

SEÇÃO I – ECONOMIA INTERNACIONAL

Fuga para a frente, rumo à fronteira final?

Antonio Carlos Macedo e Silva¹

Introdução

São quatro meses de 2005 e tudo vai bem? Segundo o FMI e o Banco Mundial, a resposta é sim... mas até certo ponto. As previsões (e os desejos) de um crescimento menor do que no ano passado devem cumprir-se. A composição desse crescimento, porém, deverá divergir em alguns graus daquilo que se esperava alguns meses atrás. A frustração, mais uma vez, será debitada na conta das economias européias e japonesa. Já os Estados Unidos e o mundo em desenvolvimento como um todo – com destaque, mais uma vez para a China – deverão crescer mais do que se imaginava.

As instituições multilaterais não se furtaram, em seus últimos relatórios, a manifestar suas preocupações em relação a esse quadro. Sim, o cenário básico para 2005 é ainda de um crescimento bastante elevado. O que preocupa é a perspectiva de que a economia global receba mais uma dose do mesmo padrão desequilibrado dos últimos anos, movido (na síntese habitualmente expressa por Stephen Roach) pelo consumo norte-americano e pelo investimento chinês, ambos estimulados pela farta liquidez gerada pelo FED e repercutida por parte importante dos demais bancos centrais. Mais desequilíbrio pode ensejar – num futuro indeterminado, que pode tardar a vir ou despencar sobre nós a qualquer momento – processos de ajustamento tanto mais dolorosos, particularmente para aqueles países emergentes mais frágeis do ponto de vista das contas externas.

¹ Com os agradecimentos aos bolsistas Silas Thomaz da Silva e Stella Buzatto.

Este texto, em seu primeiro item, repassa dados relativos a 2004 e faz um apanhado das expectativas e dos indícios já existentes em relação à performance de 2005, para a economia global e particularmente para os países desenvolvidos. O segundo item concentra-se na situação corrente da economia norte-americana, enquanto o terceiro retoma, ainda com ênfase nessa economia, o debate sobre os riscos associados ao crescimento baseado na ampliação da dívida das famílias e do passivo externo líquido norte-americano.

1 O cenário global: desaceleração do crescimento

Em setembro passado, no *World Economic Outlook* (WEO), o FMI estimava que o crescimento global em 2004 seria de 5,0% reais, divididos entre países e regiões com rara (mas relativa) equanimidade. A estimativa se sustentava sobre o forte (e generalizado) crescimento global verificado entre fins de 2003 e inícios de 2004, que atingira a casa dos 6% (IMF, 2005a, p. 1). Com o segundo trimestre, viera a tão longamente anunciada reversão da política monetária norte-americana (com um impacto notável mas transitório sobre as taxas longas), juntamente com as notícias de que a maior economia do mundo atravessava um *soft patch* cujas conseqüências era ainda impossível medir. Do outro lado do Atlântico, bem como do Pacífico, porém, as notícias eram auspiciosas: “a recuperação européia finalmente ganhou algum momento” (IMF, 2004, p. 27); no Japão, a “perspectiva continuava sendo a de uma expansão sustentada e de base ampla” (IMF, 2004, p. 30).

Para o ano seguinte, a previsão era de 4,3% para o crescimento global; esperava-se uma desaceleração moderada e, mais uma vez, relativamente bem distribuída entre países e regiões. E mais: a desaceleração era vista como um movimento natural (considerando que, desde

1970, apenas em uns poucos anos o crescimento global resvalara a marca dos 5%) e desejável; a sustentação de um tal ritmo, no contexto vigente de desvalorização do dólar e de elevação acentuada nos preços das *commodities* (e particularmente do petróleo), poderia acentuar o choque de oferta e propiciar a intensificação de pressões inflacionárias até então contidas com certa facilidade.

A análise de conjuntura, quando feita por instituições multilaterais, tem a obrigação de ser sutil e fleugmática. Em regra, após a ponderada e objetiva descrição de um cenário *baseline*, segue-se uma lista enunciando, de forma sucinta, os principais riscos, às vezes distribuídos conforme tenham relevância imediata ou mediata. No relatório de setembro, os riscos de curto prazo eram justamente o petróleo e a inflação. Para além do curto prazo, o texto costurava gestos de boa vontade (como a declaração de que a redução da pobreza “deve permanecer no topo da agenda internacional”) com manifestações sobre temas mais candentes, como a persistência dos desequilíbrios de conta corrente e a necessidade de que “todos os países e regiões” (leia-se, Ásia) venham a “assumir sua parte” (via valorização cambial) no enfrentamento dos desequilíbrios globais (IMF, 2004, p. 10-21). Como veremos, a ênfase nos vários riscos potenciais ao cenário *baseline* do FMI foi em certa medida redistribuída na edição mais recente do WEO.

Em abril deste ano, os números do WEO para a economia global são praticamente os mesmos. Olhando para trás, o FMI estima que o crescimento tenha sido um pouco superior ao previsto em setembro: 5,1%. Já no que toca a 2005, a previsão estacionou em 4,3%.²

Então, tudo como dantes? – Não exatamente. Nem tudo se deu como previsto no ano passado. E as informações colhidas de setembro para cá delineiam um ano de 2005 que apenas superficialmente corresponde às previsões realizadas seis meses atrás.

Vejamos, em primeiro lugar, as diferenças entre previsão e realização em 2004 (ainda que, como se sabe, o passado só esteja “fixado” até a divulgação da mais nova série revista). O FMI previa um crescimento de 3,6% nos países avançados. O número mais recente é de 3,4%. Previa 6,6% nos países em desenvolvimento; colheu 7,2% (maiores detalhes sobre estes no próximo texto). O desvio na primeira casa decimal, no primeiro caso, parece menos desprezível quando confrontado com a diferença mais significativa no segundo.

A pequena queda nos “avançados” tem um nome: Eurolândia e Japão. Na primeira, a diferença, embora pequena – entre os 2,2% previstos e os 2,0% realizados – aponta para um ano de 2005 pouco auspicioso. Como lembra o FMI, a atividade contraiu-se, no quarto trimestre, na Alemanha, na Itália, na Holanda e na Grécia (acelerando-se porém na França e na Espanha). No Japão, o desvio foi grande, e sério: os 4,4% esperados esfumaram-se em meros 2,6%; a revisão da série do PIB explicitou, no final do ano, uma recessão que antes não havia aparecido nos números (ver Tabela 1). Embora tenha sido este o melhor número desde 1996, é obviamente insuficiente para sustentar as esperanças, nutridas durante o ano passado, de que a redenção da economia japonesa estivesse finalmente ao alcance. No plano da produção industrial, a desaceleração pode ser percebida no Gráfico 1.

² Para o Banco Mundial (cujos números para as variações reais do PIB globais são sistematicamente inferiores aos calculados pelo FMI), as taxas de crescimento real estimada e prevista para 2004 e 2005 são, respectivamente, 3,8% e 3,1%. World Bank (2005). *World Development Finance*, Apr.

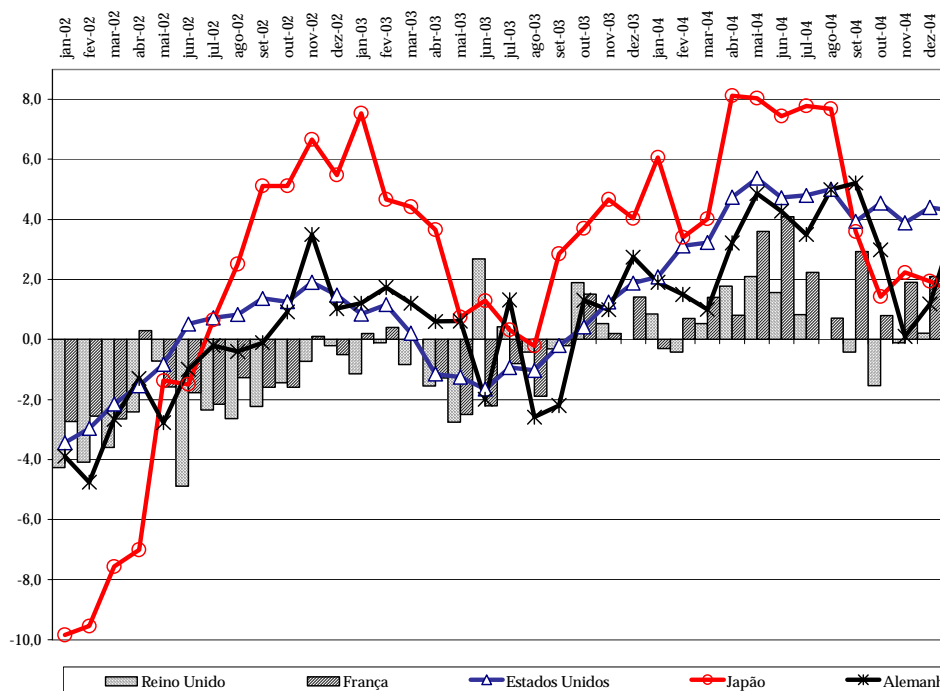
Tabela 1

G-7 – Variação trimestral real do PIB, contra o trimestre precedente, com ajustamento sazonal

	2002 T4	2003 T1	2003 T2	2003 T3	2003 T4	2004 T1	2004 T2	2004 T3	2004 T4	2005 T1
Estados Unidos	0,2	0,5	1,0	1,8	1,0	1,1	0,8	1,0	0,9	0,8
Japão	0,3	-0,4	0,7	0,4	1,4	1,5	-0,3	-0,3	0,1	
Alemanha	0,0	-0,4	-0,2	0,3	0,3	0,5	0,4	0,0	-0,2	
Reino Unido	0,4	0,4	0,4	1,0	0,9	0,7	0,9	0,6	0,7	0,6
França	-0,3	0,1	-0,4	1,1	0,6	0,8	0,7	0,0	0,9	
Itália	0,3	-0,2	-0,1	0,4	0,0	0,5	0,4	0,4	-0,4	-0,5
Canadá	0,5	0,7	-0,2	0,3	0,8	0,7	1,1	0,7	0,4	

Fonte: OCDE, base dos *Main Economic Indicators*, à exceção do dado norte-americano para 2005 T1, proveniente do BEA.**Gráfico 1**

G-5: Produção industrial (variação em 12 meses)



Fonte: OCDE. Elaboração própria.

No caso dos países em desenvolvimento, a surpresa favorável deveu-se fundamentalmente ao desempenho da chamada Ásia dinâmica. A expectativa de crescimento era de 7,6%. O número foi de 8,2%. A surpresa positiva no caso latino-americano foi até maior: de 4,6% esperados para 5,7%. Entretanto, enquanto o primeiro grupo responde por algo em torno de 25% do PIB global (com base na paridade do poder de compra), a participação do segundo não chega aos 8%. Descendo ao plano dos países, alguns dos destaques foram China (de 9,0% para 9,5%), Índia (de 6,4% para 7,3%) e Brasil (de 4% para 5,2%). É conveniente ressaltar que, a despeito dessas

surpresas favoráveis, a desaceleração no segundo semestre de 2004 não deixou de afetar os países em desenvolvimento,³ assim como o comércio internacional.⁴

³ Segundo o Banco Mundial, dados de alta frequência sugerem que, também para os países em desenvolvimento, deu-se uma desaceleração no crescimento ainda não revertida. World Bank (2005, p. 35).

