Economia internacional

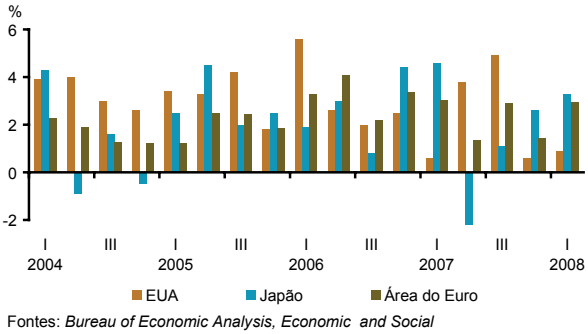
4

A economia mundial encontra-se em transição nove meses após a emergência da crise no mercado norte-americano *subprime*, indutora de amplo processo de ajuste nas cotações dos ativos e de redução da alavancagem nos mercados financeiros. A desaceleração da atividade econômica, antes restrita aos EUA, começa a se disseminar para outras regiões econômicas, registrando-se ritmo de expansão menos acentuado em certas economias asiáticas e sinais de redução do nível de atividade no Reino Unido e na Espanha.

Nesse cenário de redução da demanda doméstica nos mercados maduros, o vigoroso ajuste nas cotações das *commodities* tem pressionado a inflação e se constituído em desafio adicional à calibragem das ações de política monetária dos bancos centrais, com vistas a assegurar estabilidade financeira, crescimento econômico e controle da inflação.

Nos EUA, onde os riscos associados à retração da atividade econômica são percebidos de forma mais intensa, foram realizadas sucessivas reduções da taxa básica de juros, enquanto na Área do Euro e no Japão os riscos inflacionários não só limitam a concessão de estímulos monetários, mas podem ocasionar adoção de postura contracionista por parte dos respectivos bancos centrais.

Gráfico 4.1 – EUA, Área do Euro e Japão – PIB[1/]

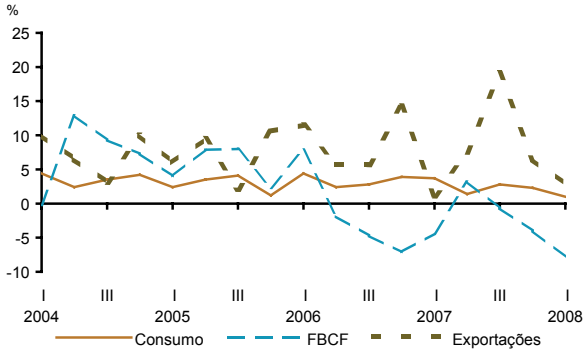


Fontes: *Bureau of Economic Analysis, Economic and Social Research Institute, Cabinet Office*
1/ Variações trimestrais anualizadas e dessazonalizadas.

4.1 Atividade econômica

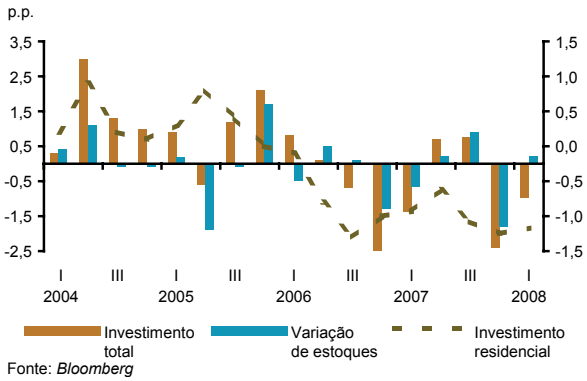
Contrastando com as expectativas formadas a partir da eclosão da crise no mercado *subprime* dos EUA, as economias da Área do Euro e do Japão apresentaram taxas de crescimento anualizadas de 3% e 3,3%, respectivamente, no primeiro trimestre de 2008, resultados superiores à média dos últimos anos. Nos EUA e no Reino Unido, essas taxas atingiram, na ordem, 0,9% e 1,6%.

Gráfico 4.2 – EUA – Componentes do PIB



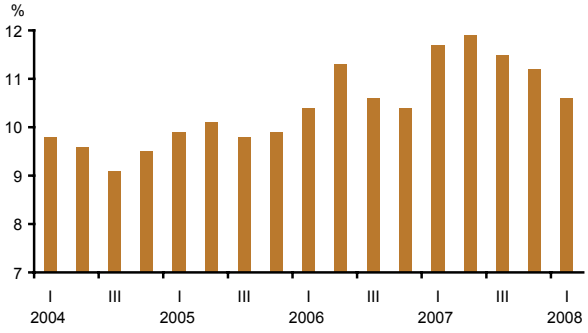
Fonte: *Bloomberg*

Gráfico 4.3 – EUA – Contribuições para o PIB



Fonte: *Bloomberg*

Gráfico 4.4 – China – PIB[1/]



Fonte: *Bloomberg*
1/ Variações relativas a igual trimestre do ano antecedente.

O resultado modesto registrado nos EUA evidenciou a contribuição negativa de 1,17 p.p. exercida pelo mercado imobiliário residencial, enquanto, em sentido inverso, refletiu as contribuições positivas originadas do setor externo, 0,8 p.p.; do consumo das famílias, 0,7 p.p.; e do crescimento dos estoques, 0,21 p.p.

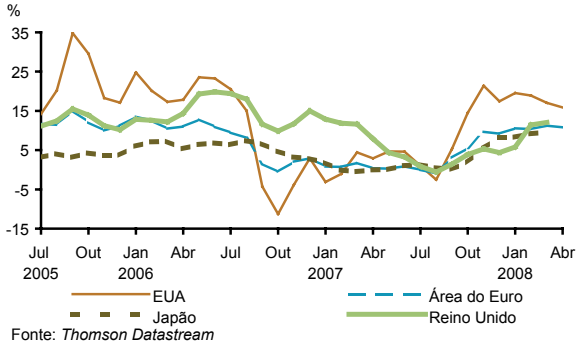
A economia da Área do Euro, a despeito da apreciação da taxa de câmbio, da elevação dos preços do petróleo e dos impactos negativos associados à crise nos mercados de crédito, apresentou sólido crescimento no período. Essa evolução esteve associada, em parte, ao vigor da economia alemã, que apresentou taxa de crescimento anualizada de 6,3% no primeiro trimestre do ano, traduzindo a recuperação nos gastos das famílias e, em especial, o processo de acumulação de estoques. Em oposição, refletindo desacelerações da atividade econômica e do mercado de trabalho decorrentes de ajuste no setor de construções, o crescimento da economia espanhola atingiu 1,1% no período. Ressalte-se que essas taxas se constituíram, na ordem, na mais robusta e na mais modesta registradas nas duas economias, nesse tipo de comparação, desde a introdução do euro.

