

SEÇÃO I – ECONOMIA INTERNACIONAL

Norte-americanos, chineses e a alegria do mundo

Antonio Carlos Macedo e Silva¹

Introdução

O *World Economic Outlook*² de setembro deste ano emplacou manchetes das páginas econômicas mundo afora: o FMI prevê, para 2004, um crescimento global de 5,0%. O número é, sem dúvida, extraordinário. No pico do ciclo passado, em 2000, o crescimento foi de 4,7%. Nas últimas três décadas do século XX, valores iguais ou superiores a 5% foram registrados apenas nos anos de 1970, 1972, 1973 e 1976. No caso dos primeiros anos da década de 70, a economia estava no zênite do longo crescimento do pós-guerra (mas 1976 deve ser creditado ao estertores do *stop-and-go* entre os choques do petróleo). Já o ano de 2004 culmina um período peculiar, três anos após a desaceleração global de 2001, engendrada pela breve e suave recessão norte-americana no mesmo ano. A grande questão do momento é a da sustentabilidade desse ritmo de crescimento. Há consenso de que o ano de 2005 verá um crescimento menor. O debate diz respeito aos fatores globais de vulnerabilidade e à intensidade esperada da desaceleração.

A seção 1 deste texto apresenta um breve panorama da economia global, no intuito de apreender algumas características do crescimento recente. Na seção 2, voltamos ao tema privilegiado em boletins anteriores: a economia norte-americana. Segue-se uma breve conclusão.

1 Tendências da economia global

Enquanto o coro dos otimistas festeja a vindima de 2004, uma pequena roda de

irredutíveis e sisudos analistas continua a examinar os números com circunspeção. Não há como negar o cenário de crescimento e alegria (econômica) geral das nações. Nem se trata de uma opção ideológica pelo catastrofismo, mas sim de estar atento aos riscos existentes. É essencial, para isso, examinar as perspectivas futuras à luz dos desequilíbrios acumulados durante os anos 90 e da forma como foram administrados nos últimos três anos.

Voltemos, por um instante, ao contexto de 2000-2001. Nos Estados Unidos, o mais intenso *boom* acionário já registrado revertia-se, expondo os agentes mais alavancados aos prejuízos típicos desse tipo de situação. O déficit financeiro do setor privado norte-americano – famílias e empresas reunidas – era recorde, tal como o déficit em transações correntes. A recessão de 2001 desnudava o excedente de capacidade produtiva criado durante o longo *boom*, particularmente nos setores de alta tecnologia. Não eram pequenos, portanto, os riscos de movimentos abruptos no dispêndio privado e nas taxas de câmbio do dólar. Não era possível discernir, por outro lado, fontes alternativas de sustentação do crescimento global: o Japão continuava prostrado, enquanto a União Européia reprisava suas baixas taxas de crescimento. O mundo voava, assim se dizia, com um só motor, o da economia norte-americana, e este começava a engasgar.

Como chegamos, então, aos risinhos números de 2004? A resposta deve ser buscada essencialmente no vigor da política econômica anti-cíclica empreendida pelos diversos principais países desenvolvidos. Na Tabela 1, que emprega os números e as previsões do FMI, pode-se perceber claramente como o *mix* de políticas monetárias³ e fiscais foi ativado, nos três pólos do G-3 (Estados Unidos, Eurolândia e Japão), no sentido de sustentar a atividade econômica. Mesmo na Europa, onde medidas de política fiscal

¹ Com os agradecimentos a Eduardo Zana, Ísis de Cássia Vanucci de Oliveira e Silas Thomaz da Silva, bolsistas do PIBIC-CNPq.

² IMF. *World Economic Outlook*, Sept. 2004.

³ Ver, por exemplo. BIS. *74th Annual Report*, 3/2004 e *The Economist*. Unnaturally low, Sept. 30, 2004.

evitaram o aumento do chamado déficit estrutural (ou de pleno-emprego), o estabilizador automático pôde operar de forma relativamente desimpedida, ampliando o déficit fiscal efetivo de forma substancial.⁴ O governo norte-americano, em particular, promoveu, por meio do corte dos juros e dos impostos, bem como do aumento do gasto público, um estímulo, sob vários critérios, de proporções inéditas (ver FMC, 2004). No caso japonês, a queda da deflação resultou numa redução da *policy rate* em termos reais (BIS, 2004, p. 67).⁵

Tabela 1

Indicadores fiscais e monetários nas economias avançadas

	2000	2001	2002	2003	2004
Déficit estrutural/PIB					
<i>Economias avançadas</i>	-1,0	-1,5	-2,9	-3,1	-3,3
<i>Estados Unidos</i>	0,5	-0,6	-3,3	-3,8	-4,4
<i>Eurolândia</i>	-1,6	-2,1	-2,2	-1,7	-1,7
<i>Japão</i>	-6,9	-5,1	-6,2	-6,9	-6,6
Déficit público/PIB					
<i>Economias avançadas</i>	-	-1,5	-3,4	-3,9	-3,9
<i>Estados Unidos</i>	1,3	-0,7	-4,0	-4,6	-4,9
<i>Eurolândia</i>	-0,9	-1,7	-2,3	-2,8	-2,9
<i>Japão</i>	-6,9	-6,3	-7,0	-6,8	-6,5
Taxa de juros de curto prazo					
<i>Estados Unidos</i>	6,0	3,5	1,6	1,0	1,3
<i>Eurolândia</i>	4,4	4,2	3,3	2,4	2,4
<i>Japão</i>	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0

Fonte: WEO Database.

Os dados da Tabela 2, compilados pelo BIS (2004), ilustram, de forma sintética, alguns dos resultados colhidos pelo keynesianismo redivivo nos países desenvolvidos. Entre 2001 e 2003, a demanda por parte das famílias, como mostra a tabela, respondeu por parte substancial do crescimento nos países

avançados. Segundo o FMI, de forma geral, nos países desenvolvidos, o consumo privado apenas perdeu velocidade em relação aos anos 90 – passou de um crescimento anual de 3,3% (1996-2000) para 2,4% (2001-2004). Para os mesmos períodos, o crescimento da formação bruta de capital fixo despencou de 5,4% para 1,3% anuais. A confirmarem-se as previsões do BIS e do FMI, a recuperação do investimento privado, em 2004, virá em boa hora, tendo em vista os preocupantes sinais de fadiga emitidos pelo dispêndio das famílias, tanto nos Estados Unidos quanto na Eurolândia.⁶

A recuperação nas economias avançadas contribuiu, ao lado da política monetária do G-3, para que o crescimento do mundo em desenvolvimento – embora de forma marcadamente desigual – ganhasse ainda mais velocidade. Durante o ciclo 1991-2000, as economias em desenvolvimento (exclusive NICs asiáticos) haviam crescido a uma taxa média de 4,1% ao ano, contra 2,8% nas economias avançadas.