⁴ As exportações globais de bens e serviços haviam crescido, segundo a OCDE, a 10,4% (taxas anualizadas) no segundo trimestre de 2004; as taxas despencaram, nos dois últimos trimestres do ano, para 5,3% e 5,2% (OECD, *Main Economic Indicators*, 4/05). O crescimento do comércio internacional da OCDE registrou, para os mesmos trimestres, trajetória semelhante, caindo de 11,3% para 6,4% e 5,0%.

Tabela 2
Variação real do PIB, global, regiões e países selecionados (%)

	Dados, estimativas e previsões do FMI ⁽¹⁾								Poll do <i>Economist</i> ⁽²⁾	
	1992-2000	2001	2002	2003	2004	2005a ⁽³⁾	2005b ⁽³⁾	2006	2005	2006
Mundo	3,5	2,5	3,0	4,0	5,1	4,3	4,3	4,4		
Países avançados	2,9	1,2	1,6	2,0	3,4	2,9	2,6	3,0		
Eurolândia	2,0	1,6	0,9	0,5	2,0	2,2	1,6	2,3	1,4	1,8
Estados Unidos	3,7	0,8	1,9	3,0	4,4	3,5	3,6	3,6	3,5	3,2
Japão	1,2	0,2	-0,3	1,4	2,6	2,3	0,8	1,9	1,1	1,8
Alemanha	1,6	0,8	0,1	-0,1	1,7	1,8	0,8	1,9	0,9	1,5
Reino Unido	2,9	2,3	1,8	2,2	3,1	2,5	2,6	2,6	2,4	2,2
França	2,0	2,1	1,1	0,5	2,3	2,3	2,0	2,2	1,9	2,0
Itália	1,6	1,8	0,4	0,3	1,2	1,9	1,2	2,0	0,8	1,4
Canadá	3,5	1,8	3,4	2,0	2,8	3,1	2,8	3,0	2,7	3,0
Países em desenvolvimento ⁽⁴⁾	4,4	4,2	4,7	6,4	7,2	5,9	6,3	6,0		

Notas:

(1) Base do *World Economic Outlook*, abril de 2005.

(2) Estimativas publicadas em *The Economist* em 12 de maio 2005.

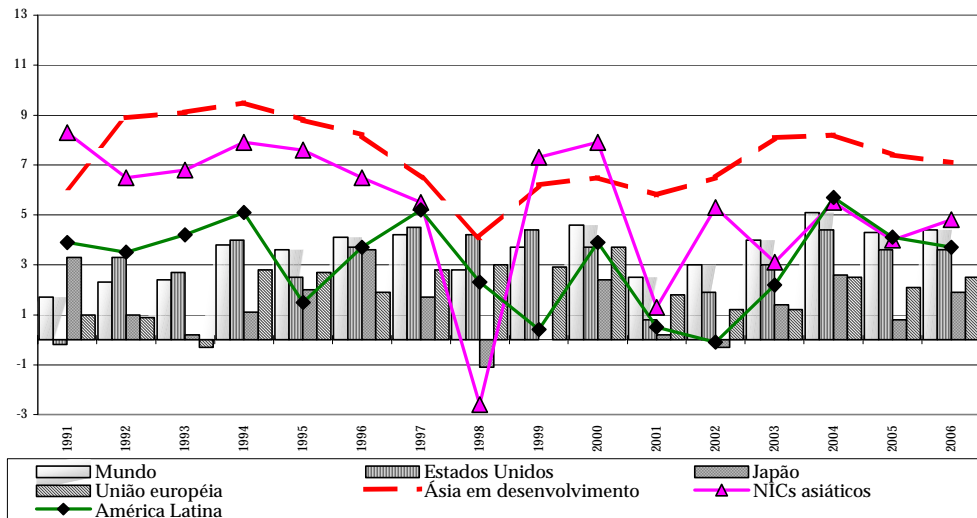
(3) 2005a: previsões do FMI em setembro de 2004; 2005b: previsões atuais.

(4) Corresponde ao grupo “*other emerging market and developing countries*”, que não inclui Hong Kong, Coreia do Sul, Singapura, Taiwan e Israel.

Gráfico 2

Variação real do PIB, global, regiões e países selecionados (%)

O Gráfico 2, também baseado em dados e previsões do FMI, deixa claras as expectativas de crescimento menor em 2005 e modesta aceleração em 2006.⁵ Segundo a instituição, já haveria indícios, neste início de 2005, de que a economia global estaria a re-emergir da desaceleração verificada a partir de meados do ano passado (IMF, 2005a, p. 1). A recuperação, assinala a instituição, “continua a ter o suporte de condições favoráveis do mercado financeiro, com *policy rates* na maior parte dos



Fonte: Base do *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

países ainda próximas de zero em termos reais, embora tenha havido algum aperto recente, com o aumento das taxas de juros de longo prazo norte-americanas e a ampliação dos *spreads* corporativos e relativos aos mercados emergentes” (IMF, 2005, p. 4). De forma geral, porém, as taxas de longo

⁵ Sobre a distribuição desse crescimento – desequilibrado, segundo o próprio FMI – voltaremos a falar mais abaixo.

prazo estariam ainda em nível bem inferior ao de “equilíbrio”.⁶

No cenário “básico” do FMI, o crescimento real do comércio internacional em 2005 será de 7,4%, inferior ao de 2004 (9,9%) , mas ainda significativo.⁷ Quanto à inflação, as expectativas são favoráveis: manutenção da taxa de inflação ao consumidor de 2% nos países avançados e queda da taxa, nos países em desenvolvimento, de 5,7% para 5,5%. E isso a despeito da expectativa de um aumento adicional de 23,2% nos preços em dólares do petróleo (contra 30,7% registrados em 2004).

Um conjunto de fatores tem contribuído, segundo vários analistas, para conter o *pass-through* dos preços do petróleo e de outras *commodities* aos preços ao consumidor: a ancoragem das expectativas inflacionárias à credibilidade dos bancos centrais (IMF, 2005a, p. 18), a valorização cambial (no caso das economias européia e japonesa) e o comportamento contido dos custos salariais unitários.⁸

⁶ Alimentando com isso os fluxos de capital privado para os países emergentes. Discretamente, porém, a tabela 1.2 do último WEO (p. 8) prevê uma queda de 10% nos fluxos líquidos *privados* de capital para os emergentes, comandada por uma redução do investimento líquido de portfólio de US\$ 28,8 bilhões em 2004 para US\$ 2,3 bilhões em 2005.

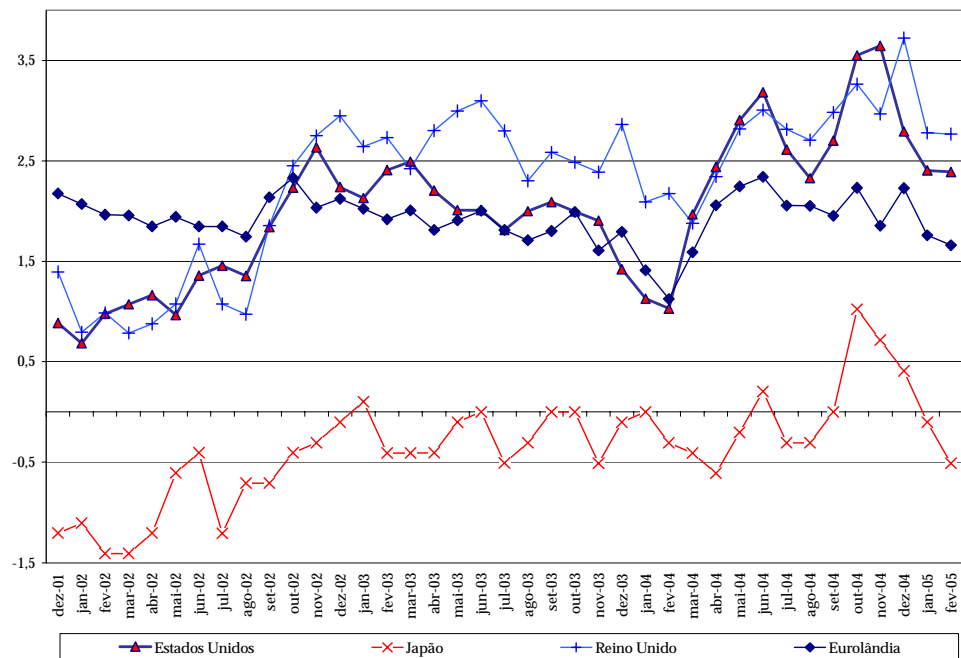
⁷ Já a OMC fala em uma desaceleração de 9% em 2004 para 6,5% em 2005. WTO (2005). World trade 2004, prospects for 2005. Press release/401, 14/4/2005.

⁸ Na avaliação do FMI (2005a, p. 214), estes caíram, em 2004, no conjunto dos países avançados e em todos os países do G-5 (à exceção do Canadá), e na Eurolândia como um todo, em virtude de combinações variadas de variações nos salários nominais e na produtividade. A expectativa do FMI, porém, é de variações positivas em 2005 tanto nos Estados Unidos quanto na Eurolândia.

É certo, porém, que o crescimento da inflação foi visto como justificativa suficiente, no Reino Unido e nos Estados Unidos, para a elevação das *policy rates*. De fato, nesses dois países, a aceleração nos índices cheios de preços ao consumidor foi mais intensa e persistente do que na Eurolândia (Gráfico 3), onde as *policy rates* mantêm-se estáveis desde junho de 2003. A escalada recente nas taxas de juros de curto prazo (ver o Gráfico 4) foi deflagrada pelo Banco da Inglaterra. Já a reversão da política monetária norte-americana começou somente em julho do

Gráfico 3

Índice de preços ao consumidor: Estados Unidos, Eurolândia, Reino Unido e Japão (variação em 12 meses, %)



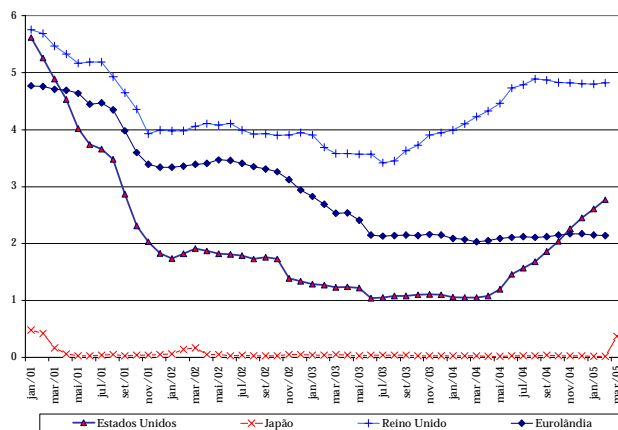
Fonte: OCDE. Elaboração própria.

ano passado,⁹ não sem antes ter suscitado, em mais de uma ocasião, nervosos movimentos de antecipação por parte dos mercados, com reflexos importantes nas taxas de juros dos *treasuries* de longo prazo e nos *spreads* dos *high-yield bonds* e dos títulos emergentes.