No Reino Unido, embora o consumo privado registrasse taxa de crescimento anualizada de 5,3%, os efeitos combinados de elevações nos preços de produtos importados, ajustes no mercado imobiliário e condições de crédito mais restritivas contribuíram para a redução no ritmo de crescimento da economia. O desempenho do setor imobiliário, em particular, tem alimentado temores de uma deflação de preços dos imóveis similar à registrada nos EUA, com reflexos potenciais sobre os balanços das instituições financeiras.

A evolução da economia japonesa esteve influenciada pelos crescimentos anualizados de 3,4% do consumo das famílias, ante 1,7% no trimestre anterior, e de 19,5% das exportações de bens e serviços, impulsionadas pelo desempenho das vendas a mercados emergentes. Assinale-se que a continuidade da trajetória de crescimento do PIB japonês estará condicionada, no decorrer do ano, à evolução das cotações das *commodities* e dos investimentos corporativos.

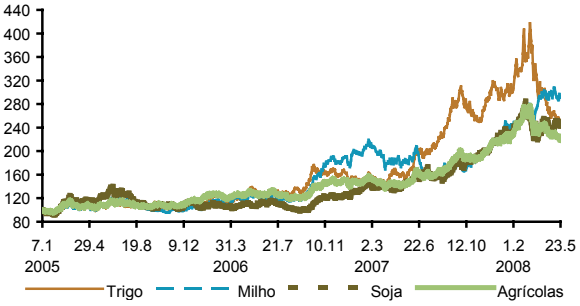
Em relação às economias emergentes, ressalte-se a manutenção de taxas anualizadas superiores a 10% na China, crescimento fundamentado em mudanças estruturais dos padrões de consumo e na manutenção de nível elevado de investimentos, que devem sustentar a economia ao longo de 2008.

Gráfico 4.5 – Inflação de energia
Variação anual



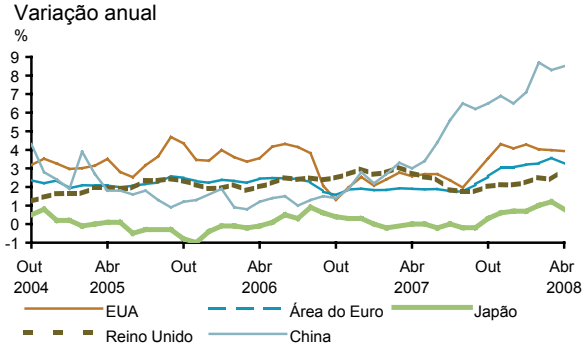
Fonte: *Thomson Datastream*

Gráfico 4.6 – Índice de preços de *commodities* agrícolas
31.12.2004 = 100



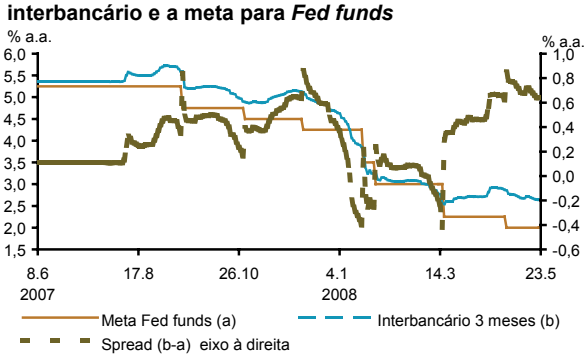
Fonte: *Thomson Datastream*

Gráfico 4.7– Inflação ao consumidor
Variação anual



Fonte: BLS, *Eurostat*, *Bloomberg* e ONS

Gráfico 4.8 – EUA: *Spread* entre os juros no interbancário e a meta para *Fed funds*



Fonte: *Thomson Datastream*

4.2 Política monetária e inflação

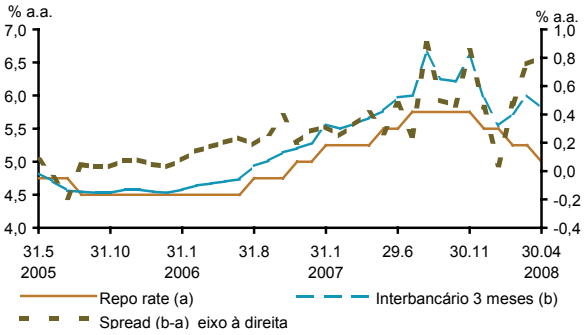
Ao longo do segundo trimestre de 2008, os bancos centrais das economias maduras seguiram expostos ao dilema entre o combate à inflação e a necessidade de estimular a retomada do crescimento econômico. As pressões exercidas sobre os preços das *commodities* agrícolas, decorrentes do crescimento das grandes economias emergentes, especulação nos mercados futuros e persistentes tensões entre oferta e demanda, ao lado do patamar elevado dos preços do petróleo, continuam ditando o ritmo da inflação tanto nas economias maduras quanto naquelas emergentes e em desenvolvimento, em especial quando o item alimentos exerce influência mais acentuada.

Diante da deterioração das condições de liquidez nos mercados monetários, expressa pela sistemática e progressiva elevação dos *spreads* entre as taxas de juros de três meses e as taxas *overnight* praticadas nos mercados interbancários, diversos bancos centrais ampliaram as intervenções no mercado de financiamento de curto prazo por meio de leilões de crédito. Nesse sentido, têm sido importantes as atuações do *Federal Reserve* (Fed), do Banco da Inglaterra (BoE), dos bancos centrais da Europa (BCE), Canadá (BoC), Suíça (BNS) e, mais recentemente, do banco central da Nova Zelândia, que, além de ampliar de um para trinta dias o prazo das operações de recompra, passou a receber como colaterais títulos lastreados em hipotecas residenciais.

Nos EUA, as variações acumuladas em doze meses dos preços da energia, dos produtos importados, exclusive petróleo, e dos alimentos, que atingiram 15,9%, 6,2% e 5,1%, respectivamente, em abril, foram determinantes para que a variação do índice de preços ao consumidor alcançasse 3,9% no período, situando-se acima da zona de conforto do Fed e com riscos de alta. Nesse cenário e considerando sinais de que a desaceleração da atividade econômica poderia não ser tão pronunciada quanto estimada anteriormente, o Comitê Federal de Mercado Aberto (Fomc), depois de cortar a meta para os *Fed funds* em 100 p.b., para 2%, no trimestre encerrado em abril, sinalizou o possível encerramento do ciclo de afrouxamento monetário.