Tabela 2

Contribuições ao crescimento global em pontos percentuais

	Média 1991-2000	2001	2002	2003	2004
Países industriais avançados	1,5	0,6	0,8	1,1	1,7
<i>Demanda das famílias</i> ¹	1,0	0,8	0,7	0,8	1,0
<i>Demanda das empresas</i>	0,3	-0,5	-0,2	0,2	0,6
<i>Demanda governamental</i> ²	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
<i>Estados Unidos</i>	0,8	0,1	0,5	0,7	1,0
<i>Eurolândia</i>	0,4	0,3	0,1	0,1	0,3
<i>Japão</i>	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2
Ásia emergente	1,6	1,3	1,6	1,9	1,9
China e Índia	1,2	1,0	1,2	1,5	1,5
Resto do mundo	0,2	0,5	0,6	0,9	1,0
Crescimento global ³	3,3	2,4	3,0	3,9	4,6

¹ Inclui investimento residencial; ² Inclui investimento governamental; ³ Em percentagem.

Fonte: BIS (2004).

⁴ O que, como se sabe, traduziu-se, no caso de Alemanha e França, em déficits persistentemente superiores às metas acordadas no chamado Pacto de Estabilidade e Crescimento – razão pela qual, neste ano, o dito pacto foi, com o pragmatismo dos poderosos, submetido a uma significativa revisão.

⁵ O Banco do Japão anunciou recentemente que espera para 2005 o fim da longa deflação dos preços ao consumidor. *The Economist*. Japan's economy – death of deflation? Nov. 4, 2004.

⁶ O FMI prevê, para 2004, uma expansão de 5,7% na formação bruta de capital fixo das economias avançadas: 8,7% nos Estados Unidos, 2,1% na Eurolândia e 4,7% no Japão.

Entre 2000 e 2004, o diferencial aumentou substancialmente, tendo sido de 5,4% contra 2,5%.

Essa aceleração do crescimento foi concomitante ao aumento progressivo dos fluxos líquidos privados de capital para os países em desenvolvimento (concentrado, como se sabe na Ásia) e a um substancial aumento do superávit corrente do grupo a partir de 2001.⁷ O comportamento dos influxos de capitais é, para várias fontes, em larga medida explicado pelo relaxamento das políticas monetárias dos países do G-3 (ver, por exemplo, BIS, 2004). Sua concentração na Ásia em desenvolvimento, somada ao porte do superávit corrente da região, veio a determinar o tão discutido aumento das reservas oficiais desses países. Outro aspecto peculiar ao período recente diz respeito ao comércio internacional, cujo crescimento em 2002 e 2003 deveu-se essencialmente aos países em desenvolvimento.⁸

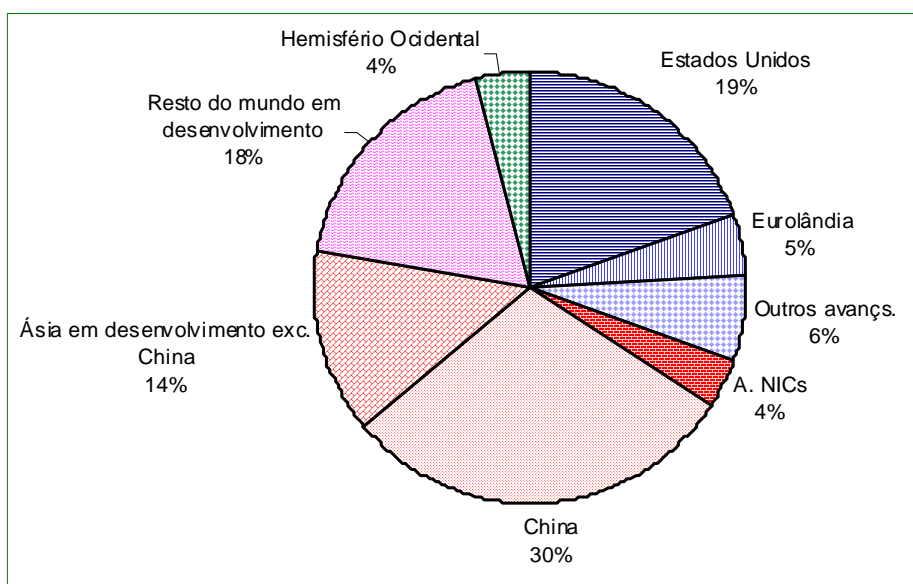
O Gráfico 1 mostra a participação percentual de países e grupos de países no crescimento real do PIB, medido com base na paridade de poder de compra, de 2001 a 2004. A informação de que a China sozinha terá respondido por 30% do crescimento global nos anos de 2001 a 2004 foi já

⁷ “De acordo com o UBS (...), as economias emergentes jamais foram menos dependentes do capital estrangeiro. Coletivamente, obtiveram um superávit corrente por seis anos consecutivos, tendo estado em déficit na maior parte dos 20 anos anteriores”. *The Economist*. Emerging economies – coming into flower. Oct. 14, 2004.