⁹ Em 2004, também Nova Zelândia, Austrália e Canadá, entre os países desenvolvidos, elevaram suas *policy rates*. Ver IMF (2005b). *Global Financial Stability Report*.

Gráfico 4

Taxas de juros de curto prazo ⁽¹⁾: Estados Unidos, Eurolândia, Reino Unido e Japão



Fonte: OCDE. Elaboração própria.

(1) Taxa interbancária de três meses.

(2) Taxas sobre *bonds* governamentais de 10 anos.

Gráfico 5

Spreads entre taxas de juros curtas e longas ⁽²⁾: Estados Unidos, Eurolândia, Reino Unido e Japão

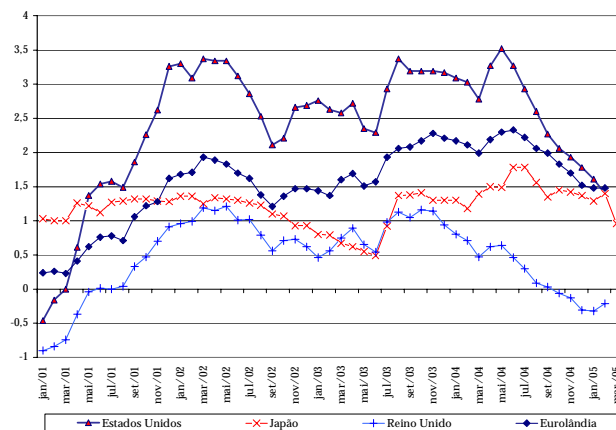


Tabela 3

Taxas longas de juros

	Estados Unidos	Japão	Eurolândia	Alemanha	Reino Unido
jan-04	4,15	1,33	4,26	4,2	4,79
fev-04	4,08	1,21	4,18	4,1	4,81
mar-04	3,83	1,42	4,02	3,9	4,7
abr-04	4,35	1,52	4,24	4,1	4,95
mai-04	4,72	1,51	4,39	4,3	5,1
jun-04	4,73	1,81	4,44	4,3	5,19
jul-04	4,5	1,81	4,34	4,2	5,09
ago-04	4,28	1,59	4,17	4,1	4,98
set-04	4,13	1,39	4,11	4	4,9
out-04	4,1	1,48	3,98	3,9	4,77
nov-04	4,19	1,45	3,87	3,8	4,69
dez-04	4,23	1,4	3,69	3,6	4,5
jan-05	4,22	1,31	3,63	3,6	4,48
fev-05	4,17	1,42	3,62	3,5	4,61
mar-05		1,33		3,7	

Um desses momentos de tensão ocorreu em junho do ano passado, quando foram registrados, para todos os países do G-5, picos mensais das taxas longas não superados até aqui (ver tabela

3).¹⁰ O Gráfico 5 fornece uma visualização simplificada do *spread* entre taxas curtas e longas, calculado a partir dos mesmos dados mensais da OCDE. Percebe-se claramente como, no segundo trimestre do ano, o *spread* atinge um pico localizado e, a partir daí, passa a diminuir. Não é incomum constatar uma inversão da *yield curve* em momentos de choques de elevação das *policy rates*. Mas a situação recente não se encaixa nessa descrição. Os aumentos dessas últimas, onde ocorreram, foram comedidos, contribuindo, *juntamente com a queda das taxas longas*, para o “achatamento” das *yield curves*. Esta queda constitui, aliás, o “enigma” mencionado por Greenspan¹¹ em seu

depoimento no Senado norte-americano em 16 de fevereiro deste ano.¹² Para o BIS (2005, p. 2-5), a explicação reside na combinação de resultados

¹⁰ O mesmo vale para a série diária dos retornos dos *treasuries* de 10 anos do governo norte-americano que, em junho, alcançou o valor de 4,89%.

¹¹ BIS (2005). *Quarterly Review*, Mar.

¹² Contribuindo, por sinal, para um dos picos dos juros longos deste ano (facilmente visualizado nas séries diárias do FED).

macroeconômicos, nos países centrais, um pouco aquém dos esperados, com a segurança dos mercados quanto aos rumos da política monetária e à capacidade desta de conter as pressões inflacionárias. Já para os países em desenvolvimento, não é muito preocupante que as taxas longas continuem enigmáticas... desde que continuem baixas, fomentando com isso a sustentação da conjuntura de baixa aversão ao risco. Vez por outra, porém, agentes estrategicamente situados (no BIS, no FED ou no IIF) voltaram a advertir quanto aos perigos decorrentes da subestimação dos riscos por parte dos mercados.

Se voltarmos à Tabela 1, constatamos que, no que toca aos países desenvolvidos, as previsões de crescimento para 2005 são muito próximas daquelas provenientes do “mercado”, ao menos tal como este se reflete no *poll* de instituições consultadas pelo *Economist*. Paira no ar, porém, uma intranqüilidade que a mera leitura desses números não pareceria sugerir.

Já no início de abril, os indicadores antecedentes da OCDE (atualizados até o mês de fevereiro) previam desaceleração em todos os países do G-7, à exceção do Canadá.¹³ Na Europa, segundo analistas do Morgan Stanley, os indicadores de curto prazo para a indústria manufatureira confirmam a tendência.¹⁴ No Japão, onde a perspectiva é de continuidade da deflação,¹⁵ os recentes atritos políticos com a China geraram uma preocupação proporcional ao papel crescente que as exportações japonesas para

lá têm desempenhado.¹⁶ Para alguns, como Stephen Roach, a economia global – a norte-americana inclusive – atravessa um novo *soft patch*.¹⁷

O próprio FMI considera que o “balanço dos riscos” pende para baixo (“*is tilted to the downside*”). Essa avaliação, aliás, está conectada às mudanças mais acima referidas na composição do crescimento global, e que são condensadas pelo próprio FMI em três proposições: a “expansão tornou-se menos equilibrada” (leia-se, mais dependente dos sucessos nos Estados Unidos e na China); os “desequilíbrios globais nas contas correntes ampliaram-se”; noutros termos, ampliou-se o fosso entre o colossal déficit corrente norte-americano e os superávits da maioria esmagadora de seus principais parceiros comerciais. Por fim, “refletindo em parte tais desenvolvimentos, o dólar norte-americano depreciou-se ainda mais” (IMF, 2005, p. 1-2). A despeito da relativa calma reinante nos mercados cambiais, a preocupação com o déficit corrente norte-americano e com suas implicações para o dólar não diminuiu; o debate, de fato, tornou-se ainda mais intenso.¹⁸

Percebe-se com facilidade que, como de hábito nos últimos anos, a principal fonte de choques – reais, potenciais ou simplesmente imaginários – reside na economia norte-americana, que é sempre conveniente analisar de forma um pouco mais detida.

2 Estados Unidos: sintonia fina e sinais de estática

No dia 18 de fevereiro deste ano, o boletim de preços ao produtor do Bureau of Labor

¹³ OECD Composite Leading Indicators, Feb. 2005, 8/4/2005.

¹⁴ Chaney, E. & Bartsch, E. (2005). Europe: From slow growth to stagnation. Morgan Stanley, GEF: 30/3. O índice de confiança do instituto alemão IFO sofreu sua terceira queda consecutiva. Segundo o *Financial Times*, a “queda inesperadamente aguda” na confiança empresarial – fazendo retornar o índice ao nível de setembro de 2003 – “forneceu a mais clara evidência até aqui de uma desaceleração marcada na eurozona”. *Financial Times* (2005). German business data adds to eurozone gloom, 25/4.

¹⁵ Sato, T. (2005). Japan: Peeling an onion. Morgan Stanley, GEF: 31/3/2005.

¹⁶ *The Economist*. China and Japan: managing unrest, 21/4/2005.

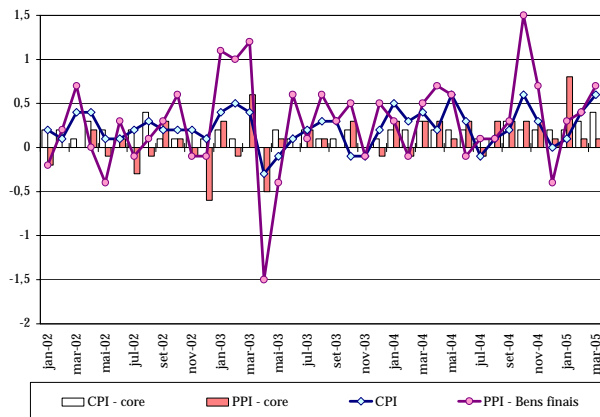
¹⁷ Roach, S. (2005). Global: Tilt! Morgan Stanley, GSF, 18/4.

¹⁸ Para um apanhado sucinto das várias intervenções, ver, no *blog* de Nouriel Roubini (roubiniglobal.com), Global Imbalances: a contemporary Rashomon tale with five interpretations.

Statistics do governo norte-americano (BLS) divulgou que a variação do índice, em janeiro, havia sido de 0,8% (contra dezembro, com ajustamento sazonal) – simplesmente o valor mais elevado desde setembro de 1999 (Gráfico 6). A 4 de março, o mesmo órgão anunciou a criação de 262 mil novas vagas em fevereiro – número que, mesmo antes da posterior revisão para cima (300.000), já assinalava o maior crescimento desde outubro do ano anterior. Doze dias depois, o público foi informado – pelo Bureau of Economic Analysis (BEA), em seu boletim U.S. International Transactions – de um novo recorde do déficit da conta corrente. O valor superou as expectativas de Wall Street: foram US\$ 187,9 bilhões no quarto trimestre de 2004; em relação ao PIB, o déficit do ano atingiu os 5,7% do PIB (contra 4,8% em 2003).¹⁹

Gráfico 6

Estados Unidos: variações mensais dos índices de preços ao consumidor (CPI) e ao produtor (PPI) *core* e cheios (variação contra o mês anterior, com ajustamento sazonal)



Fonte: BLS. Elaboração própria. Os índices CPI e PPI *core* excluem preços de alimentação e energia.

Aceleração da inflação e da geração de empregos, mais crescimento do déficit corrente,

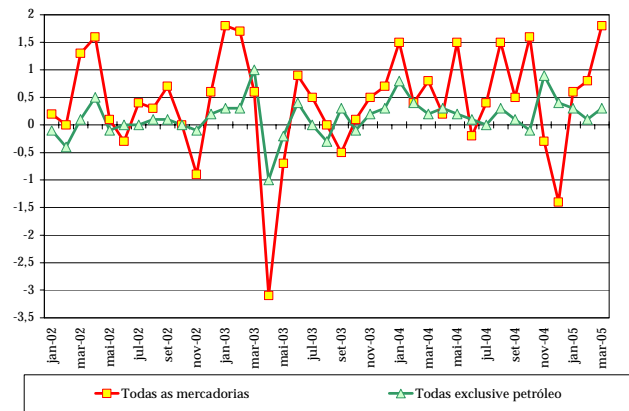
¹⁹ O déficit comercial em 2004 foi de 5,3% do PIB. A partir dos dados da balança comercial de fevereiro, Roach estima um déficit corrente da ordem de 6,6% do PIB no primeiro trimestre de 2005. Roach, S. (2005). Global: Tough love. Morgan Stanley: GEF, 15/4.. Um número semelhante é sugerido por Roubini, N.. & Setser, B. (2005). Will the Bretton Woods 2 regime unravel soon? The risk of a hard landing in 2005-2006. <<http://www.Stern.nyu.Edu/globalmacro/>>.

tiveram o efeito que se poderia esperar sobre as taxas de juros longas. Estas subiram de um vale de 4%, no início de fevereiro, até o pico do ano (até 30/4) no dia 22 de março (4,63%).

