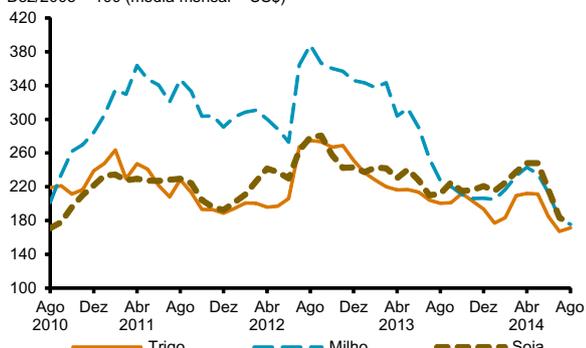
Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



Fonte: BCB

Gráfico 4.18 – Commodities: trigo, milho e soja

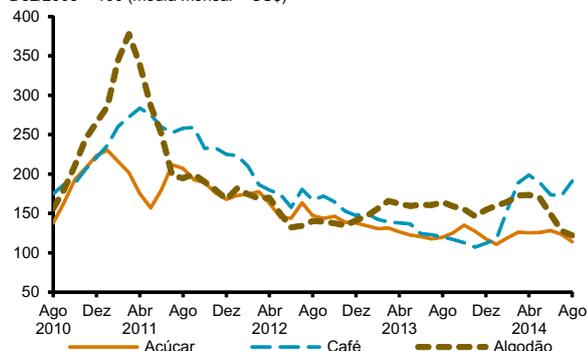
Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.19 – Commodities: açúcar, café e algodão

Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

agosto pelo Departamento de Agricultura Norte-Americano (USDA), para os estoques mundiais (ao final da safra 2014/2015) de algodão, soja, milho e trigo, aumentaram 8,1%, 4,1%, 3,4% e 3,0%, respectivamente, em relação às estimativas divulgadas em maio. Consequentemente, as cotações médias desses produtos recuaram 27,9%, 29,0%, 25,4% e 19,0%, respectivamente, no período. No mesmo intervalo, a cotação média do açúcar diminuiu 9,2%, refletindo melhora nas projeções para as safras na Índia e na Tailândia, e a do café aumentou 1,1% (expansão de 21,8% no trimestre encerrado em maio), repercutindo perdas na safra brasileira.

No âmbito das *commodities* metálicas, as cotações médias do alumínio, zinco, chumbo e cobre cresceram 14,4%, 13,0%, 6,0% e 2,1%, no trimestre. Essa evolução refletiu, de um lado, melhora nas perspectivas de demanda vinda das economias da China e dos EUA, e, de outro, restrições à oferta de alumínio e zinco. Especificamente sobre o níquel, a cotação média recuou 3,7%, repercutindo o aumento da produção do metal na China.

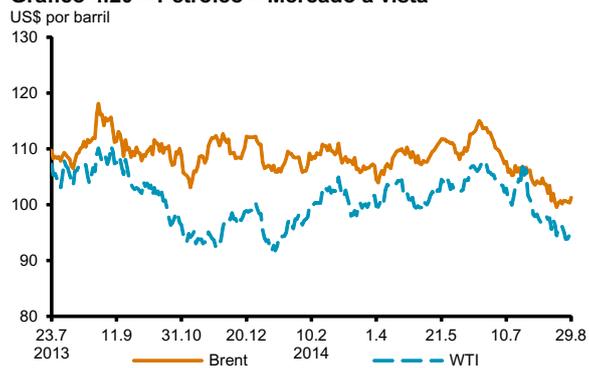
A cotação média do minério de ferro de teor 65%, no mercado à vista chinês, recuou 6,3%, para US\$101,23, no trimestre encerrado em agosto, de acordo com o *Shanghai Steelhome Information*. Essa evolução refletiu o aumento da oferta do produto, especialmente pela Austrália e pelo Brasil.

As cotações médias do barril de petróleo dos tipos *Brent* e *WTI* atingiram US\$101,92 (menor valor desde junho de 2012) e US\$96,38, respectivamente, em agosto, recuando, na ordem, 7,1% e 5,4% em relação a maio. Essa evolução refletiu, em parte, o aumento da oferta do produto, especialmente pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep) e pelos EUA, e a redução nas estimativas para a demanda global.

4.5 Conclusão

As principais economias registraram ritmo de expansão heterogêneo no segundo trimestre do ano, com taxas robustas de crescimento da atividade nos EUA e na China, retração do PIB no Japão, e moderação na Área do Euro. Os indicadores de preços apontam inflação reduzida e favorecem a manutenção de políticas monetárias acomodáticas. Cabe destacar, também, que a percepção de risco nos mercados financeiros internacionais se manteve relativamente baixa, a

Gráfico 4.20 – Petróleo – Mercado à vista



despite de aumentos pontuais decorrentes do agravamento das tensões geopolíticas no Oriente Médio e no leste europeu.