⁸ A UNCTAD (2004: 43) registra que, em 2003, as exportações dos países desenvolvidos responderam por apenas 21% do aumento global do comércio; a participação dos países em desenvolvimento foi de 66% (e a das chamadas economias em transição de 12%). UNCTAD. *Trade and development report*. 2004.

divulgada de sobejo.⁹ Mas a decomposição do crescimento em outros agregados nacionais ou regionais também oferece *insights* de interesse. Agregando-se China, Ásia em desenvolvimento¹⁰ e NICs asiáticos,¹¹ explica-se 48% do crescimento global. Somando-se a isso a participação dos Estados Unidos, chega-se a 63%. Estão aí os principais protagonistas do crescimento econômico, enlaçados num enredo intrincado em que se destacam o crescente déficit comercial

Gráfico 1
Participação no crescimento do PIB global real (PPP), 2002-2004



Fonte: FMI, WEO Database.

norte-americano, o investimento direto na China e o comércio intra-regional asiático.¹² Nada desprezível, por outro lado, foi a participação no crescimento do aglomerado “resto do mundo em

⁹ Aliás, segundo o *Economist*, “foi em larga medida graças ao robusto crescimento chinês que o mundo como um todo escapou de uma recessão após a explosão da bolha acionária norte-americana em 2000-2001”. *The Economist*. The dragon and the eagle. Sept. 30, 2004.

¹⁰ Esse grupo de 26 países (três dos quais não incluídos da base de dados) e no qual estão China, Índia e as economias da Asean, não inclui o Oriente Médio, como tampouco os países asiáticos que integram a CEI.

¹¹ Como se sabe, Coreia, Taiwan, Hong Kong e Cingapura.

¹² Ver, a respeito, Belluzzo, L. G. & Carneiro, R. Globalização e integração perversa. *Política Econômica em Foco*, n. 1, maio/ago. 2003. Ver também, no mesmo boletim, Macedo e Silva, A. C. *A economia global no fim da navalha*. 2003.

desenvolvimento”.¹³ Da sua contribuição de 18%, 7 pontos percentuais devem-se à Comunidade de Estados Independentes;¹⁴ o restante divide-se, em partes não muito diferentes, entre Europa Central, Oriente Médio e África. Um quinhão semelhante àquele de cada um desses últimos grupos (4%) cabe ao chamado “Hemisfério Ocidental” (denominação altissonante com que o FMI agrupa a pobre América Latina e o paupérrimo Caribe).

Os números do gráfico ganham significado adicional quando confrontados àqueles da Tabela 3, que traz a participação de países e grupos de países no PIB global (novamente medido com base na PPP). Um exemplo: a contribuição do Hemisfério Ocidental ao crescimento recente foi muito inferior à sua participação no PIB global, determinando assim seu encolhimento relativo. O mesmo vale para a eurolândia (que não consta da tabela), cuja contribuição de 5% ao crescimento recente contrasta com uma participação no PIB global que, entre 2001 e 2004, terá caído de 16,3% para 15,3%.

Desde 1980, mantêm-se certos padrões: o bloco dos principais países desenvolvidos cresce abaixo da média mundial. Vale o inverso para o conjunto de países em desenvolvimento; o comportamento pouco dinâmico do “Hemisfério Ocidental” é mais do que compensado pela pujança da “Ásia em Desenvolvimento” e dos 4 NICs (mais recentemente promovidos à categoria de “economias avançadas”).

Tabela 3
Participações de países e grupos de países no PIB global (PPP)

Países e regiões	Estados Unidos	União Européia	Japão	Demais economias avançadas	Sub-total	Nics asiáticos	China	Ásia em desenvolvimento excl. China	Hemisfério ocidental	Resto do mundo em desenvolvimento	Sub-total
1980	21,7	27,5	8,0	1,9	59,1	1,6	3,2	7,3	9,8	19,0	40,9
1981	21,8	27,0	8,1	2,1	58,9	1,7	3,3	7,6	9,6	18,9	41,1
1982	21,1	26,9	8,3	2,0	58,3	1,7	3,6	7,8	9,5	19,1	41,7
1983	21,4	26,6	8,2	2,0	58,2	1,8	3,9	7,9	9,0	19,2	41,8
1984	21,9	26,0	8,1	2,1	58,2	1,9	4,3	7,9	8,9	18,9	41,8
1985	22,0	25,7	8,2	2,1	58,1	1,9	4,7	7,9	8,8	18,7	41,9
1986	21,9	25,5	8,2	2,1	57,7	2,1	4,9	8,0	8,9	18,5	42,3
1987	21,8	25,2	8,2	2,1	57,4	2,2	5,3	8,0	8,8	18,3	42,6
1988	21,7	25,1	8,3	2,2	57,4	2,3	5,6	8,2	8,5	18,0	42,6
1989	21,7	25,1	8,5	2,1	57,4	2,4	5,6	8,5	8,3	17,8	42,6
1990	21,5	25,0	8,7	2,2	57,5	2,5	5,7	8,9	8,1	17,4	42,5
1991	21,2	24,9	8,9	2,4	57,3	2,7	6,1	9,1	8,3	16,5	42,7
1992	21,4	24,7	8,8	2,5	57,3	2,8	6,9	9,4	8,4	15,3	42,7
1993	21,5	24,1	8,6	2,5	56,7	2,9	7,6	9,7	8,5	14,5	43,3
1994	21,6	23,9	8,4	2,6	56,5	3,0	8,3	10,0	8,7	13,4	43,5
1995	21,4	23,7	8,3	2,5	56,0	3,1	8,9	10,4	8,5	13,1	44,0
1996	21,4	23,3	8,3	2,5	55,4	3,2	9,4	10,7	8,5	12,9	44,6
1997	21,4	23,0	8,1	2,4	54,9	3,2	9,8	10,8	8,5	12,8	45,1
1998	21,8	23,1	7,8	2,5	55,1	3,1	10,3	10,5	8,5	12,6	44,9
1999	21,9	22,9	7,5	2,5	54,8	3,2	10,6	10,6	8,2	12,5	45,2
2000	21,7	22,7	7,4	2,5	54,3	3,3	11,0	10,7	8,2	12,6	45,7
2001	21,3	22,6	7,2	2,5	53,6	3,3	11,5	10,9	8,0	12,8	46,4
2002	21,2	22,2	7,1	2,5	52,9	3,3	12,1	11,0	7,8	12,9	47,1
2003	21,1	21,7	7,0	2,4	52,2	3,3	12,6	11,2	7,6	13,0	47,8
2004	21,1	21,3	6,8	2,4	51,6	3,3	13,0	11,4	7,6	13,1	48,4
2005	20,9	21,1	6,6	2,3	50,9	3,3	13,5	11,5	7,6	13,2	49,1

Fonte: FMI, WEO database – Elaboração própria.

13 Para maiores detalhes sobre a trajetória individual de alguns dos mais importantes países em desenvolvimento, ver, neste mesmo boletim, o próximo texto desta seção, de André Martins Biancarelli.