Entretanto, quase que simultaneamente, teve início uma longa safra de surpresas negativas de natureza um pouco distinta. No mesmíssimo 16 de março em que saíram os números da conta corrente, a General Motors divulgou uma redução de 80% em sua previsão de lucros, ensejando apreensão nos mercados de *bonds* corporativos e de países emergentes. Na esteira desses dados, durante o mês de abril, vieram aqueles concernentes ao comportamento (em março) do emprego (apenas 110.000 novas vagas, metade do esperado),²⁰ das vendas no varejo (0,3% de crescimento, contra 0,8% esperados) e da produção industrial (essa cresceu os 0,3%

Gráfico 7

Estados Unidos: variações mensais dos preços de produtos importados (todos os produtos e todos exclusive petróleo)



previstos, mas conformando um crescimento anualizado de 3,6% no primeiro trimestre, bem inferior aos 4,5% do último trimestre de 2004).²¹ Apenas o déficit comercial superou as expectativas, mas ao atingir o fosso histórico de US\$ 61 bilhões (em fevereiro), resultado de um

²⁰ O dado foi depois revisto para 146.000.

²¹ Ver *The Economist* (2005). American shares – looking for trouble, 21/4.

aumento das importações e de uma inesperada estagnação nas exportações, que por sinal se arrasta desde o mês de dezembro.

A desaceleração da produção, do emprego e das vendas teve o efeito oposto sobre as taxas longas, que caíram até os dias 19 e 20 de abril. No primeiro dia, o Department of Commerce divulgou a notícia da maior queda em 14 anos dos *housing starts*, de 17,6%, enquanto o BLS publicava um ameno boletim de preços ao produtor, registrando um aumento do índice cheio juntamente com um comportamento moderado do *core*. No dia seguinte, porém, os números relativos aos preços ao consumidor foram um pouco menos auspiciosos: enquanto o índice cheio aumentou em 0,6% (contra uma expectativa de 0,5%), o índice *core* passou de 0,3% para 0,4%, configurando a maior variação desde agosto de 2002 (Gráfico 6) e surpreendendo os mercados, que esperavam uma variação de apenas 0,2%. Foi nesse contexto que Krugman ousou publicar seu diagnóstico – que o futuro transformará em objeto de admiração ou, talvez, de escárnio – de que a economia norte-americana via-se novamente às voltas com o fantasma da estagnação.²²

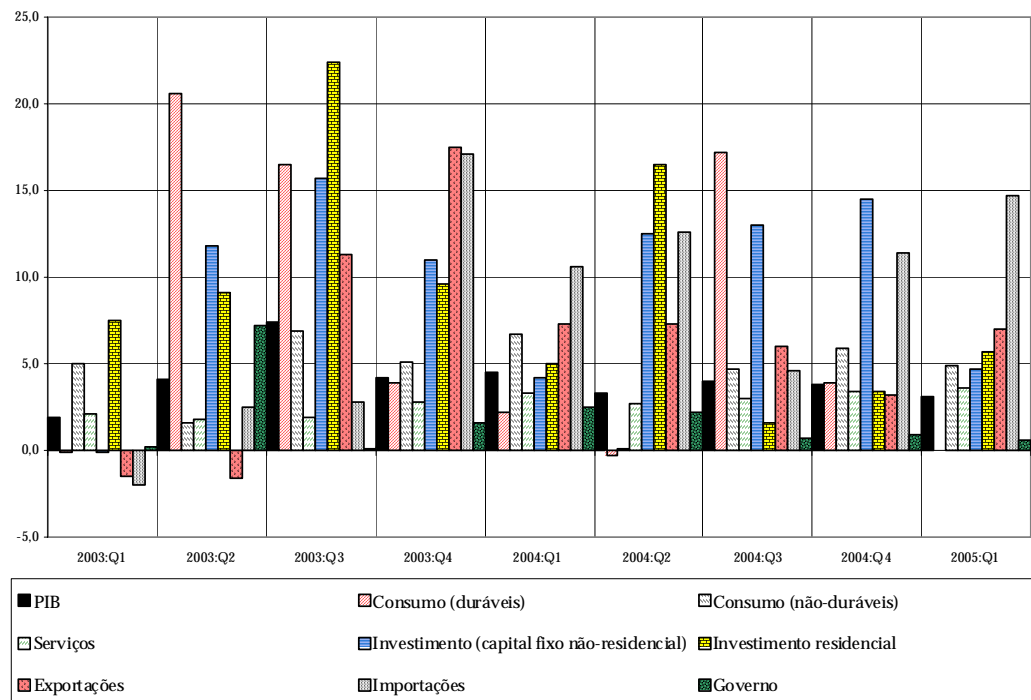
O fato é que os juros longos tornaram a subir com os dados de

inflação, tornaram a cair com os dados do PIB do primeiro trimestre e... voltaram a subir com os dados do emprego de abril.

As cifras preliminares para o crescimento da economia norte-americana no primeiro trimestre de 2005, divulgadas a 28 de abril, registraram uma queda da taxa de crescimento (anualizada) de 3,8%, no quarto trimestre de 2004, para 3,1%, no primeiro deste ano, frustrando uma expectativa em Wall Street de um número em torno dos 3,6% (ver Gráfico 8); parte importante da taxa de 3,1% deveu-se ao maior investimento em estoques em quase cinco anos.²³ A queda no crescimento, causada pela desaceleração significativa no consumo e no investimento em capital fixo não-residencial, reforçou a

Gráfico 8

Estados Unidos: variações contra trimestre anterior de itens selecionados de demanda agregada (com ajuste sazonal e anualizadas)



Fonte: BEA. Elaboração própria.

²² Krugman, P. (2005). A whiff of stagflation. *New York Times*, 18/4.

²³ Richard Berner, analista do Morgan Stanley, atribui a queda do investimento às pesadas aquisições realizadas pelas empresas no ano anterior, de forma a aproveitar incentivos governamentais programados apenas até o final de 2004.

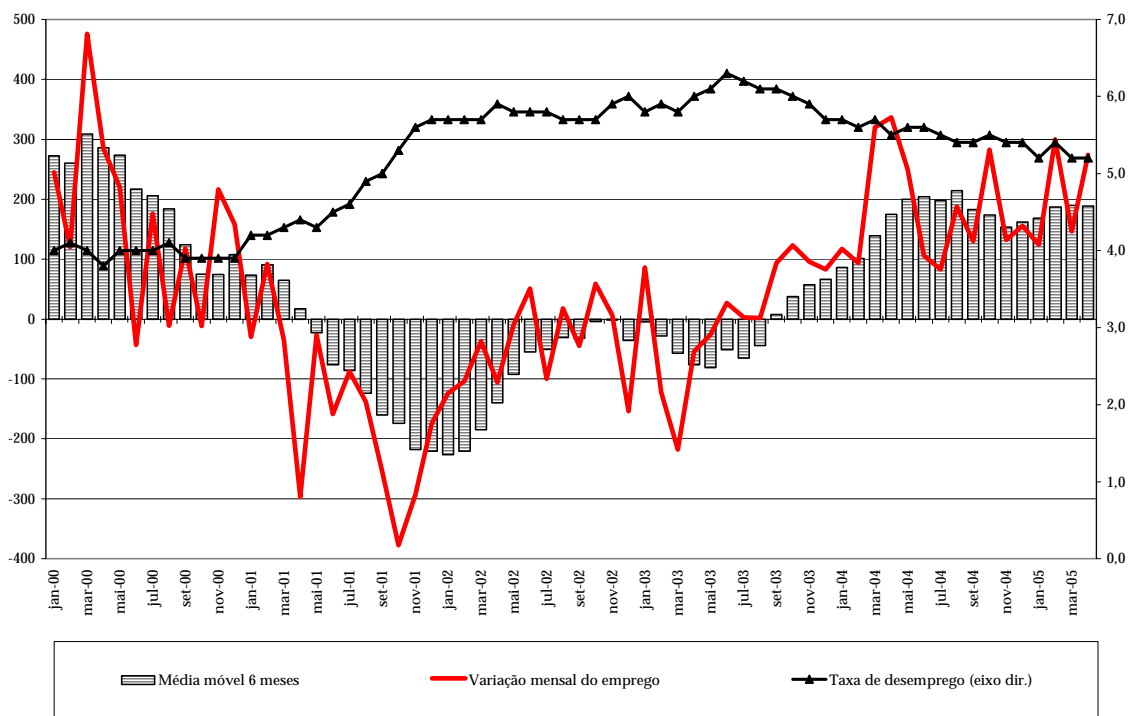
preocupação com o *soft patch*, gerou tensões no mercado acionário e fuga para os *treasuries* (a remuneração dos T-10 caiu para 4,17%).

Uma semana depois, porém, o boletim do BLS já divulgava números robustos (e superiores às expectativas) para o emprego no mês de abril, com a criação de 274.000 novos postos (ver Gráfico 9). A notícia do crescimento das vendas no varejo em abril (divulgado a 12 de maio), de 1,4% (o dobro do esperado em Wall Street) joga também a favor da dissipação dos temores quanto a um novo *soft patch*, ao sugerir que a contenção do dispêndio em consumo, no primeiro trimestre, pode ter sido apenas uma breve pausa.

interpretação menos benigna, como sendo um novo sintoma da perda de fôlego do consumidor. No entanto, argumenta o *Economist*,²⁴ o mais provável é que as importações – e o déficit comercial – muito rapidamente voltem a crescer com a rapidez que as tem caracterizado.

Caso se consolide o otimismo em relação ao crescimento econômico, a atenção dos mercados rapidamente se voltará para os dados relativos aos preços. Nesse sentido, a trajetória dos preços do petróleo é uma das incógnitas mais importantes a pesar sobre os rumos das economias norte-americana e global. A forte variação de março do índice cheio dos produtos importados (ver

Gráfico 9
Estados Unidos: taxa de desemprego e variação do emprego não-agrícola



Fonte: BLS. Elaboração própria.

Já a inesperada queda do déficit comercial no mês de março (o mais baixo em 6 meses, 9% abaixo do de fevereiro) permite esperar uma revisão para cima dos números do PIB do primeiro trimestre. O fato de que essa queda tenha se concentrado nas importações não-petróleo autorizaria arriscar uma

Gráfico 7), de 1,8%, deveu-se fundamentalmente ao petróleo.