Para fazer face ao estreitamento das condições de crédito, além de aumentar o volume de recursos disponíveis por meio dos leilões denominados *Term Auction Facility* (TAF) para US$150 bilhões, o Fed elevou para 28 dias o prazo para recompras a termo, operações *repo* para as quais estabeleceu o limite de US$100 bilhões, passando a trocar *treasuries* por dívidas de agências, inclusive títulos

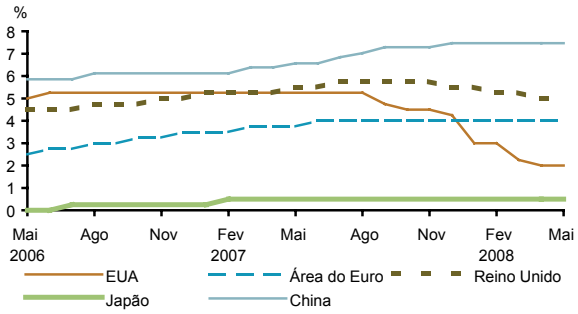
Gráfico 4.9 – RU: *Spread* entre os juros no interbancário e a *repo rate*



Fonte: *Thomson Datastream*

Gráfico 4.10 – Taxas de juros oficiais

Taxas anuais



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

lastreados em hipotecas. Adicionalmente, reduziu a taxa de redesconto de forma a manter o *spread* entre essa taxa e a meta para os *fed funds* em 25 p.b., ampliando, de trinta para noventa dias, o prazo para essas operações. Soma-se a essas atuações a ação coordenada com o BCE e o BNS que, visando a redução da pressão sobre o dólar no mercado *offshore*, aumentou as respectivas linhas de *swap* para US$50 bilhões (Área do Euro) e para US$12 bilhões (Suíça).

Adicionalmente, o Fed introduziu, em março, dois novos programas de assistência à liquidez, o *Term Securities Lending Facility* (TSLF) e o *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF). Por meio do TSFL, que se constitui em um programa de empréstimo de ativos a termo, o Fed passou a emprestar, por 28 dias, até US$200 bilhões em *treasuries* aos *primary dealers*, instituições não necessariamente depositantes, como requerido no redesconto e nos leilões TAF. Nessas operações, a autoridade monetária troca *treasuries* por títulos hipotecários privados AAA, temporariamente ilíquidos. Também direcionado aos *primary dealers*, o PDCF é uma linha temporária de crédito pecuniário com ampla gama de aceitação de colaterais. Por esse instrumento, os *primary dealers* têm tratamento similar ao dispensado aos bancos comerciais, sendo-lhes facultado o acesso a uma espécie de redesconto, o que transforma o Fed em emprestador em última instância para instituições eventualmente fora de seu escopo tradicional de regulação e supervisão.

No Reino Unido, embora as variações acumuladas em doze meses dos índices de preços ao produtor e ao consumidor atingissem, em abril, os recordes respectivos de 7,5% e 3%, o agravamento das condições de crédito e a deterioração das perspectivas de crescimento da economia estimularam o BoE, no mesmo mês, a reduzir a taxa básica de juros para 5% a.a. e ampliar, de £10 bilhões, valor que vigorava desde janeiro, para £15 bilhões, a oferta de crédito de três meses via operações *repo*. O BoE introduziu, ainda, nos moldes do TSLF criado pelo Fed, a *Special Liquidity Scheme* (SLS), uma linha de crédito anual no valor de £50 bilhões, por meio da qual os bancos podem trocar ativos hipotecários *triple A*, existentes até dezembro de 2007, por títulos do Tesouro especificamente emitidos para essa finalidade. Pelos *swaps* anuais, renováveis por dois períodos, os solicitantes pagam taxa *Libor* de três meses e fornecem colaterais cujo valor supera, entre 10% e 30%, o valor dos títulos recebidos.

Na Área do Euro, após atingir o recorde de 3,6% em março, a variação do índice de preços ao consumidor acumulada em doze meses, pressionada pelos aumentos

nos preços dos itens alimentos, 6%, e energia, 10,8%, situou-se em 3,3% em abril, acima da meta de 2%. O BCE, no entanto, em ambiente de recuo das expectativas de crescimento na região, não tem encontrado espaço para aumentar os juros básicos, mantidos em 4% a.a. desde junho de 2007. Quanto às restrições de liquidez, a atuação do BCE continua fundamental no mercado monetário no qual, além de ampliar o acordo de *swap* estabelecido com o Fed, também tem injetado vultosos recursos em euro por meio de operações *repo*.

A inflação acumulada em doze meses no Japão, apesar da valorização do iene, atingiu 0,8% em abril, enquanto a *overnight call rate* vem sendo mantida, desde fevereiro de 2007, em 0,5% a.a. A estrutura do passivo do sistema bancário local, diferentemente do observado nos EUA e na Europa, incorpora volume representativo de depósitos de longo prazo, o que, ao atenuar o impacto da crise financeira, permite que o BoJ atue mais discretamente, limitando-se a injeções pontuais de recursos, a exemplo da alocação de ¥400 bilhões em março, objetivando reduzir o diferencial entre a taxa *overnight* efetiva e a meta para os juros básicos.

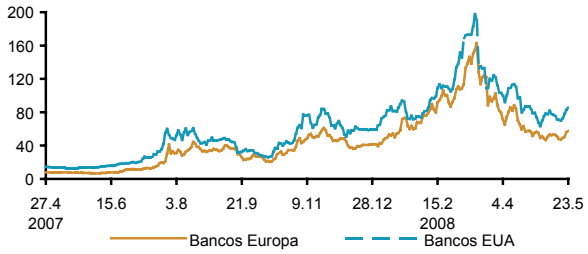
A evolução da inflação anual na China, que, evidenciando o comportamento dos preços dos alimentos, vinha se mantendo acima de 7% desde o início do ano, atingiu 8,5% em abril, estimulando que o Banco do Povo da China (BPC) intensificasse a adoção de medidas para conter a liquidez da economia. A atuação restritiva do BPC tem priorizado a elevação dos depósitos compulsórios e da taxa de redesconto, que atingiu 16,5% a.a em maio, incluindo também a ampliação da emissão de títulos para esterilização monetária e aceleração do processo de apreciação cambial.

No Canadá, onde a inflação anual permanece abaixo de 2%, o BoC, além de reduzir a meta para os juros básicos para 3% a.a. em abril, efetuou novas operações temporárias de compra e revenda (*Term Purchase and Resale Agreements* – TPRA), no total de C$1,34 bi.