14 Grupo de treze países que antes integravam a União Soviética, entre os quais Rússia, Ucrânia e Geórgia.

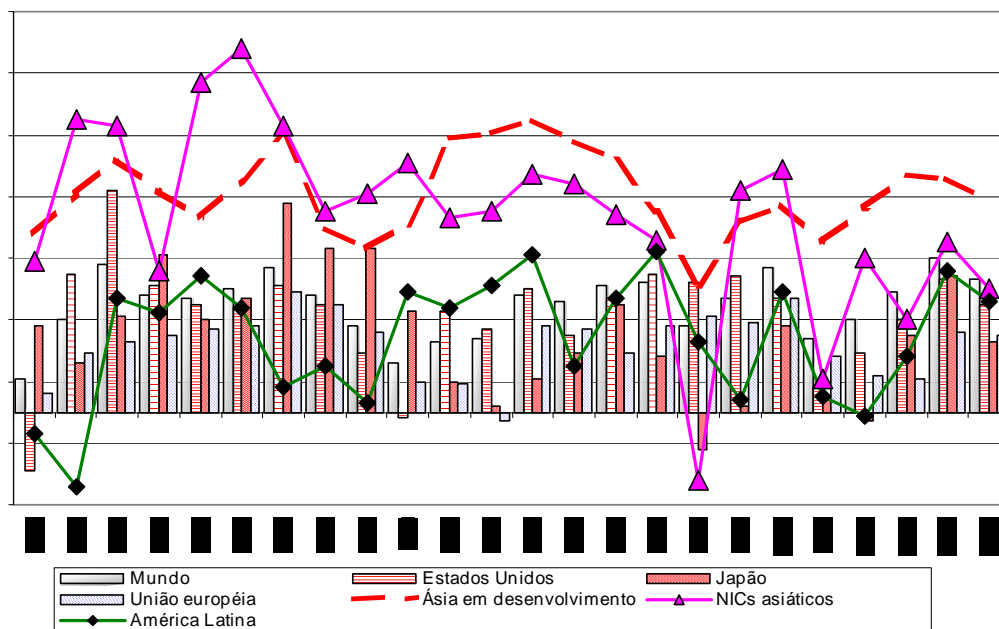
Ao longo desse quarto de século, os diferenciais nas taxas de crescimento produziram

resultados acumulados de grande importância. Nos últimos anos, o sub-conjunto de países em desenvolvimento passa a responder – se nele incluímos os “novos ricos” asiáticos – por praticamente metade do PIB global. De 1980 a 2005, a confirmarem-se as previsões, o mundo em desenvolvimento terá ganho 8,2 pontos percentuais de participação no PIB global. O número agregado esconde a enorme desigualdade na distribuição dos ganhos e perdas. Do ponto de vista dos países desenvolvidos, conforme já destacado em boletim anterior, destaca-se a robustez da participação norte-americana, estacionada em torno dos 20% do PIB global. Perderam espaço para o mundo em desenvolvimento o Japão e, principalmente, a União Européia. Entretanto, o ganho do mundo em desenvolvimento foi inteiramente açambarcado pela “Ásia dinâmica”, cuja participação terá passado de 12,1% do PIB global em 1980 para 28,3% em 2004 – valor que supera as participações singu- larmente conside- radas de Estados Unidos e União Européia. Esse enorme ganho será distribuído entre China (9,8 pontos), demais países do grupo “Ásia em Desenvolvimento” (4,1 pontos) e NICs asiáticos (1,7 pon-to). Do outro lado da balança, para o mesmo período, será possível conta-bilizar as perdas de 2,2 pontos do Hemisfério Ociden- tal e de 5,9 pontos do “resto do mundo em desenvolvimento”.

Como sinaliza o Gráfico 2, baseado nos dados e previsões do FMI, em 2004 deve ocorrer

uma aceleração sincronizada do crescimento global. De fato, a aceleração é a norma para quase todos os agrupamentos de países considerados pelo FMI, à exceção do Oriente Médio (com queda na taxa de crescimento de 6,0% em 2003 para 5,1% em 2004) e do grupo “Ásia em Desenvolvimento” (que exclui os 4 primeiros NICs), cujo crescimento cairia, mas de 7,7% em 2003 para... 7,6% neste ano. Haverá mais crescimento em todos os países e blocos que compõem o agregado “economias avançadas”,¹⁵ impulsionando-o dos 2,1% de 2003 para 3,6% em 2004. O resto do mundo – o agregado heterogêneo de economias denominado “outros países emergentes e países em desenvolvimento” – também ganharia velocidade, passando de 6,1% para 6,6%. No interior desse grupo, o crescimento aceleraria no “Hemisfério Ocidental” (de 1,8% para 4,6%), na Europa Central, na ASEAN-4¹⁶ e mesmo na África.

Gráfico 2
Taxas anuais de crescimento real do PIB (PPP), países e áreas selecionadas (%)



Fonte: Fonte: FMI, WEO database – Elaboração própria.

É interessante ressaltar que a previsão para o ano de 2005 acena para um movimento

¹⁵ Estados Unidos, Japão, U.E. e “outras economias avançadas”, sub-grupo que inclui os NICs asiáticos.

¹⁶ Indonésia, Malásia, Tailândia e Filipinas.

igualmente homogêneo nas várias regiões da economia global, mas no sentido oposto. O crescimento do PIB global cairia para 4,3%, devido à desaceleração significativa do crescimento tanto no conjunto das economias avançadas quanto no dos países em desenvolvimento. Prever uma moderação do crescimento em 2005 é certamente uma mostra de prudência. Não houvesse outras razões, pelo simples fato de que, mesmo considerado o período todo do pós-guerra, foram raros os episódios de sustentação, por dois ou três anos, de uma tal taxa de crescimento.