²⁴ *The Economist* (2005). America's trade deficit – surprise shrinkage, 12/5.

O fim do ciclo de alta do petróleo foi já objeto de comemorações no mínimo prematuras.²⁵ Para além da variação nas cotações, porém, importa a percepção que dela têm os mercados. Segundo analistas do Morgan Stanley, o choque foi inicialmente encarado de forma benevolente: sendo equivalente a um aumento na tributação, teria como principal efeito, num contexto de elevada capacidade ociosa e baixo poder de mercado por parte das empresas, a contenção do crescimento do consumo privado. Tal percepção estaria a mudar, com o aumento da preocupação com o impacto inflacionário. É bem verdade que o preço do petróleo está ainda distante, em termos reais, dos picos dos anos 70. Está porém aproximadamente 70% mais caro, em termos reais, do que dois anos antes; uma tal variação é de toda forma significativa. E, durante este período, o grau de capacidade instalada da indústria norte-americana aumentou significativamente (embora sem ter recuperado o pico dos anos 90).²⁶ Com ele, o poder de mercado das empresas, aumentando o risco de um repique inflacionário.²⁷

Ainda no Gráfico 7, chama a atenção o comportamento discreto – talvez discreto demais para que se possa apostar em sua continuidade – dos preços de importação exclusiva petróleo. Entre março de 2002 e março de 2005, o índice

aumentou apenas 6,5%. No mesmo período, o índice “amplo” da taxa de câmbio efetiva do dólar, calculado pelo FED (*price-adjusted broad index*), sofreu uma variação de 15,1%. A explicação, segundo Greenspan, estaria no fato de que “condições concorrenciais cada vez mais rigorosas” teriam induzido os exportadores para os Estados Unidos “a segurar os preços em dólar em níveis competitivos, de forma a assegurar *market share* e presença na maior economia do mundo”. Para ele, porém, as condições propícias a esse tipo de estratégia²⁸ estariam a esgotar-se.

As variações em 12 meses dos mesmos índices de preços acima referidos mostram, a partir do primeiro trimestre de 2004, um mesmo padrão: o índice de preços de produtos importados (no eixo direito do Gráfico 10) cresce à frente de todos os demais, puxado pelos preços do petróleo – o que se revela no comportamento moderado dos preços das importações exclusivas petróleo. A pressão do petróleo é parcialmente repassada ao índice cheio de preços ao produtor. O amortecimento prossegue, verificando-se valores cada vez mais baixos, para o índice cheio de preços ao consumidor e para os índices *core* de preços ao produtor e ao consumidor. O comportamento do chamado *personal consumption expenditures index* – tido como a medida da inflação mais atentamente seguida pelo FED – registra (Gráfico 11) igualmente uma aceleração moderada, conduzindo a taxas nem baixas nem altas demais, e portanto situadas dentro da chamada “zona de conforto” do banco central norte-americano.

²⁵ O *Economist*, recentemente, levantara alguns argumentos a favor da hipótese. *The Economist* (2005). Oil prices – the bears appear, 14/4/05. O *survey* da revista sobre o petróleo, publicado duas semanas depois, é um pouco mais evasivo: “de fato, a única coisa sensata que se pode dizer sobre os preços do petróleo hoje é que dificilmente permanecerão estáveis. Um ataque terrorista contra a infra-estrutura petrolífera saudita poderia levá-los acima de US\$ 100; uma crise dos mercados financeiros poderia empurrá-los abaixo de US\$ 10”. *The Economist* (2005). Oil in troubled waters, 28/4. Para previsões de longo prazo, ver o capítulo 4 do último WEO.

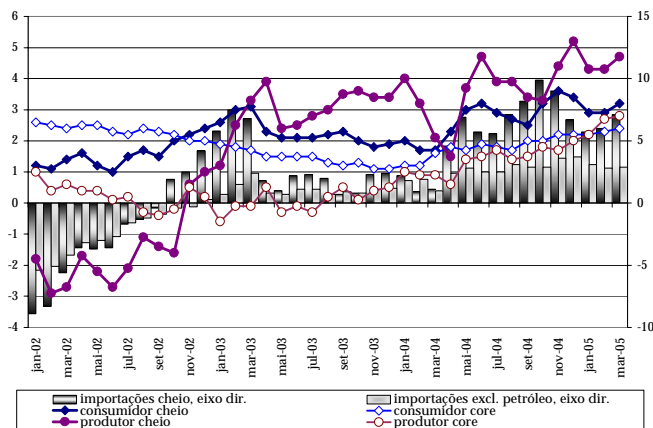
²⁶ No ciclo expansivo anterior, o pico do grau de utilização da capacidade produtiva industrial, de 84,9%, deu-se em 1994-95. Em março, o grau de utilização era de 79,4%. Considerando apenas o grupo selecionado (pelo FED) de indústrias *high-tech*, os valores eram, respectivamente, de 86,4% e 71,7%. FED G.17. Industrial production and capacity utilization, 15/4/2005.

²⁷ Berner, R. & Chaney, E. (2005). Global: Oil alert – products drive prices higher. Morgan Stanley: GEF, 13/4.

²⁸ Margens de lucro elevadas em 2002 e o recurso (custoso) a operações de *hedge*. Greenspan, A. (2005). Current account. Remarks at Advancing Enterprise 2005 Conference, London, England, 4/2.

Gráfico 10

Estados Unidos: índices de preços ao consumidor, ao produtor e de produtos importados (variações em 12 meses)



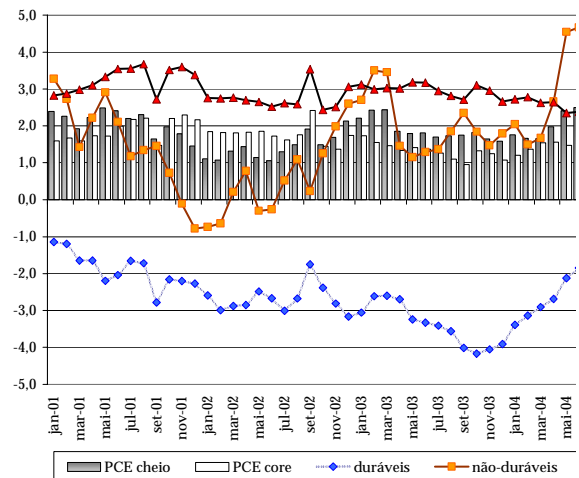
Fontes: BLS (Gráfico 10) e BEA (Gráfico 11). Elaboração própria.

Entretanto, é difícil aferir a robustez desse padrão. Haverá alívio, com certeza, caso os preços do petróleo venham a ceder de forma persistente. A mera manutenção do patamar já atingido por esses preços, porém, poderia propiciar um processo de repasses que viesse a abalar de forma mais significativa os índices ao consumidor. Vale ressaltar, no Gráfico 11, a pressão sobre o índice exercida, a partir de fins de 2003, pelos preços de duráveis e não-duráveis.

O processo dependerá também do que venha a ocorrer com os salários nominais e com a produtividade. Até aqui, o crescimento da compensação nominal (soma de benefícios e salários) e, particularmente, salários, ficou muito aquém do normal numa fase de recuperação econômica. Como o crescimento da produtividade foi excepcionalmente elevado, resultou uma tendência à queda dos custos salariais unitários. Para alguns analistas, porém, tal curso está prestes a ser revertido: a progressiva expansão do emprego não tardará a expressar-se numa aceleração do crescimento salarial, ao mesmo

Gráfico 11

Estados Unidos: *personal consumption expenditures index* (variações em 12 meses)



tempo em que o crescimento da produtividade voltará a seus valores de longo prazo.²⁹

A sintonia fina da economia norte-americana, enfim, prossegue. O FED, ao comando, quer que a economia cresça (mas não demais); que a poupança das famílias aumente, mas não abruptamente; que o investimento se sustente; que a alavancagem financeira por ele próprio instigada desinfe com suavidade. O FED parece querer também outras coisas, infelizmente mais distantes de sua alçada: uma maior austeridade fiscal nos Estados Unidos, a redução da poupança privada no exterior, a recuperação européia e japonesa, a conclusão do reordenamento cambial iniciado com a valorização do euro e do iene. Seus instrumentos, não desprezíveis, são lábia, credibilidade e taxa de juros. Não seriam poucos instrumentos para tão numerosos fins? Bem, há também a confiança na boa estrela e talvez, como o ministro Palocci, a fé na eficácia da reza forte. Com tudo isso, o FED tem conduzido o mundo a lugares “onde ninguém jamais esteve”. Resta

²⁹ Berner, R. (2005). United States: Compensation Poised to Accelerate; Will Wages Follow? Morgan Stanley: GEF, 25/4.

saber se o arranjo já não está perigosamente próximo de alguma “fronteira final”.

3 Rumo à fronteira final?

É interessante ressaltar que, na mesma peça há pouco referida, Greenspan assina o que Roach considera uma verdadeira “confissão”.³⁰ Segundo Roach, jamais o presidente do FED havia reconhecido tão claramente que (nos termos do primeiro) “um *boom* de consumo induzido pelo endividamento conduziu a um maciço déficit na conta corrente”. Greenspan, em outros termos, teria ratificado a seqüência causal há tanto tempo identificada por (entre outros analistas) Stephen Roach: num pólo, o FED. No outro, o déficit corrente. Entre ambos, a economia norte-americana, sempre abarrotada da liquidez provida pelo Banco Central norte-americano: numa primeira etapa, pela atitude conivente em relação à bolha bursátil e ao sobre-investimento dos anos 90; numa segunda, pela estratégia deliberada de evadir-se às conseqüências potencialmente explosivas do esgotamento do ciclo expansivo anterior, “fugindo para frente” por meio de uma sucessão de novas bolhas (de imóveis, de *commodities*, de *bonds* públicos, privados e emergentes).³¹ Nas asas dos ganhos de capital – dificilmente definitivos – as famílias norte-americanas, sustentam, com endividamento crescente, seu dispêndio em consumo e investimento residencial. O primeiro, em particular, ao mesmo tempo em que contribui

significativamente para manter o tônus da produção interna, vaza para o exterior, na forma de importações que incentivam o investimento na China e em outros parceiros comerciais.³²

O Gráfico 12, atualizado até o último trimestre de 2004, é a melhor ilustração possível desse processo. Mostra ele o declínio inusitado do saldo financeiro do setor privado,³³ sua recuperação parcial após a recessão de 2001 – patrocinada pela eliminação do também inusitado superávit fiscal verificado nos anos finais da presidência Clinton – e sua nova queda a partir do último trimestre de 2003. O déficit corrente, por seu turno, prossegue impassível rumo a abismos nunca dantes penetrados; por sinal, seu aprofundamento, nos últimos dois anos, parece espelhar mais o comportamento do saldo financeiro privado que o do público, numa economia de déficits *trigêmeos*. Como veremos a seguir, a trajetória do saldo financeiro privado reflete fortemente o comportamento dos consumidores. Eis aí duas das possíveis “fronteiras” do padrão de crescimento da economia norte-americana e da economia global: a disposição de gastar das famílias norte-americanas e a disposição de acumular ativos em dólares por parte do resto do mundo. Falemos primeiro das famílias.