4.3 Mercados financeiros internacionais

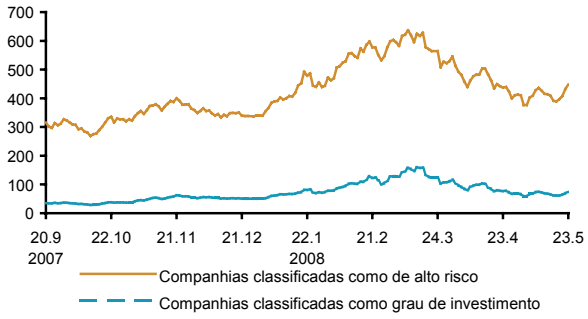
O firme compromisso de importantes bancos centrais, no sentido de fornecer a liquidez adequada para o funcionamento do mercado interbancário e a perspectiva

Gráfico 4.11 – Prêmios CDS 5 anos – Principais bancos[1/]



Fonte: *Thomson Datastream*
1/ Calculado pela média aritmética dos prêmios de CDS de 5 anos de importantes bancos dos EUA e da Europa. Por tratar-se de amostra não aleatória, pode não refletir o comportamento do sistema financeiro como um todo.

Gráfico 4.12 – iTraxx Europa – série 8
p.b.



Fonte: *Thomson Datastream*

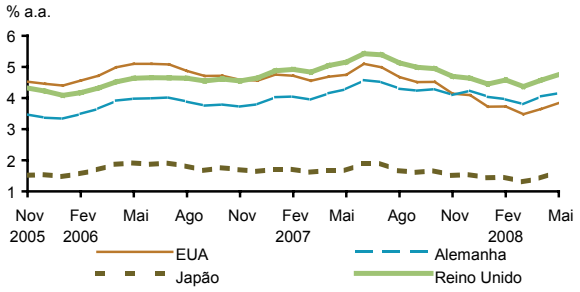
de que boa parte das perdas associadas à crise do mercado de hipotecas já tenha sido contabilizada pelas instituições financeiras, constitui-se em determinante fundamental para que os mercados financeiros internacionais passassem a operar com menor volatilidade, após a intensificação das turbulências registradas na primeira metade de março. Registram-se sinais de recuperação, em especial, nos mercados acionários e de *credit default swaps* (CDS), persistindo vestígios de estresses localizados nos mercados interbancários, cujos *spreads* em relação às taxas básicas ainda permanecem em patamar elevado.

Os prêmios de CDS – que medem o custo de garantia contra *default* – para bancos, em linha com o agravamento dos problemas enfrentados por diversas instituições, elevaram-se na primeira quinzena de março, com os prêmios médios relativos a cinco importantes bancos dos EUA e da Europa atingindo, na ordem, picos de 197 p.b., em 14 de março, e de 163 p.b., em 17 de março. Os fatores mencionados no parágrafo anterior, além dos anúncios da compra – financiada com recursos do FedNY – do *Bear Stearns* por um importante banco de investimento e de que importantes bancos levantariam capital novo no mercado, sustentaram a tendência de baixa dos prêmios de CDS ao longo do trimestre. Nesse cenário, em 23 de maio, os prêmios médios relativos às instituições dos Estados Unidos e da Europa consideradas anteriormente se situavam em 85,3 p.b. e 57,7 p.b., respectivamente.

A exemplo dos CDS de bancos europeus e americanos, os prêmios exigidos para garantir empréstimos de corporações – tanto as classificadas como de alto risco quanto as incluídas como grau de investimento – dos EUA e da Europa, após atingirem pontuações máximas em meados de março, passaram a apresentar trajetória declinante. Na Europa, o *iTraxx Crossover* e o *iTraxx Investment Grade*, que representam os prêmios exigidos para companhias de alto risco e para aquelas classificadas como grau de investimento, passaram, respectivamente, de 598 p.b. e 127 p.b., em 29 de fevereiro, para 448 p.b. e 75 p.b., em 23 de maio, após se situarem, na ordem, em 636 p.b., em 10 de março, e em 160 p.b., em 13 de março.

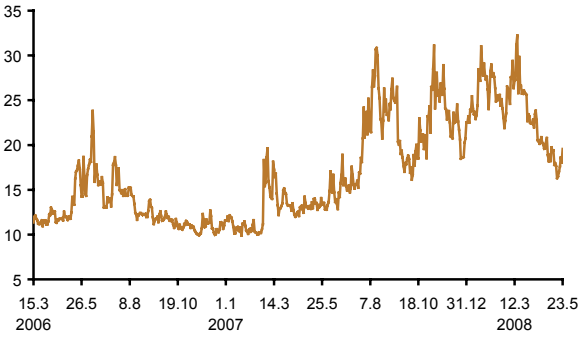
A redução na demanda por papéis governamentais de longo prazo, observada desde meados de março, esteve associada à redução da percepção de risco por parte dos investidores, que passaram a considerar menos atrativos os papéis governamentais *vis-à-vis* ativos considerados de mais alto risco, uma reversão da "fuga para a qualidade" observada anteriormente, bem como a deterioração das

Gráfico 4.13 – Retorno sobre títulos governamentais[1/]



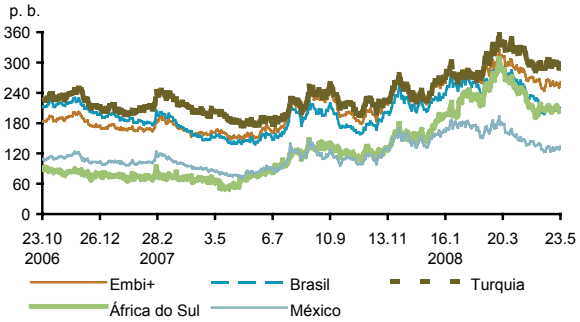
Fonte: *Bloomberg*
1/ Média mensal dos rendimentos nominais dos títulos de dez anos, até 23 de maio de 2008.

Gráfico 4.14 – VIX



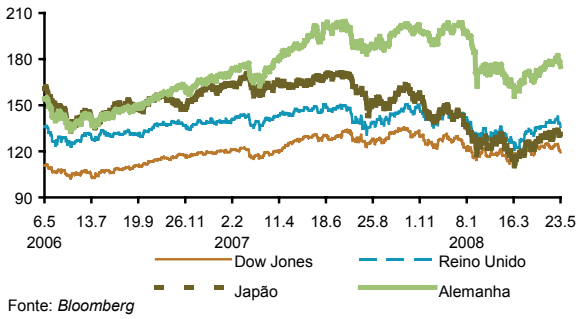
Fonte: *Thomson Datastream*

Gráfico 4.15 – *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+)



Fonte: *Bloomberg*

Gráfico 4.16 – Bolsas de valores – EUA, Europa e Japão
31.12.2003 = 100



Fonte: *Bloomberg*

perspectivas para a inflação. Nesse cenário, os rendimentos anuais dos papéis de dez anos dos EUA e da Alemanha, que atingiram valores mínimos de, respectivamente, 3,31% e 3,69% em 17 de março, atingiram, na ordem, 3,84% e 4,27% em 23 de maio, enquanto os relativos a títulos de igual prazo do Japão e do Reino Unido, após alcançarem, na ordem, 1,26% e 4,29% em 24 de março, situaram-se em 1,74% e 4,92%, respectivamente, em 23 de maio.