Fundamentos Físicos dos Preços de Soja, Milho e Trigo *vis-à-vis* Preços Atuais

Tabela 1 – Estoques Globais

Discriminação	Estoques de passagem ^{1/}			Relação estoque/consumo ^{2/}		
	Trigo	Milho	Soja	Trigo	Milho	Soja
2004/2005	156,3	131,3	48,7	25,8%	19,1%	23,9%
2005/2006	154,1	124,5	53,9	25,0%	17,6%	24,9%
2006/2007	134,1	110,7	63,0	21,7%	15,2%	28,0%
2007/2008	129,0	131,7	52,5	21,0%	17,0%	22,9%
2008/2009	169,0	147,5	43,1	26,5%	18,8%	19,5%
2009/2010	201,7	146,6	60,9	31,0%	17,9%	25,6%
2010/2011	198,0	130,1	70,3	30,3%	15,2%	27,9%
2011/2012	196,9	134,6	53,5	28,6%	15,5%	20,8%
2012/2013	175,6	138,1	56,8	25,6%	15,9%	21,9%
2013/2014	186,4	173,1	66,9	26,9%	18,3%	24,9%
2014/2015 ^{3/}	193,0	189,9	90,2	27,4%	19,6%	31,8%
Média^{4/}	170,1	136,8	57,0	26,2%	17,1%	24,0%

Fonte: USDA

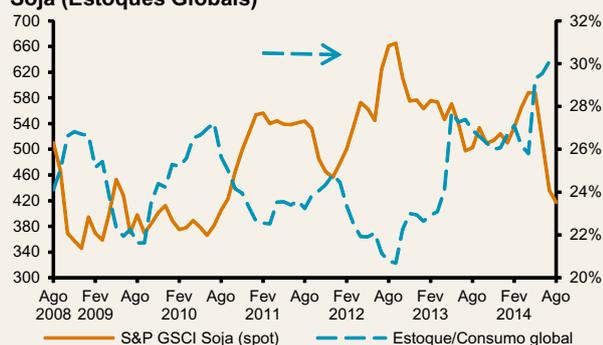
1/ Valores em milhões de toneladas.

2/ Elaboração própria, a partir de dados divulgados pelo USDA.

3/ Quarta estimativa (agosto) do estoque de passagem da safra 2014/2015.

4/ Média dos últimos dez anos (safra 2004/2005 até 2013/2014).

Gráfico 1 – Estoque/consumo e preço médio mensal Soja (Estoques Globais)



Fontes: S&P GSCI e USDA

1/ Índices *spot*, variações calculadas pela média mensal.

2/ A colheita da safra 2014/2015 no hemisfério norte será iniciada no segundo semestre de 2014.

3/ Média calculada desde a safra 2004/2005 até a safra 2013/2014.

4/ Os estoques de passagem referem-se aos estoques finais de cada safra.

5/ Calculadas a partir de dados desde junho de 2008 até agosto de 2014. Os preços utilizados são médias mensais dos respectivos índices S&P GSCI.

6/ De acordo com a teoria econômica, a curva de preço de um bem deverá reagir à expectativa de oferta (ponderada pela demanda), de tal forma essas duas variáveis possuam correlação negativa. As correlações negativas evidenciam, portanto, a influência dos fundamentos da oferta dessas *commodities* na formação dos respectivos preços.

Os preços internacionais de soja, milho e trigo recuaram 20,3%, 15% e 11,6%, respectivamente, nos oito primeiros meses de 2014, de acordo com o índice de preço *Standard & Poor's e Goldman Sachs Commodity Index (S&P GSCI)*¹. Esses movimentos se deveram, em parte, a condições climáticas favoráveis em importantes regiões produtoras, especialmente nos Estados Unidos da América (EUA), não obstante tensões geopolíticas em outra (na região do Mar Negro). Nesse cenário, o objetivo desse box é avaliar os impactos potenciais dos fundamentos sobre a trajetória futura dos preços.

De acordo com o Departamento de Agricultura Norte-Americano (USDA), as safras 2014/2015² das citadas *commodities* tendem a ser melhores, sob diversas métricas, do que a média dos últimos dez anos³. Nesse sentido, a Tabela 1 mostra a evolução das estimativas para estoques de passagem⁴ e para a relação estoque/consumo durante o período analisado.

Por sua vez, os Gráficos 1 a 3 relacionam os preços de soja, milho e trigo com as respectivas razões estoques de passagem/consumo, a partir de valores históricos (não atualizados). Cabe notar a existência de correlação⁵ negativa entre as variáveis estoque/consumo global e preço da soja (-0,35), milho (-0,77) e trigo (-0,35)⁶. Além disso, as correlações para soja e trigo foram maiores em termos absolutos (-0,60 e -0,71, na ordem) quando calculadas a partir das relações estoque/consumo nos EUA e na União Europeia, maiores produtores dessas *commodities*, respectivamente. No caso do milho, a correlação manteve-se em patamar semelhante quando calculada para os dados de estoque/consumo do maior produtor global (EUA).