³⁰ Roach, S. (2005). Global: Confession time. Morgan Stanley: GEF, 7/2.

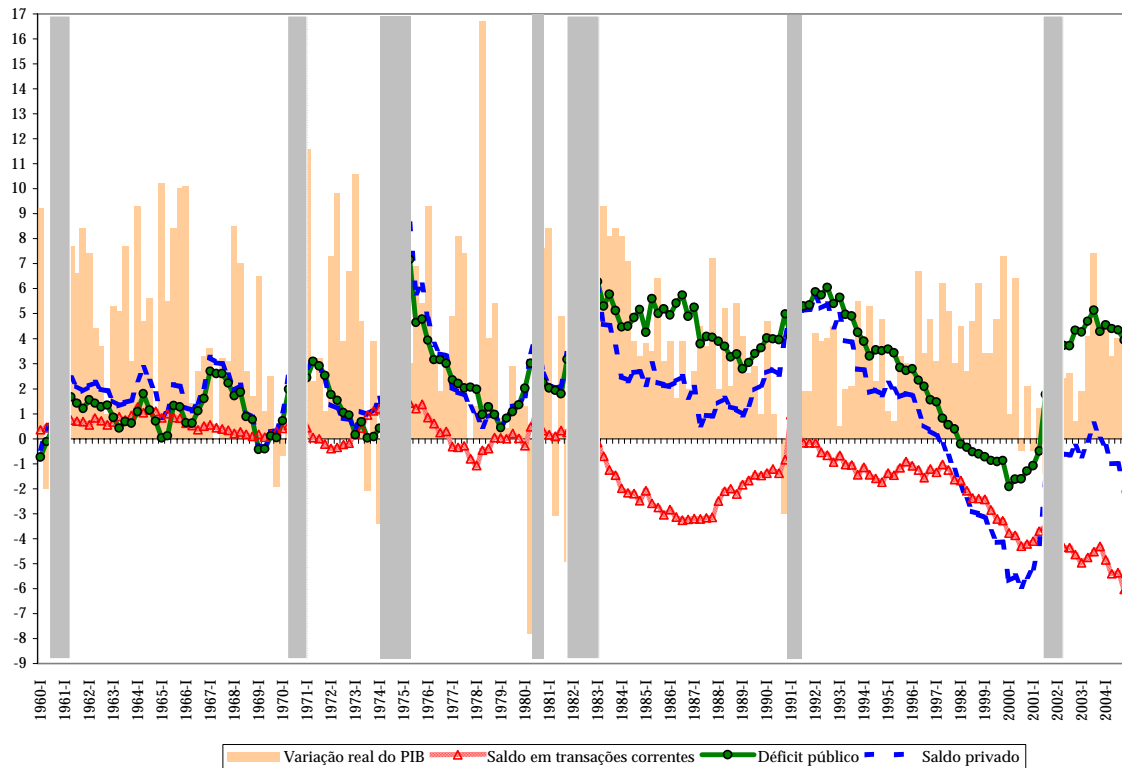
³¹ Segundo Jane D’Arista, o “enigma” greenspaniano pode ser visto como “o resultado previsível do extraordinário crescimento da liquidez global nos anos recentes. Durante esse período, um aumento sem precedentes na disponibilidade de *funding* estimulou uma escalada da especulação alavancada na forma de *carry trades*, na qual o efeito da contração de empréstimos de curto prazo a baixas taxas é reduzir as taxas sobre os ativos mais longos e de retornos mais elevados em que os fundos são investidos”. D’Arista, J. (2005). Causes and consequences of the buildup in global liquidity. *Capital flows monitor*, 7/3.

³² As importações de bens de consumo são responsáveis por parte substancial do déficit comercial norte-americano. Ver Santos, C. (2004). Notas sobre a crescente (e peculiar) fragilidade financeira do capitalismo norte-americano. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 23, jul./dez. Roach, entre outros, salienta a conexão entre a expansão do consumo e do déficit corrente norte-americanos, de um lado, e o crescimento frenético do investimento chinês, de outro.

³³ Para um esclarecimento sobre a metodologia, desenvolvida por Wynne Goddley, aqui empregada, ver, por exemplo, Santos (2004), op. cit.

Gráfico 12

Estados Unidos: saldos financeiros dos setores privados, público e externo (% do PIB)
e variação real trimestral anualizada do PIB



Fonte: BEA. Elaboração própria.

O Gráfico 13 desagrega o saldo financeiro privado em seus dois componentes básicos: firmas e famílias. Ambos exibem um comportamento surpreendente. As famílias estão em déficit desde 1990, em franco contraste com a constância superavitária dos trinta anos precedentes. Em março de 2004, a relação entre poupança e renda disponível pessoais atingiu um piso histórico de 0,4%.³⁴ A relação entre consumo e PIB, por seu turno, atingiu, em 2002-2004, a marca dos 71%, contra uma média de 25 anos de 67%.³⁵ Já as firmas acumulam ativos financeiros, de forma sustentada, desde o último trimestre de 2001.

A fragilidade, pelo lado das famílias norte-americanas, consiste na inconsistência intertemporal entre, de um lado, endividamento e serviço da dívida (ver Gráfico 14) e, de outro, e o

comportamento do emprego e da renda disponível.³⁶ A relação entre dívida familiar e renda disponível tem crescido velozmente – o aumento da primeira permanece, desde 2002, num patamar de 9,0% (taxa anualizada), muito superior à taxa de crescimento da segunda.³⁷ Já o comprometimento da renda disponível com o serviço da dívida (medido pela taxa de obrigações financeiras calculada pelo FED) tem oscilado de 2001 para cá, mantendo-se porém próximo de seus picos históricos. A disparidade entre os dois indicadores reflete justamente a política de redução dos juros que o FED desenvolveu entre 2001 e junho de 2004. Tudo mais constante, o ônus da dívida aumentará com as taxas de juros.

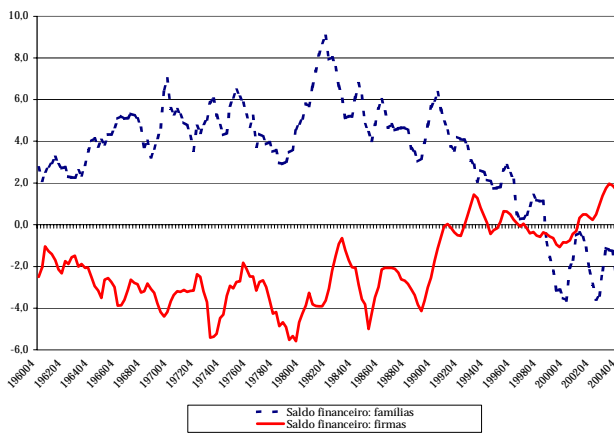
³⁶ Ver, a respeito, Papadimitriou, D. B., Shaikh, A. M., dos Santos, C. H. & Zezza, G. How fragile is the U.S. economy? *Strategic Analysis*, 3/05.

³⁷ O acompanhamento da relação dívida/renda disponível é feito por intermédio dos *Flow of Funds*, publicação trimestral do FED. A última edição, publicada em março deste ano, contém dados até o quarto trimestre de 2004.

³⁴ O saldo financeiro das famílias é negativo (ao contrário da poupança) porque inclui no dispêndio também o investimento residencial.

³⁵ Roach, S. (2004). *Global: Tough Love*. Morgan Stanley: GEF, 15/4.

Gráfico 13
Estados Unidos: saldos financeiros líquidos das famílias e das firmas (média móvel de 4 trimestres)

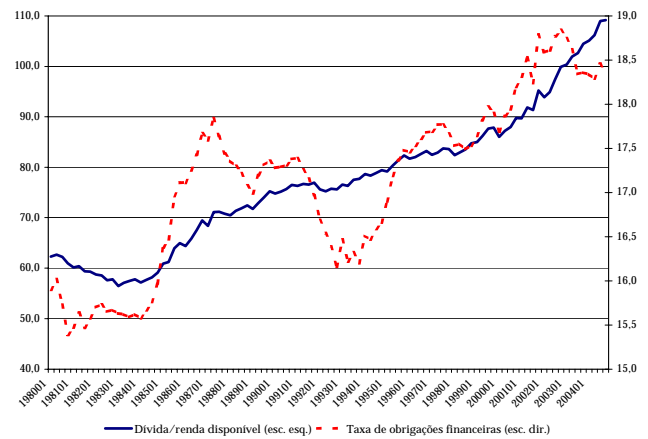


Fonte: FED, elaboração própria.

(1) Dívida: hipotecas mais crédito ao consumidor.

(2) Taxa de obrigações financeiras: o chamado FOR (*financial obligations ratio*) é utilizado pelo FED como uma medida mais ampla do serviço da dívida familiar. Inclui, além do serviço da dívida relativa ao consumo e aos imóveis, itens como aluguéis, seguro residencial, *leasing* de automóveis e impostos sobre a propriedade.

Gráfico 14
Estados Unidos: dívida familiar/renda disponível (1) e taxa de obrigações financeiras (2)



Do ponto de vista do emprego e da renda pessoal, a performance da economia norte-americana, após a recessão de 2001, continua aquém da verificada em períodos anteriores de recuperação.³⁸ São essas, por sinal, duas das variáveis empregadas pelo NBER para delimitar picos e vales do ciclo econômico norte-americano.³⁹ Esse tipo de comparação, tradicionalmente realizado pelo National Bureau of Economic Research (NBER), fornece alguns *insights* interessantes (a interpretar, é claro, com o devido cuidado, especialmente quando se comparam períodos mais distantes no tempo). Nos gráficos 15 e 16, a trajetória em torno ao vale de 2001 é comparada com aquela em torno de 1991 e com as performances médias antes e depois das cinco recessões ocorridas dos anos 60 aos 80.

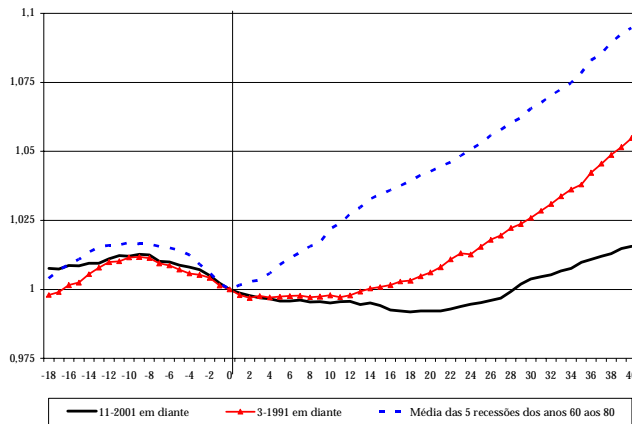
Um padrão de crescimento baseado em bolhas de ativos, endividamento crescente e baixo crescimento do emprego e da renda pessoal não parecer representar um modelo em matéria de sustentabilidade. O que não quer dizer que esse padrão não possa durar – como, aliás, tem durado. O que preocupa a muitos é sua fragilidade. Bolhas costumam implodir de maneira imprevista. Além disso, situações de alto endividamento já desembocaram, em outros países desenvolvidos, em acessos mais ou menos violentos de parcimônia smithiana por parte das famílias, com resultados um tanto menos benignos do que aqueles que o fundador da economia política teria podido prever.