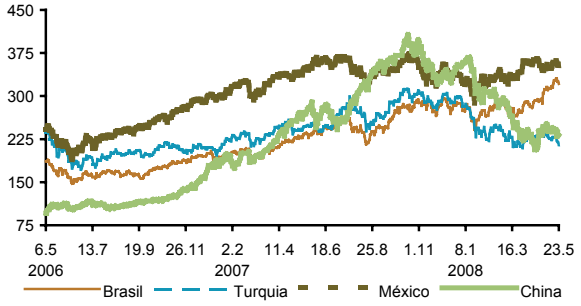
O índice *Chicago Board Options Exchange* (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do *Standard and Poor's* (S&P 500) e é considerado um indicador da aversão ao risco por parte dos investidores, registrou alta até 17 de março, quando fechou em 32,2 pontos, mantendo, desde então, tendência de baixa. O VIX passou de 26,5 pontos, em 29 de fevereiro, para 19,6 pontos, em 23 de maio.

O *Emerging Market Bond Index Plus* (Embi+), indicador de risco associado a mercados emergentes, após atingir 325 p.b. em 17 de março, maior valor desde 13 de junho de 2005, passou a apresentar trajetória declinante, situando-se em 261 p.b. em 23 de maio, ante 291 p.b. em 29 de fevereiro. O indicador associado à África do Sul apresentou volatilidade intensa no período, passando de 250 p.b., em 29 de fevereiro, para 307 p.b., em 17 de março e 205 p.b em 23 de maio, enquanto o indicador relativo ao Brasil atingiu 265 p.b., 305 p.b. e 210 p.b., respectivamente, nas mesmas datas.

A perspectiva de superação da fase aguda da crise nos mercados financeiros favoreceu o desempenho das principais bolsas de valores, que recuperaram, parcialmente, as perdas acumuladas no trimestre encerrado em fevereiro. Entre 29 de fevereiro e 23 de maio, os índices *Dow Jones* dos EUA, *Deutscher Aktienindex* (DAX) da Alemanha, *Nikkei* do Japão e *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100) do Reino Unido aumentaram 1,7%, 2,9%, 3% e 3,4%, respectivamente, acumulando, no ano, perdas de 5,9%, 13,9%, 8,5% e 5,7%.

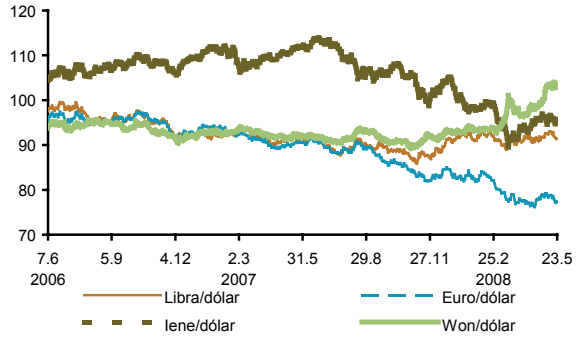
O desempenho das bolsas de valores dos países emergentes, a exemplo do observado em economias maduras, foi favorecido pela redução da aversão ao risco nos mercados financeiros. A defasagem entre os fundamentos macroeconômicos das economias desse grupo de países se evidenciou nos resultados heterogêneos registrados entre 29 de fevereiro e 23 de maio, quando os índices *Istanbul Stock Exchange National 100 Index* (XU100) da Turquia e Xangai Composto, da China, registraram, nesta ordem, perdas de

Gráfico 4.17 – Bolsas de valores – Mercados emergentes
31.12.2003 = 100



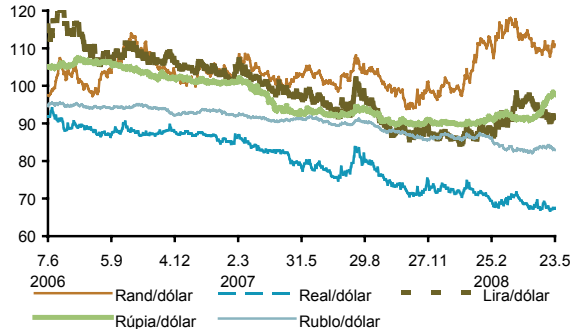
Fonte: *Bloomberg*

Gráfico 4.18 – Cotações do dólar
1.6.2005 = 100



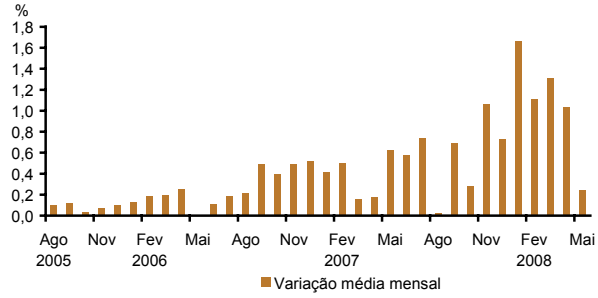
Fonte: *Bloomberg*

Gráfico 4.19 – Moedas de países emergentes
1.6.2005 = 100



Fonte: *Bloomberg*

Gráfico 4.20 – Valorização média mensal do *renminbi* ante o dólar[1/]



Fonte: *Bloomberg*
1/ Até 23 de maio de 2008.

10,8% e 20,1%, enquanto o *Índice de Precios y Cotizaciones* (IPC) do México e o Ibovespa do Brasil acumularam altas respectivas de 7,4% e 12,5%.

O dólar norte-americano apresentou comportamento distinto ante a libra esterlina, o euro e o iene ao longo do trimestre encerrado em maio. De 29 de fevereiro a 23 de maio, em continuidade à tendência iniciada em novembro de 2007, a moeda dos EUA apreciou 0,5% em relação à libra, enquanto, em sentido inverso, depreciou tanto em relação ao euro, 3,7%, quanto ao iene, 0,3%. A cotação do dólar ante a moeda japonesa oscilou, no período, em linha com o grau de aversão ao risco dos investidores, registrando depreciação até 17 de março e tendência de alta a partir dessa data. Ressalte-se que, na medida em que o iene é utilizado no financiamento de operações de carrego, sua cotação traduz, em grande parte, o nível de aversão ao risco dos investidores, expresso em desmonte de tais operações em momentos de maior turbulência.