Contudo, para muitos analistas, há motivos mais específicos para o exercício da prudência. Assim, segundo o FMI, “os riscos inverteram-se na direção de uma piora do cenário” (IMF, 2004, p. 10). A possibilidade de aumentos adicionais nos preços do petróleo, num contexto de crescimento acelerado da demanda e baixa capacidade ociosa na produção e no refino, é a primeira e óbvia fragilidade a ser destacada. A instituição destaca também a hipótese de que pressões inflacionárias superiores às esperadas¹⁷ suscitem respostas de política monetária que venham a afetar de forma adversa a demanda, particularmente no caso dos vários países nos quais parece transcorrer uma bolha imobiliária. De fato, para o FMI, o “principal desafio de curto prazo” consiste em administrar a transição rumo a taxas de juros mais elevadas considerando que, em vários países desenvolvidos e emergentes, as dívidas públicas e privadas são consideravelmente elevadas. Como de hábito, o fundo não deixa de mencionar os “desequilíbrios globais” – uma expressão genérica que de fato designa o rombo no déficit corrente norte-americano e suas possíveis implicações em termos de volatilidade do dólar – e sugere a

¹⁷ É bem verdade que, até aqui, a transmissão das variações dos preços das *commodities* e dos preços ao produtor para os preços ao consumidor foi bastante moderada, tanto na Eurolândia (beneficiada, desse ponto de vista, pela valorização de sua moeda) quanto nos Estados Unidos (a despeito da desvalorização do dólar).

necessidade de maior colaboração asiática no que diz respeito ao manejo das taxas de câmbio.

De forma menos fleumática e mais graciosa, o *Economist*, em seu tradicional *survey* da economia global de setembro, ressalta os mesmos tópicos. Sublinha, porém, de forma mais clara, os riscos de uma contração no consumo norte-americano (e de um *hard landing* chinês) e insiste na tecla há tempos percutida com insistência por Stephen Roach, do Morgan Stanley: o da acumulação de fragilidades decorrente da fuga para a frente promovida pela política monetária excepcionalmente frouxa implementada por Greenspan desde 2001.¹⁸

2 A recuperação norte-americana: ainda sacando a descoberto?

De meados de 2003 para cá, os principais indicadores da economia norte-americana vêm traçando uma trajetória errática e um tanto quanto inusitada. Os mercados rogam aos céus – e a Greenspan – que os conduza rumo a mares dantes navegados. Quando o crescimento se apruma, e com isso reconstitui um cenário que lhes parece familiar, as hostes embarcam na expectativa da expansão econômica com crescimento do emprego, aumento (moderado) dos preços e das taxas de juros de longo prazo. Uns poucos meses depois, o varejo, ou a produção, ou as vendas, ou a confiança dos consumidores dão sinais de fraqueza, e as vozes que insistem na fragilidade desse crescimento se fazem ouvir com mais força.

¹⁸ Entre as fragilidades, o inchaço das operações com *junk bonds*, o volume de *carry trade* (curto em dólar e longo em *commodities* e aplicações em emergentes) e a bolha imobiliária em um amplo grupo de países desenvolvidos, que inclui, além dos Estados Unidos (e de outras economias menores), Reino Unido, Austrália, Nova Zelândia e Espanha. Em alguns deles, a valorização recente dos imóveis foi muito superior àquela nos Estados Unidos. *The Economist*. *Junk bonds – aptly named*, Nov. 4, 2004. Xie, A. *Back to carry trades*. Morgan Stanley. Global Economic Forum, Nov. 3, 2004. *The Economist*. *The world economy – scares ahead*. Sept. 30, 2004.

É interessante comparar o comportamento de alguns indicadores nos trinta e poucos meses decorrentes após o vale da recessão de 2001 com aquele constatado em períodos equivalentes após recessões anteriores. Guardadas algumas diferenças metodológicas, o exercício tem sido proposto, nos últimos tempos, pelo *Economist* e pelo BIS, entre outras instituições. Privilegiamos aqui, inicialmente, as variáveis centrais empregadas pelo National Bureau of Economic Research (NBER) para datar picos e vales do ciclo econômico norte-americano: o PIB, as vendas (atacado e varejo), a produção industrial, a renda real disponível (exclusive transferências) e o emprego total não-agrícola.¹⁹ Diferentemente do NBER, que propõe uma comparação entre a

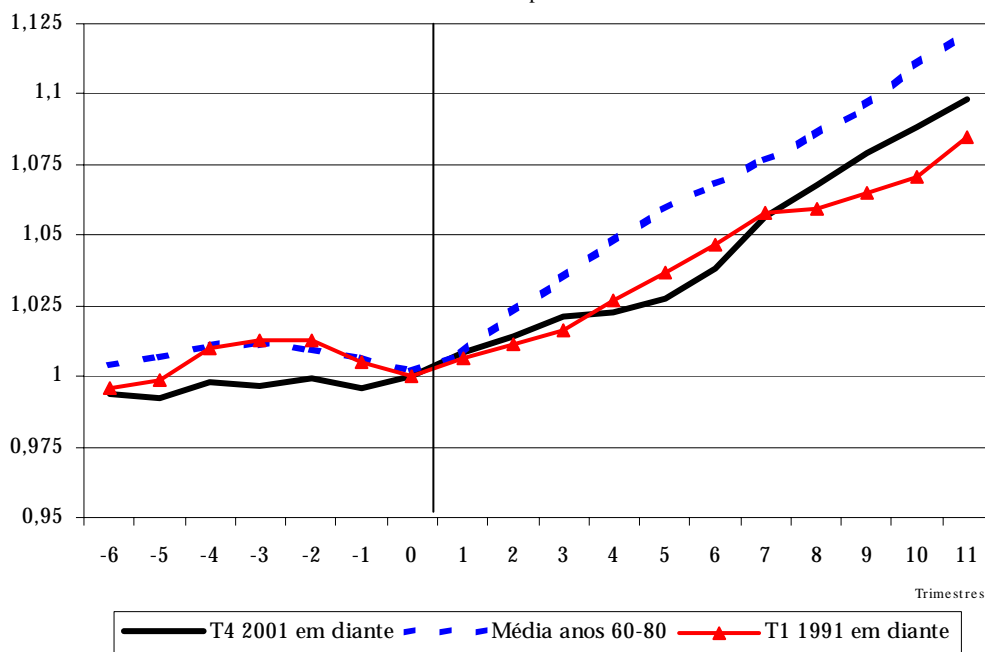
performance pós-2001 com uma média da performance após as seis recessões anteriores, preferimos tratar separadamente a recuperação após março de 1991, por ter sido a primeira a merecer o epíteto *job-less*.²⁰ Em cada gráfico, o valor da variável é 1 no mês ou no trimestre correspondente ao vale cíclico (na iminência, portanto, da recuperação econômica).