³⁸ De 2001 para cá, a taxa de desemprego reduziu-se significativamente, mas, ao que se sabe, refletindo fortemente a contração da oferta de trabalho. Ver *The Economist*. (2005). The global locomotive loses steam, 29/4.

³⁹ Juntamente com as vendas no atacado, a produção industrial e uma estimativa da variação mensal do PIB.

Gráfico 15

Estados Unidos: comportamento do emprego não-agrícola em torno do mês final da recessão



Fonte: BLS e NBER, elaboração própria.

O Gráfico 17, por seu turno, elaborado com a mesma metodologia, mostra que, na comparação com períodos anteriores, a trajetória do índice do investimento privado em capital fixo é também menos dinâmica. A recuperação do investimento a partir de 2003 não deixa de ser expressiva (ver as taxas de variação trimestral no Gráfico 8 e a contribuição à variação trimestral do PIB no gráfico 18). Por um lado, porém, tal recuperação mostrou-se até o momento insuficiente para ocupar o papel até aqui desempenhado pela soma de consumo e investimento residencial.

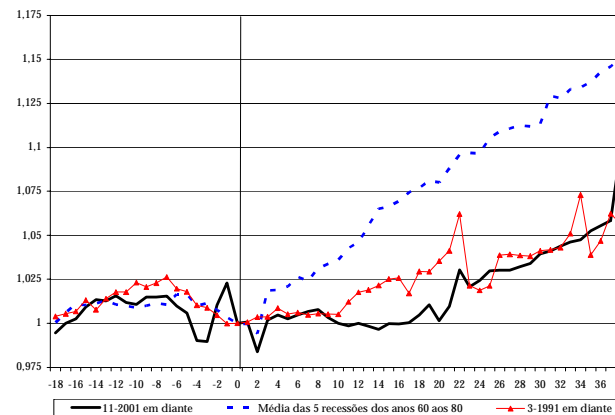
Por outro, a sustentação do crescimento norte-americano com base no comportamento da absorção interna e num contexto de baixo crescimento dos demais países desenvolvidos⁴⁰ continua a gravar a balança comercial (e, conseqüentemente, o déficit em transações correntes, do qual a primeira é o principal componente), a despeito da desvalorização real efetiva do dólar, e certamente contribuindo para a tensão em torno às perspectivas da taxa de câmbio⁴¹ e ao papel do dólar como moeda de

⁴⁰ Sendo que a economia norte-americana, como é sabido, possui uma elasticidade-PIB das importações particularmente elevada.

⁴¹ Segundo o FMI (2005a, p. 21), “as preocupações do mercado com a sustentabilidade de médio prazo do déficit corrente têm sido o principal fator determinando o enfraquecimento do

Gráfico 16

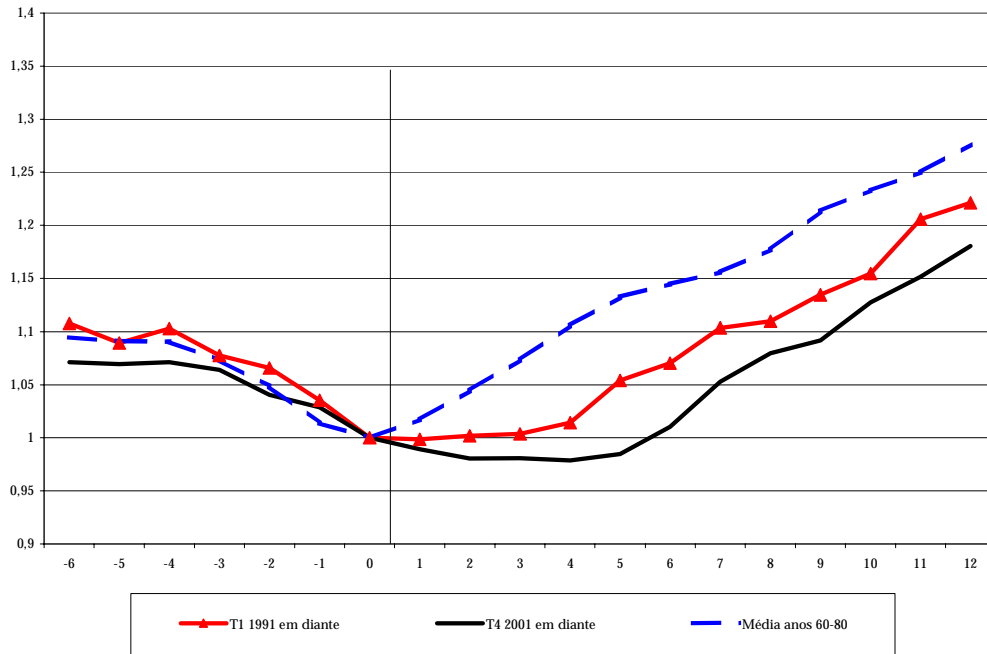
Estados Unidos: comportamento da renda pessoal (menos transferências) em torno do mês final da recessão



reserva internacional. Como se pode depreender do comportamento de exportações e importações nos Gráficos 8 e 18, a economia norte-americana continua à espera do segmento ascendente da famosa “curva J”. Uma parte importante dos analistas – a maioria, na opinião de Roubini – acredita que o problema esteja, em larga medida, na “resistência à alta” das moedas asiáticas, conservadas em ordem mais ou menos unida pela obstinação do renminbi chinês. Resta saber se a sensibilidade das exportações líquidas norte-americanas a variações na taxa de câmbio ainda é a mesma, dado o intenso processo de reorganização global das cadeias produtivas verificado nos últimos anos. Pesquisa-se, correntemente, a hipótese de que, devido a esse processo, a sensibilidade do comércio exterior a variações nas taxas de câmbio tenda a cair (ver IMF, 2005a).

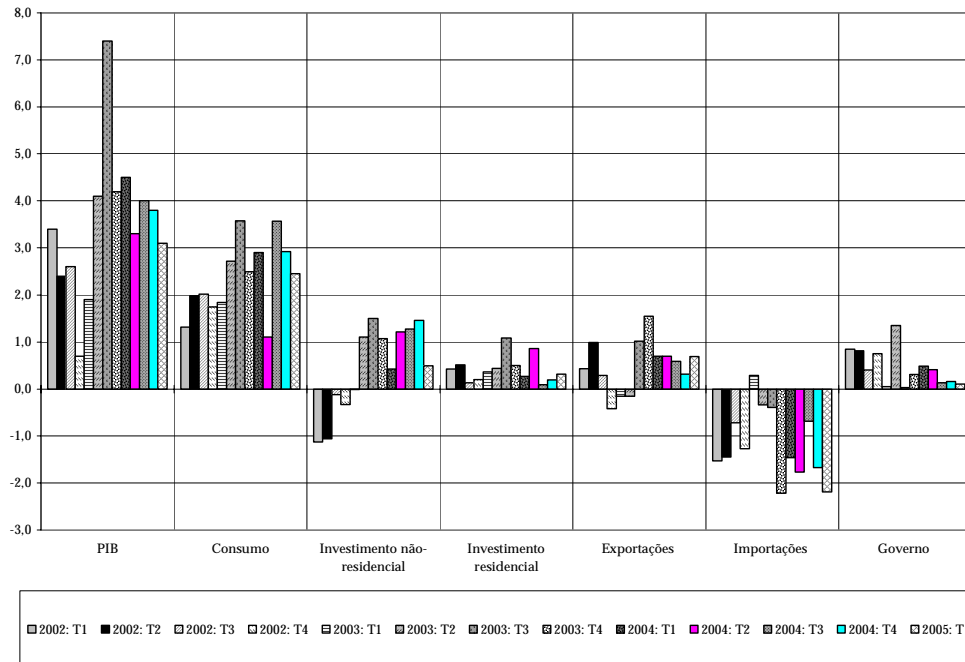
dólar, embora o financiamento do déficit até aqui não tenha sido um problema”. A proposição, sem dúvida plausível, deve ser, é claro, “calibrada” pelo recurso a outros fatores intervenientes, como as políticas monetárias dos bancos centrais dos países desenvolvidos e as políticas cambiais dos países com superávit em conta corrente. Aliás, como salientam Roubini e Setser (2005), no caso dos países asiáticos, há uma presumível associação entre tais políticas e a disposição dos mercados em adquirir (ou ao menos conservar) ativos denominados em dólares: a política de sustentação do dólar compensa, ao menos parcialmente, a ansiedade dos agentes privados quanto ao valor de suas aplicações em dólar.

Gráfico 17
Estados Unidos: comportamento do investimento privado em capital fixo em torno do mês final da recessão



Fonte: BEA. Elaboração própria.

Gráfico 18
Estados Unidos: contribuição de itens selecionados da demanda agregada à variação trimestral anualizada do PIB



Fonte: BEA. Elaboração própria.

Os Gráficos 19 e 20 mostram, respectivamente, a trajetória global das contas correntes e do valor do passivo externo líquido,

para países e regiões selecionados. O primeiro gráfico ilustra a enorme assimetria entre o déficit corrente norte-americano e os superávits... do resto do mundo. É claro que em várias das regiões

representadas há países com déficit corrente, mas nenhum remotamente comparável ao norte-americano. O mergulho das contas externas norte-americanas, aliás, é responsável por levar a relação entre a soma dos déficits correntes nacionais e o PIB global a recordes sucessivos, contribuindo para superar, por vias imprevistas, o chamado *puzzle* Feldstein-Horioka. O Gráfico 14, baseado em cálculos recentes do FMI, lembra-nos que, embora o conjunto de países em desenvolvimento tenha um passivo externo líquido crescente, o passivo líquido norte-americano é maior e cresce mais rapidamente.⁴²

Tal fato, embora não seja propriamente novo, continua a ser espantoso. O que é compreensível: não é fácil acostumar-se à idéia de que o país emissor da moeda internacional por excelência tenha tamanho déficit corrente. “Há certamente algo estranho”, escreve Lawrence Summers, “no fato de que o maior poder do globo seja também o maior devedor do globo”.⁴³

Será este déficit *sustentável*? Lembra Summers que há alguns “testes clássicos”. São preocupantes déficits correntes crescentes e que financiem o consumo, ou que coincidam com investimento concentrado em setores *non-tradables*, ou ainda que sejam financiados por fluxos de curto prazo. Eis aqui a receita típica de uma crise cambial em países em desenvolvimento. Os Estados Unidos não passam em nenhum dos testes – e, salientam, Roubini e Setser, possuem uma dívida pública cada vez mais concentrada em mãos de não-residentes e de perfil temporal cada vez mais curto. Mas, é claro, não são uma economia periférica; e são os emissores da moeda internacional.