Considerado o mesmo período, o won sul coreano acumulou depreciação de 11% em relação ao dólar, evolução associada tanto à deterioração da balança comercial do país quanto às normas, em vigor desde 2007, que restringem as operações de empréstimos em moeda estrangeira por parte de corporações sul coreanas e bancos estrangeiros. No ano, até 23 de maio, o dólar acumulou depreciações de 7,4% tanto em relação ao euro quanto ao iene, apreciando-se ante a libra esterlina, 0,3%, e ao won, 11,8%.

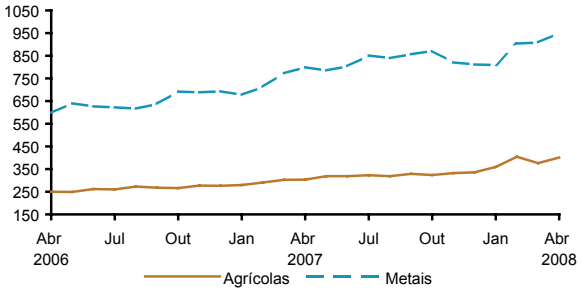
Contrastando com o observado, de modo geral, nas economias maduras, vários bancos centrais de economias emergentes optaram pela elevação das respectivas taxas básicas de juros, favorecendo o processo de apreciação de suas moedas em relação ao dólar, enquanto países como Índia, Turquia e África do Sul, com elevados deficits em conta corrente, passaram a se confrontar com condições de financiamento menos favoráveis, as quais exerceram pressão no sentido da depreciação de suas moedas. Considerado o período de 29 de fevereiro a 23 de maio, o dólar apresentou depreciações em relação ao rublo russo, 2%; ao rand sul-africano, 1,9%; e ao real, 1,8%, e se apreciou ante a lira turca, 2,2%, e a rúpia indiana, 6,8%. No ano, até 23 de maio, o dólar acumulou apreciações respectivas de 11,9%, 8,5% e 6,6% ante o rand, a rúpia e a lira, e depreciações de 4,4% e 6,7% em relação ao rublo e ao real, respectivamente.

Na China, permanece a estratégia de apreciação do renmimbi frente ao dólar, limitada a 0,5% ao dia, para cima ou para baixo. Entre 29 de fevereiro e 23 de maio, o renmimbi apreciou 2,4% frente ao dólar, acumulando depreciação de 4,9% no ano e de 9,3% em doze meses.

4.4 *Commodities*

Embora tenham registrado recuos nos últimos meses, os preços internacionais das *commodities* seguem em patamar elevado, refletindo os desdobramentos do novo padrão de desenvolvimento alcançado pelas economias emergentes sobre os respectivos níveis de consumo e investimento, o processo de transmissão de preços entre diferentes *commodities*, os níveis de estoques historicamente reduzidos e a intensificação da produção de bioenergia.

Gráfico 4.21 – Índice CRB de preço de *commodities*
1995 = 100



Fonte: Reuters-CRB

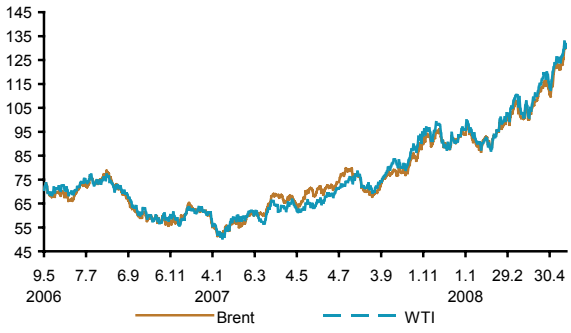
As cotações internacionais das *commodities* agrícolas recuaram, em média, 16,7% entre o final de fevereiro e 23 de maio, registrando-se reduções nos preços do açúcar, 31,5%; trigo, 30,7%; e café, 19,7%, e aumentos nos relativos a milho, 7,8%; e carnes, 13,5%.

O declínio da atividade imobiliária norte-americana e correções no mercado, que parece ter sido influenciado por atividade especulativa, contribuíram para a redução média de 9,5% apresentada pelas cotações das *commodities* metálicas no período, com ênfase nos recuos dos preços do chumbo, 39,9%; níquel, 23,5%; zinco, 21,6%; e cobre, 2,9%.

Considerados os doze meses encerrados em maio, o índice *Commodity Research Bureau* (CRB) revelou elevações médias de 27% nas cotações das *commodities* agrícolas e de 11% nas relativas às metálicas.

4.4.1 Petróleo

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



Fonte: *Bloomberg*

As cotações do barril de petróleo, que seguem pressionadas nos últimos meses, ultrapassaram a barreira dos US$100 em fevereiro, atingindo recordes históricos no decorrer do trimestre encerrado em maio. As cotações dos barris de petróleo tipos *Brent* e *West Texas Intermediate* (WTI) apresentaram elevação média de 30% entre o final de fevereiro e 23 de maio, quando se situaram, na ordem, em US$130,15 e US$131,59. A trajetória crescente dos preços internacionais do petróleo reflete tanto a relação entre a oferta e a demanda da *commodity* quanto os tradicionais fatores geopolíticos no Oriente Médio, a reduzida expansão de sua produção fora do âmbito da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep), o enfraquecimento da moeda norte-americana, a atuação agressiva de fundos de investimentos e a relutância da Opep em elevar o teto de produção do cartel.

As cotações no mercado futuro vêm apresentando acentuada volatilidade, reflexo de pressões exercidas pelos preços praticados no mercado *spot* e pela atuação de fundos de investimentos. As cotações do barril tipo WTI para contratos com vencimento em dezembro de 2008 e de 2009, que se situavam, na ordem, em US$98,58 e US$95,84 ao final de março, atingiram US$132,37 e US$130,84, respectivamente, em 23 de maio.

4.5 Conclusão

A trajetória da economia mundial pode incorporar um momento de transição, com menor crescimento e maior inflação em comparação ao ambiente experimentado em períodos recentes. A economia norte-americana pode ganhar algum fôlego com o início do período de devolução de impostos e com os efeitos cumulativos dos sucessivos cortes nas taxas de juros, enquanto as expectativas relacionadas ao comportamento das principais economias européias nos próximos trimestres, em relação tanto ao ritmo da atividade e, em especial, quanto à evolução da inflação, apresentam relativa deterioração.

Os mercados financeiros já apresentam sinais de recuperação da crise estabelecida em 2007, embora não se possa excluir a possibilidade de uma nova deterioração dos indicadores, enquanto a persistente alta nos preços do barril de petróleo se constitui em desafio adicional para os formuladores de política econômica.