A primeira constatação é que, na média para os anos 60-80, a economia norte-americana recuperava-se das recessões com muito mais vigor, sob o ponto de vista de todas as variáveis escolhidas. Já a comparação entre as duas últimas fases de recuperação mostra que a performance pós-2001 só supera aquela verificada pós-1991

no que concerne ao crescimento do PIB. O comportamento mais recente das vendas e da produção industrial é claramente menos dinâmico do que o posterior à recessão passada. Se o Gráfico 5 mostra que, para a renda disponível, as diferenças entre os dois últimos períodos não são tão dramáticas – tendo ficado ambos muito aquém da performance nas décadas anteriores – o Gráfico

6 sublinha a mais importante e enigmática peculiaridade do período recente, relativa ao

Gráfico 3
Crescimento do PIB após recessões¹



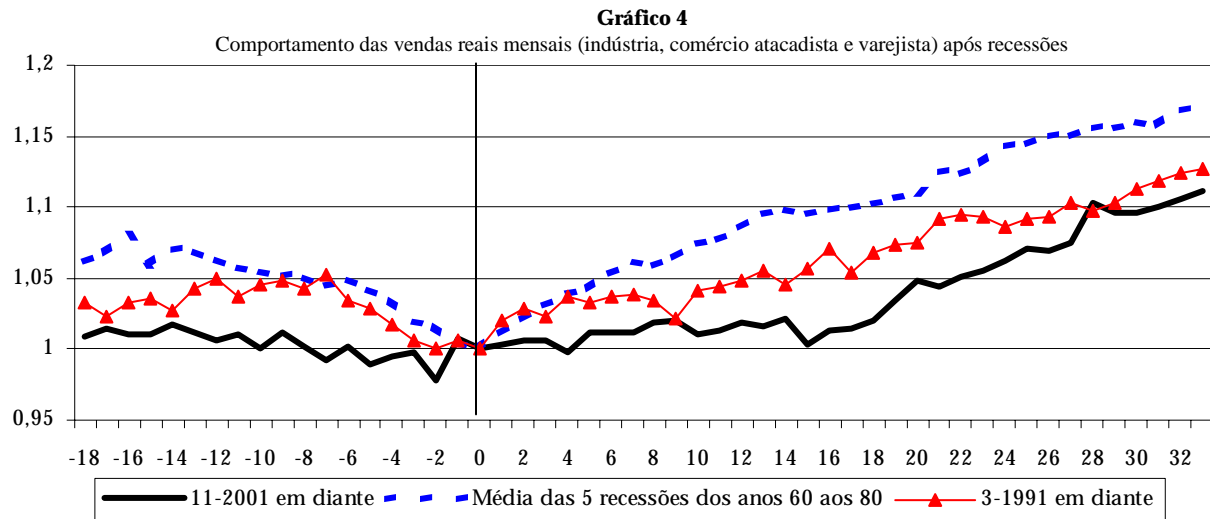
¹ Calculado com base no PIB trimestral
Fonte: NBER e BEA. Elaboração própria.

¹⁹ No caso das quatro últimas variáveis, atualizamos as séries elaboradas pelo próprio NBER, com base na informação pública e mensal divulgada por órgãos do governo norte-americano (BEA, FED e BLS). Já a série mensal do PIB, utilizada pelo NBER, é estimada por uma consultoria privada e não está disponível para o público; por essa razão, empregamos a série trimestral do BEA.

²⁰ A terceira linha do gráfico mostra o comportamento médio após os vales de fevereiro de 1961, novembro de 1970, março de 1975, julho de 1980 e novembro de 1982.

comportamento decepcionante do emprego não-agrícola; este caiu durante quase dois anos, passando a exibir desde então um crescimento lento (com a notável exceção do último outubro e de alguns meses do semestre passado) e titubeante.²¹ Segundo Greenspan, as empresas empenharam-se, nos últimos três anos, em “trilhar todo caminho capaz de evitar novas contratações a despeito das vendas crescentes”. As razões desse comportamento são ainda motivo de polêmica: a desconfiança na sustentabilidade do crescimento (motivando o recurso intensivo a horas extras e a contratações temporárias), o fato de que, pós-2001, a produtividade tenha continuado a crescer de forma relativamente acelerada (o que, porém, pode ser em parte um reflexo da cautela das empresas nas contratações) e a perda de empregos para parceiros comerciais têm sido aventados como possíveis explicações.

O desempenho pouco dinâmico de renda²² e emprego, pós-2001, contrasta brutalmente – e quiçá entre em choque – com o papel do dispêndio das famílias na geração do PIB durante o mesmo período. Como mostra o Gráfico 8, o consumo privado respondeu por uma contribuição positiva equivalente a 73,2% do crescimento do PIB nos 10 trimestres de recuperação transcorridos desde o final de 2001; já a contribuição do investimento não-residencial em capital fixo foi baixíssima para o período tomado como um todo. Aliás, as duas últimas etapas de recuperação dependeram, em grau inusitado, do dispêndio familiar em consumo e em investimento residencial.

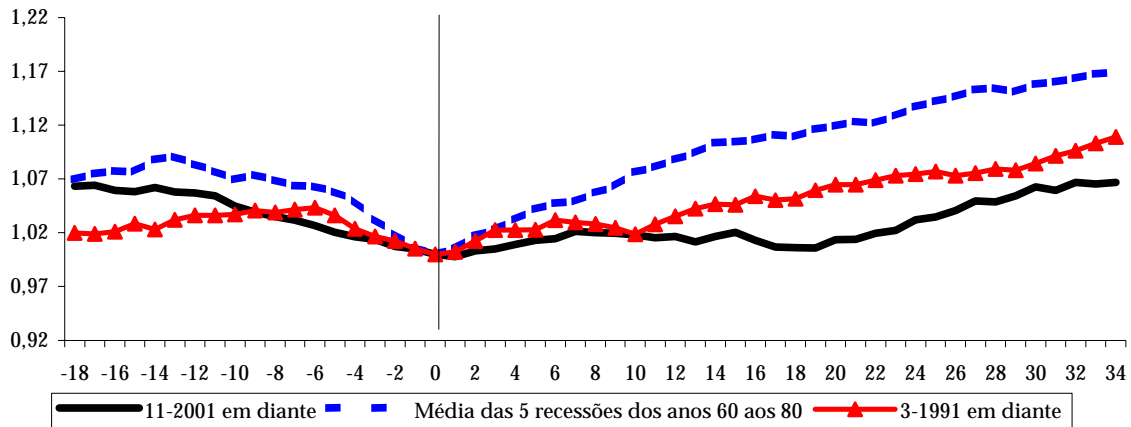


Fonte: FED e BEA – Elaboração própria.