Roubini e Setser respondem de maneira categórica ao repto “panglossiano” (na expressão do primeiro) de Dooley, Folkerts-Landau e Garber. Segundo esses últimos, o padrão de

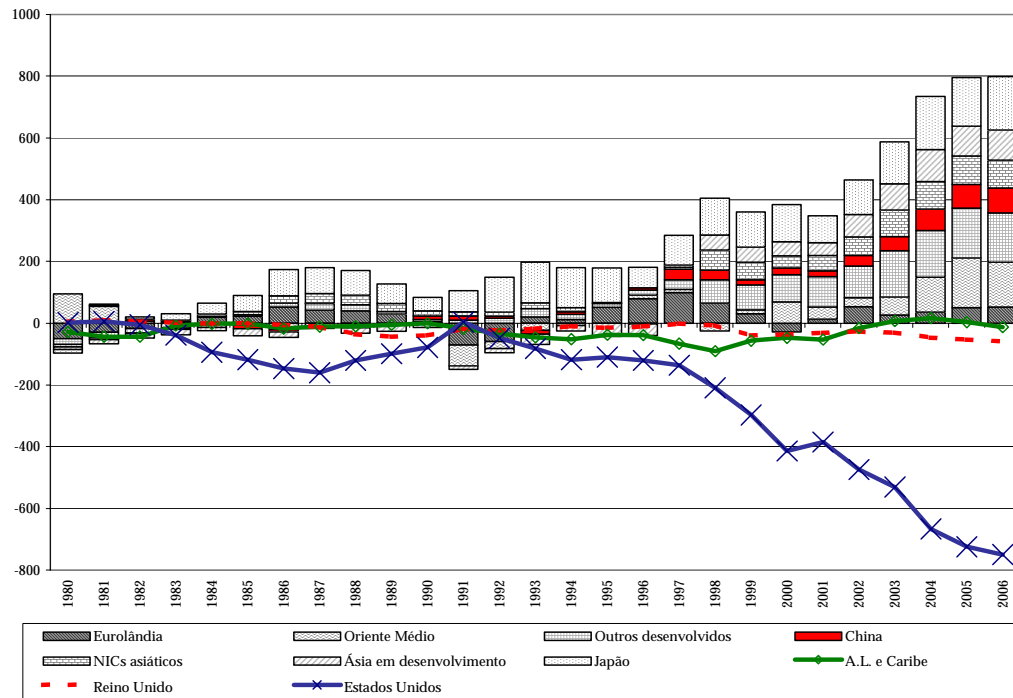
crescimento assentado na articulação entre os Estados Unidos e a “área-dólar” asiática seria estável, e destinado a perdurar por uma geração. E por que não seria, uma vez que atende aos interesses asiáticos sem comprometer o crescimento norte-americano? Roubini e Setser, contudo, arriscam a previsão de que o arranjo dificilmente sobrevive mais um ou dois anos; em sua opinião, tal arranjo já não atende nem os interesses asiáticos nem os norte-americanos.

No longo arrazoado por eles construído – e que não cabe aqui reconstituir em detalhe – os autores salientam, de um lado (e com razão) o custo político e econômico dos “significativos deslocamentos na produção e no emprego nos Estados Unidos associados aos déficits comerciais crescentes, juntamente com as distorções no investimento americano originado da combinação de financiamento barato pelo Banco Central e dólar sobrevalorizado” (p. 3); de outro, porém, procuram demonstrar que é do mais alto interesse da China e dos demais países até aqui empenhados em políticas “mercantilistas” de acumulação de reservas revalorizar suas moedas e rumar na direção do déficit corrente que é (ou foi) característico de economias em desenvolvimento. Deveriam fazê-lo para evitar que as perdas de capital que inevitavelmente sofrerão seus bancos centrais (carregados de ativos denominados em dólares) se tornem ainda maiores, para conter processos inflacionários e de bolhas de ativos, e para obter uma composição da demanda menos concentrada no dispêndio em investimento, aumentando com isso o consumo e o bem-estar de suas populações. Não há evidências sólidas, porém, de que o bloco asiático tenha já chegado ao mesmo resultado ao fazer seu balanço de custos e benefícios.

⁴² O gráfico dá a impressão de que *o mundo* é devedor líquido... Mas é necessário atentar para o fato de que há países e grupamentos importantes não representados.

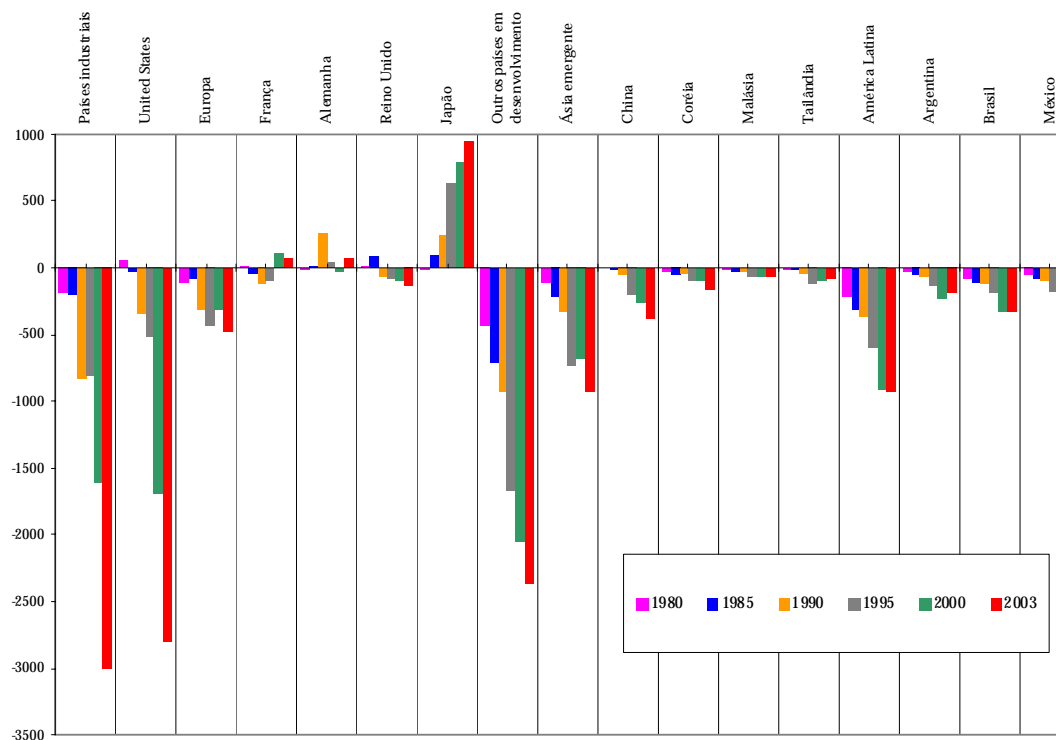
⁴³ Summers, L. H. (2004). The United States and the global adjustment process. Third annual Stavros S. Niarchos Lecture, Institute for International Economics, 23/3.

Gráfico 19
Contas correntes: países e regiões selecionados (US\$ bilhões)



Fonte: WEO database, abril de 2005. Elaboração própria.

Gráfico 20
Passivo externo líquido, países e regiões (US\$ bilhões)



Fonte: World Economic Outlook. Elaboração própria.

Na verdade, parece haver consenso em torno à existência de uma “fronteira final”. Não parece razoável esperar que o déficit e a dívida norte-americanas possam crescer harmoniosa, elegante e ilimitadamente. Uns, porém, acham que, no “longo prazo” em que se dará o ajustamento, estaremos todos, senão mortos, certamente *muito* mais velhos. Outros acreditam que o “longo prazo” desabarará sobre nossas cabeças entre 2005 e 2006.

Entre os fervores de um lado e de outro, quiçá haja espaço para um agnosticismo sensato e atento. É sensato reconhecer que trajetórias “insustentáveis” podem, não obstante, ser consideravelmente duradouras. Mas é indispensável estar atento às várias fragilidades que marcam a economia norte-americana. Não por acaso, no *WEO* de abril, o próprio FMI destaca em primeiro lugar o risco de uma elevação significativa das taxas de juros de longo prazo nos Estados Unidos, e alerta para o fato de que “a demanda por ativos norte-americanos não é ilimitada” (IMF, 2005a: p. 10).⁴⁴ O *link* entre ambas as coisas é feito igualmente pelo Banco Mundial. Também para essa instituição, o primeiro risco ao cenário *baseline* está nos juros. Que poderiam subir, agrega o Banco, na hipótese de que “o corrente sentimento baixista dos investidores em

relação ao dólar se intensifique ou de que os bancos centrais asiáticos, que têm financiado boa parte do déficit corrente norte-americano (...), decidam reduzir o ritmo ao qual acumulam reservas” (World Bank, 2005, p. 45). Roubini e Setser (entre outros mais) apresentam igualmente uma listagem de situações que poderiam deflagrar um ajustamento mais brusco das taxas de juros e câmbio – entre as quais (por que não?) uma fuga do dólar por parte do próprio capital norte-americano. Seja qual for o estopim – se houver um – o resultado será, ao menos enquanto perdurar o cenário acima descrito de alto endividamento e bolhas especulativas encadeadas, colocar o FED numa situação um tanto mais complexa do que aquela resolvida, com mão de ferro, em 1979 por Paul Volcker.⁴⁵

O *Economist* sublinhou, há pouco, a elevada quantidade de pronunciamentos de governadores do Banco Central versando sobre o tema do déficit corrente norte-americano. A matéria⁴⁶ tem um sub-título curioso, aqui transcrito livremente, numa tentativa de não perder totalmente o *wit* britânico: “Os banqueiros centrais norte-americanos estão tranqüilos em relação ao déficit corrente. Será que isso não quer dizer que é hora de entrar em pânico?” – Provavelmente não. Talvez seja mais adequada a atitude (mas como seria ela?) de quem, como escreveu Paul Volcker,⁴⁷ caminha sobre gelo fino.

⁴⁴ Em artigo recente, dois técnicos do FED sugerem que o peso das aplicações em ativos denominados em dólares por parte de bancos centrais estrangeiros é muito maior do que aquele registrado nos dados do Tesouro norte-americano. Isso porque parte substancial das operações oficiais se daria por variados intermediários financeiros, sendo registradas pelo Tesouro como operações privadas. Seriam mais confiáveis, então, os números do BIS, que infelizmente só são divulgados anualmente Higgins, M. & Klitgaard (2004). Reserve accumulation: implications for global capital flows and financial markets. *Current issues in Economics and Finance*, 10 (10), September/October, Federal Reserve Bank of New York.. Para Roubini e Setser, porém, a questão da proximidade do limite passa ao largo desse fato. Há, para eles, motivos sólidos para que os próprios bancos centrais revejam uma estratégia que Dooley e seus parceiros pretendem estável e duradoura. O FMI, por seu turno, ressalta em seus relatórios recentes os vários acenos e iniciativas de diversificação das reservas por parte dos bancos centrais.

⁴⁵ *The Economist*. (2005). The American economy – wise men at ease, 28/4.

⁴⁶ *The Economist*. (2005). The American economy – wise men at ease, 28/4.

⁴⁷ Volcker, P. (2005). An economy on thin ice. *Financial Times*, 10/4.