Nas economias emergentes e em desenvolvimento, o aumento nos preços das *commodities* e do petróleo segue favorecendo o desempenho das economias dos países produtores, mas, por outro lado, constitui-se em fator de pressão sobre o comportamento da inflação e do câmbio, particularmente nas economias da Ásia.

Inflação de Alimentos

Gráfico 1 – FAO: índices de preços

1998-2000 = 100

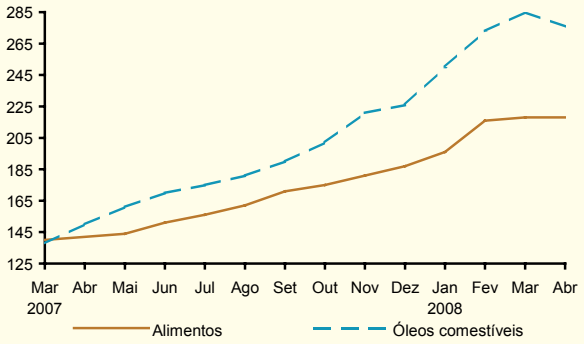
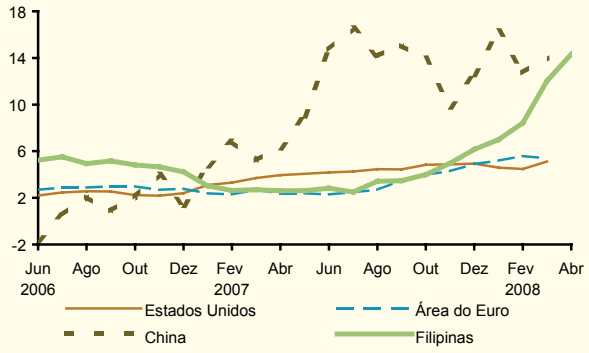


Gráfico 2 – Inflação de alimentos

% anual



Depois de experimentar longo período de baixa inflação, explicado, em parte, pelos reduzidos custos de mão-de-obra no sudeste asiático, a economia mundial tem convivido, desde 2007, com novo processo de crescimento de preços. Se até meados de 2007 as pressões inflacionárias se limitavam aos mercados de petróleo e de *commodities* metálicas, desde então altas nas cotações de soja, milho e trigo, com forte impacto sobre os preços de carnes, ovos e leite se incorporaram a esse cenário. Nesse sentido, o índice de preços de alimentos da Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (ONU/FAO), que engloba 55 *commodities* agrícolas, apresentou alta de 57% entre março de 2007 e março de 2008.

A elevação dos preços agrícolas, capturada de forma desigual pelos índices de preços ao consumidor das economias maduras[1] e emergentes, seguramente atinge mais gravemente países de menor renda. Segundo a ONU/FAO, enquanto os alimentos representam de 10% a 20% das cestas de consumo das economias maduras, essa representatividade supera, em alguns casos, 80% nos países mais pobres.

A trajetória crescente das taxas de inflação, em cenário global de reduzidas taxas de desemprego, elevadas taxas de crescimento da oferta de moeda e de aumento da especulação com *commodities*, embora atribuída, fundamentalmente, às pressões de preços associadas ao persistente crescimento mundial, em especial no que se refere ao forte crescimento da demanda nas grandes economias emergentes, esteve condicionada, em parte, a pressões de oferta,

1/ A inflação acumulada em doze meses ao final de março de 2008, considerados o IPC e o grupo alimentos, isoladamente, atingiu, respectivamente, 4,0% e 4,5% nos Estados Unidos; 3,6% e 5,6% na Área do Euro; 2,4% e 5,5% no Reino Unido; e 1,2% e 1,6% no Japão.

expressa em estoques reduzidos de grãos, refletindo condições climáticas adversas em importantes regiões produtoras, bem como padrões ineficientes de alocação de áreas agricultáveis resultantes de políticas protecionistas, especialmente em economias maduras.

Pressões de demanda

A evolução das cotações das *commodities* agrícolas reflete, em grande medida, pressões de demanda decorrentes de aumentos no consumo de alimentos e na produção de biocombustíveis.

O aumento do consumo de alimentos[2], observado em especial em países emergentes, reflete o processo persistente de ganhos de renda registrado em economias que apresentavam demanda reprimida nesse segmento de bens. Esse movimento, tendo em vista as perspectivas de continuidade do crescimento de economias com elevados índices populacionais e de pobreza, constitui-se em indicativo de continuidade de pressões sobre os preços dos alimentos nos próximos anos.

No âmbito das economias emergentes, a inflação de alimentos na China, que, influenciada por condições climáticas adversas no último inverno, segue na casa dos dois dígitos desde dezembro, atingiu 22,1% a.a. em abril, impulsionada pelas elevações nos preços da carne de porco, 68,3%, e de óleos e gorduras comestíveis, 46,6%. Ressalte-se que essa evolução, apesar da adoção de medidas governamentais incluindo congelamento de preços administrados, emprego de estoques reguladores de carne de porco e imposição de impostos sobre a exportação de grãos, reflete o aumento do consumo de alimentos ricos em proteína animal – estima-se que o consumo médio *per capita* de carne na China deverá atingir 50kg em 2008, comparativamente a cerca de 20kg no final dos anos oitenta –, alteração de hábito alimentar que acompanha o aumento da renda e o fenômeno de migração para as cidades.

Tabela 1 – Ásia: inflação de alimentos

% anual

	2004	2006	4ºT 2007	Mar/2008
China	4,9	6,3	15,0	22,2
Indonésia	6,4	12,9	9,6	15,1
Hong Kong	1,7	2,6	6,5	10,4
Taiwan	3,3	-1,3	11,5	8,4
Filipinas	8,1	4,7	3,8	8,0
Cingapura	2,3	1,7	4,5	7,7
Tailândia	4,3	6,0	3,0	6,2
Malásia	2,9	3,0	3,0	4,9
Índia	2,7	8,7	2,9	3,5
Coréia	4,9	1,5	4,2	1,8
Japão	1,2	0,7	0,5	0,9

Fonte: JPMorgan – *Global Data Watch* (2.5.2008). Adaptado.

2/ Estimativas do Conselho Econômico da Casa Branca revelam que o consumo de alimentos nos países emergentes cresceu, em média, 45% entre os períodos 2001/2007 e 1991/2000.