²¹ O lag entre o vale da recessão e o vale nos empregos jamais havia ultrapassado três meses. Price, L. & Fungard, Y. Understanding the severity of the current labor slump. *Economic Policy Institute Briefing Paper*, 2004. Disponível em: http://www.epinet.org/briefingpapers/146/epi_bp146.pdf

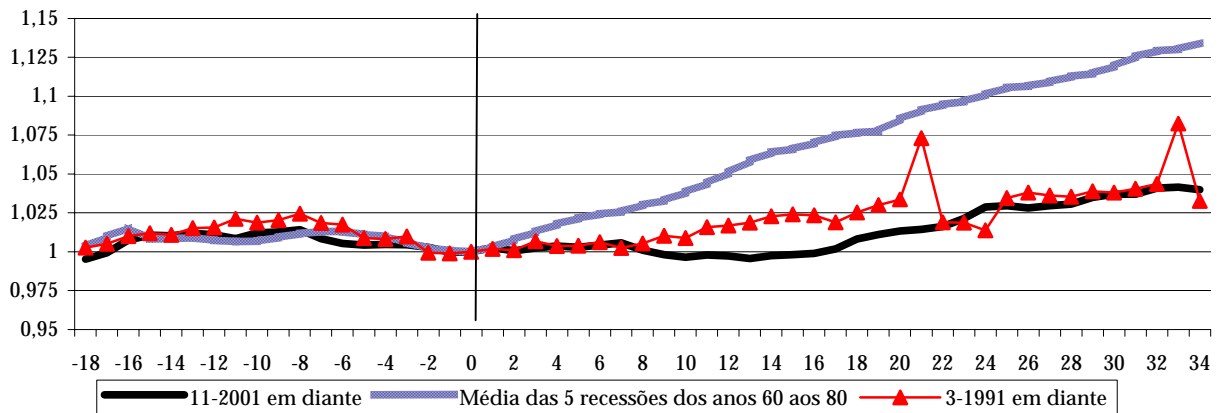
²² Lembra o *Economist* que, na última recuperação, “salários e ordenados no setor privado aumentaram em apenas 2,8% em termos reais, contra um ganho médio de 10,6% nas seis recuperações prévias”. *The Economist*. The great illusion. 30/9/2004.

Gráfico 5
Comportamento mensal da produção industrial após recessões



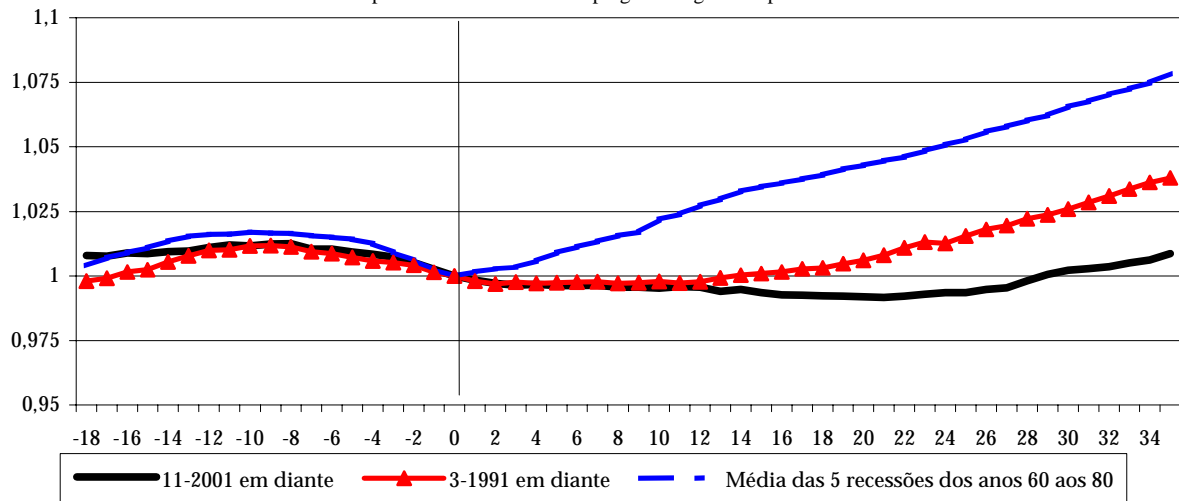
Fonte: FED e BEA – Elaboração própria.

Gráfico 6
Comportamento mensal da renda real pessoal (exclusive transferências) após recessões