Gráfico 2 – Estoque/consumo e preço médio mensal Milho (Estoques Globais)

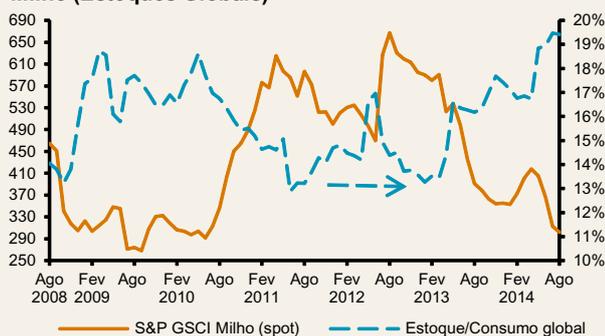


Gráfico 3 – Estoque/consumo e preço médio mensal Trigo (Estoques Globais)

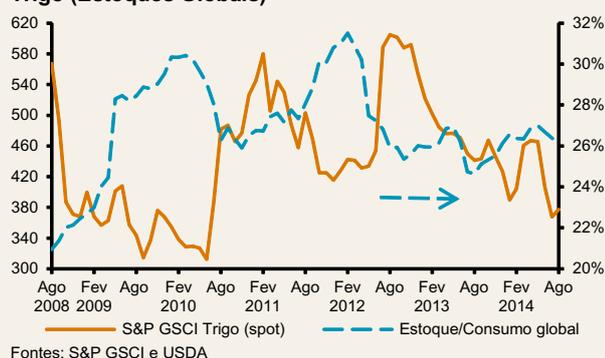
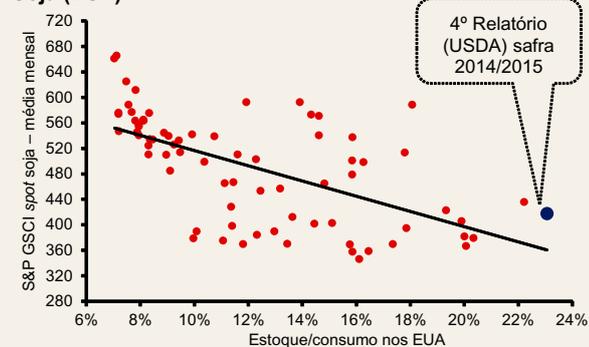


Gráfico 4 – Estoque/consumo e preço médio mensal Soja (EUA)



Os Gráficos 4 a 6 mostram o ajuste linear dos pares ordenados (preços médios mensais, razões entre estoques/consumo estimado em cada mês para o final da respectiva safra), de junho de 2008 a agosto de 2014⁷. A inclinação negativa das retas é consistente com uma relação inversa entre as variáveis. Note-se que, para soja e milho, os pontos relativos a agosto de 2014⁸ encontram-se acima dos respectivos ajustes lineares. Por essa métrica, infere-se que estariam em patamar superior ao justificado pelos fundamentos. Em relação ao trigo, a análise aponta o contrário.

Em linhas gerais, esse boxe faz uma análise exploratória das perspectivas de curto prazo para as cotações de soja, milho e trigo nos mercados internacionais. Nesse sentido, um cenário plausível contempla possibilidade de recuo nos preços da soja e do milho, e aumento no do trigo.

Gráfico 5 – Estoque/consumo e preço médio mensal Milho (Global)

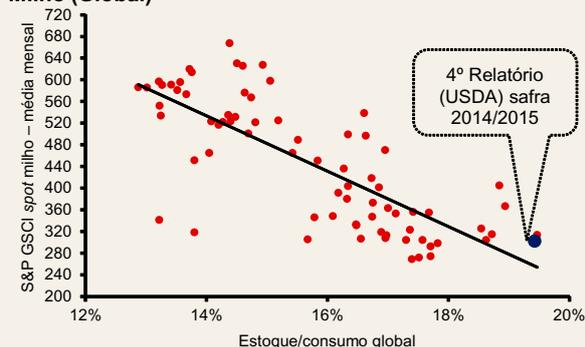
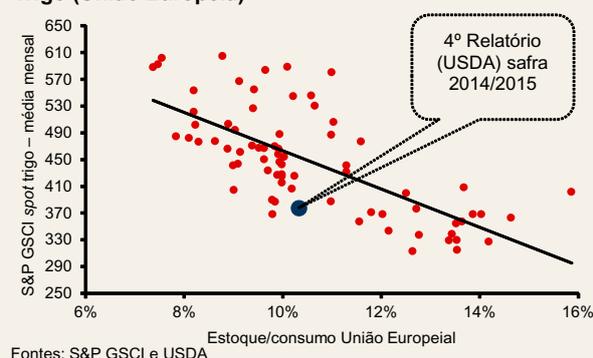


Gráfico 6 – Estoque/consumo e preço médio mensal Trigo (União Europeia)



7/ Os gráficos de dispersão para a soja, milho e trigo foram construídos, nessa ordem, a partir das relações estoques/consumo global, dos EUA e da União Europeia, divulgado pelo USDA.

8/ Pontos obtidos a partir das relações estoque/consumo (4º Relatório da safra 2014/2015 – USDA – divulgado em agosto/2014) e respectivos preços médios.