O segundo componente das pressões de demanda diz respeito ao aumento do emprego de grãos para produção de bioenergia. Segundo a *F.O. Licht´s World Ethanol and Biofuels Report*, de abril de 2008, o etanol produzido a partir de grãos nos EUA e na China consumiu 4,5% da oferta global de grãos em 2007. Na China, a produção de milho cresceu 21,9% entre 2001 e 2005, enquanto a demanda das usinas locais expandiu 84%, para 23 milhões de toneladas. Nos EUA, onde a demanda de milho para produção de etanol aumentou de 41 milhões de toneladas na safra de 2005/2006 para cerca de 81 milhões de toneladas na safra de 2007/2008, o aumento da área plantada da *commodity* cresceu 19% na última safra.

No mesmo sentido, a demanda por óleos e gorduras, cujos preços, de acordo com a ONU/FAO se elevaram, em média, 98% entre o primeiro trimestre de 2008 e do ano anterior, tem sido fortemente impactada pela produção de biodiesel – a demanda de óleos vegetais para esse fim passou de 3,7% da oferta global em 2006 para 5,9% em 2007[3]. Adicionam-se a esse cenário as pressões decorrentes das reduções na área plantada de soja, devido à crescente urbanização na China e à substituição de seu plantio por milho nos EUA, onde, segundo o Departamento de Agricultura norte-americano (USDA), a área cultivada recuou 16% em 2007. Nesse cenário, a cotação da soja, cujos estoques globais atendem apenas a 10% da atual demanda mundial, encontra-se no mais alto patamar dos últimos 34 anos.

Componentes da oferta

Em relação às pressões de oferta, é importante destacar tanto a elevação dos custos de produção da indústria alimentícia quanto as recorrentes quebras de safra na produção mundial de grãos, além da dizimação de rebanhos na Ásia.

A elevação dos custos de produção comporta, por sua vez, dois fatores. O primeiro refere-se ao impacto exercido pela evolução das cotações do petróleo sobre os preços dos fertilizantes, em acentuada expansão a partir de 2007; da energia,

3/ *F.O. Licht´s World Ethanol and Biofuels Report, op. cit.*

cuja utilização vem se mostrando mais intensa na atividade agrícola moderna; e nos gastos com o transporte, com desdobramentos sobre os preços de alimentos no campo e nas etapas de estocagem, processamento e distribuição.

O segundo componente das pressões de custo diz respeito ao aumento do consumo de grãos na produção da agroenergia, implicando reduções na disponibilidade do grão considerado ou de seus substitutos mais próximos, com reflexos tanto sobre suas cotações quanto sobre os preços das rações animais, e, em seqüência, sobre os preços finais de carnes e laticínios. Sob essa perspectiva, é importante destacar a atuação do Brasil para amortecer essas tensões, haja vista, por exemplo, o aumento de 13,9 milhões de hectares, em 2001, para 22 milhões de hectares, em 2007, na área plantada de soja.

Importante ainda são as ocorrências de epidemias e as condições climáticas adversas. Entre as primeiras, destacam-se focos de febre aftosa e gripe aviária na Ásia. Quanto aos fenômenos naturais, têm sido severas as repetidas secas na Austrália, as recentes inundações na Argentina, Malásia, Coréia do Sul e Índia, as tempestades de neve na China, as safras ruins nos Estados Unidos, além do impacto da seca sobre a produtividade da indústria leiteira na Nova Zelândia. A título de exemplo, na China, o rigor do último inverno foi responsável pela morte de quase 16 milhões de animais e pelo congelamento de toneladas de vegetais, ampliando o desbalanceamento entre oferta e demanda, levando a inflação ao valor recorde de mais de uma década[4]. Já na Índia e Malásia, os focos de preocupação são a escassez de óleos comestíveis, trigo e arroz. A ONU/FAO ainda destaca que as atuais dificuldades nas safras de Rússia, Ucrânia e Estados Unidos têm o potencial de gerar novos impactos sobre os preços de alimentos no curto prazo.

A inflação de alimentos evidencia, ainda, o reduzido volume dos estoques mundiais de grãos. Nesse sentido, os estoques de trigo, que, segundo o *World Economic Outlook* do Fundo Monetário Internacional (FMI), se encontravam, ao final de 2006

4/ Dados divulgados pelo Ministério da Agricultura da China.

Tabela 2 – Produção e estoques mundiais de milho e trigo

Milhões de toneladas

	2004/2005	2005/2006	2006/2007	2007/2008
Milho				
Produção	715	696	704	769
Estoque	131	123	106	109
Trigo				
Produção	627	622	594	602
Estoque	151	148	124	110

Fonte: Banco Mundial – *Development Prospect Group* (Dez/2007). Adaptado.

e início de 2007, nos mais baixos níveis dos últimos 26 anos, foram reduzidos, na avaliação do USDA, de cerca de 30% da demanda mundial em 2000 para 15% em 2007. Segundo estimativas da ONU/FAO, embora as previsões para 2008 incorporem safras recordes de grãos, as elevações nas demandas por milho e trigo deverão superar os respectivos crescimentos na oferta dessas *commodities*, fortalecendo a pressão sobre os preços. Essa avaliação é compartilhada pelo Banco Mundial, que prevê redução dos estoques de trigo, no curto e médio prazos, aos mais baixos níveis desde 1960.

Adicionalmente, ressalte-se o estresse causado nos mercados de *commodities* agrícolas pela ação de especuladores que, no ambiente de incertezas nos mercados financeiros globais e de declínio da atividade nas economias maduras, migraram para mercados de ativos reais.

Em síntese, a trajetória crescente dos preços dos alimentos, além de evidenciar os efeitos das pressões de demanda provocadas pelas ampliações do consumo nas grandes economias emergentes e da produção de biocombustíveis em áreas com disponibilidade restrita de terra, explica-se pela elevação dos custos de produção e rigidez de oferta de alimentos, com alguma magnificação derivada, em certos casos, por demanda não-comercial. Nesse sentido, ressalte-se o descompasso entre o crescimento da população mundial e a produção de alimentos, na medida em que enquanto, entre 1990 e 2007, a população global cresceu 25,7%, a elevação na produção de alimentos atingiu 12,7%[5].

Nesse cenário, em que os países mais vulneráveis são os importadores líquidos de petróleo e de bens agrícolas, e, em especial, aqueles onde a participação dos preços dos alimentos na inflação é mais acentuada, a ação dos bancos centrais no curto prazo tem se caracterizado pela adoção de posicionamento mais restritivo, seja por meio da elevação dos juros básicos ou da interrupção dos ciclos de afrouxamento da política monetária, a despeito da desaceleração econômica global, visando evitar que um processo de ajuste de preços relativos implique inflação disseminada.

5/ Bradesco, Destaque Diário de 14 de dezembro de 2007.