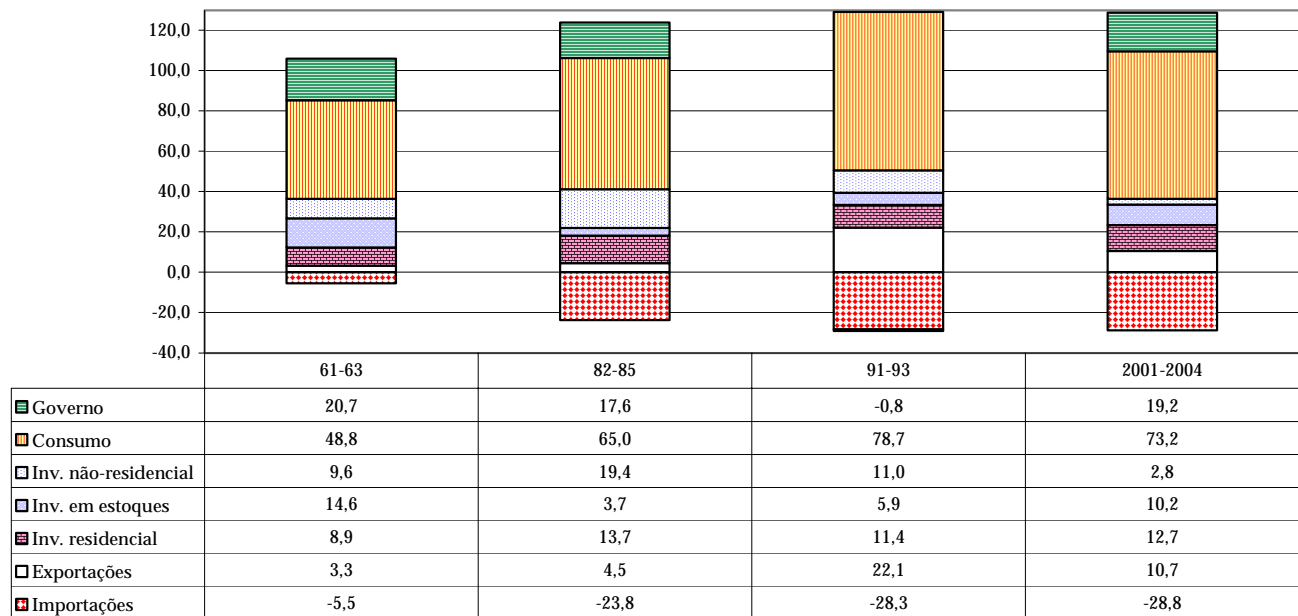
Fonte: FED e BEA – Elaboração própria.

Gráfico 7
Comportamento mensal do emprego não-agrícola após recessões



Fonte: FED e BEA – Elaboração própria.

Gráfico 8
Contribuições ao crescimento dos itens de demanda agregada



Fonte: BEA – Elaboração própria.

A contribuição do governo à última recuperação transcende, é claro, e em mais de um sentido, o valor representado no Gráfico 8 (no qual chama a atenção, igualmente, o ônus cada vez maior representado pelo crescimento das importações). Acrescentando ao aumento do dispêndio os cortes de impostos, o governo pôde reconstituir, como contrapartida do déficit fiscal,²³ o superávit global do setor privado (ver Gráfico 9). Conforme já ressaltamos no suplemento a *Política Econômica em Foco* 3,²⁴ o balanço das

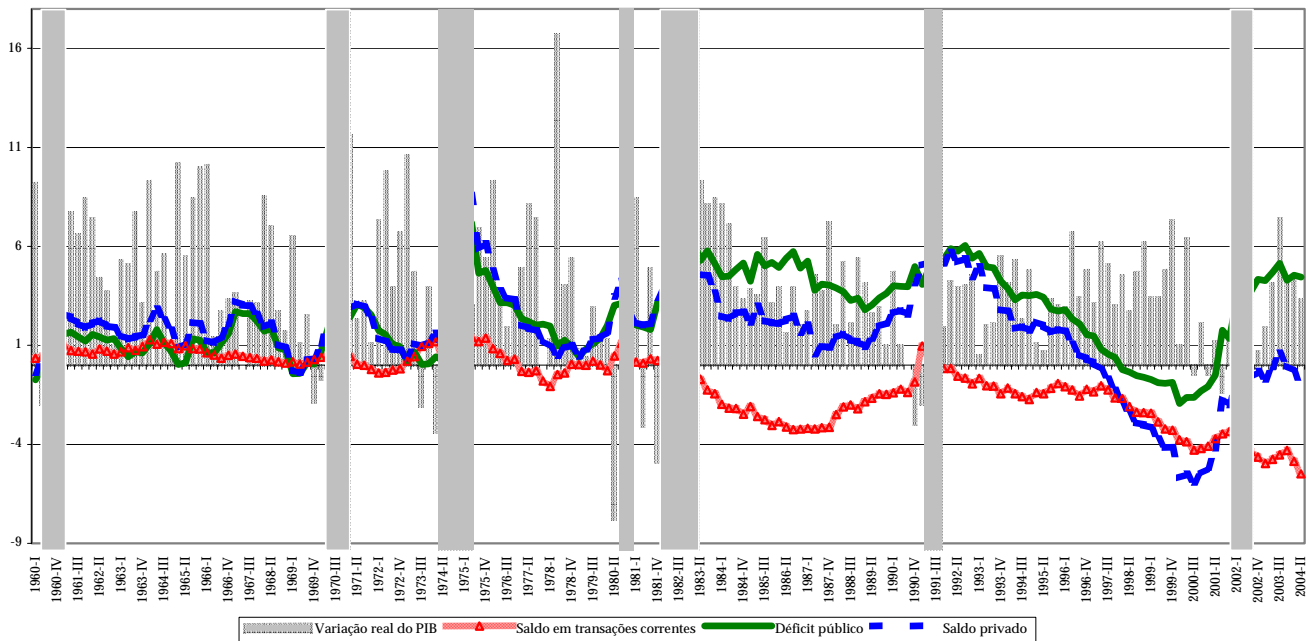
empresas privadas foi o principal beneficiário do esforço governamental. Os dados do FED mostram, para as firmas, saldo financeiro líquido positivo e crescente desde 2001; a relação entre dívida e patrimônio líquido caiu de forma significativa a partir de 2003 (Santos, 2004).

Em exercício semelhante àquele realizado pelo NBER, o BIS (2004, p. 17), comparando a atual recuperação com a posterior a 1991 e com as oito anteriores, destaca o fortíssimo crescimento da taxa de lucro (medida como percentagem do PIB empresarial) após 2001. Mostra também que o comportamento da taxa de investimento (medida da mesma forma), no período recente, não teria ficado aquém do verificado nos períodos anteriores de recuperação. Não há dúvida quanto ao crescimento dos lucros, e tampouco quanto à participação inusitada na renda por estes recentemente obtida. Em relação ao investimento, porém, nossos cálculos indicam (Gráficos 10 e 11), mais uma vez, trajetória inferior às anteriores (a despeito da aceleração recente do investimento não-residencial – ver a seguir).

²³ Atenção para o fato de que, no Gráfico 9, a linha verde representa o *déficit* governamental; o saldo financeiro das famílias e das empresas deduz da renda disponível do setor privado o consumo privado e o investimento (residencial e não-residencial), não correspondendo, portanto, ao conceito de poupança. Explicações sumárias da metodologia desenvolvida por Wynne Godley e empregada no gráfico podem ser encontradas na seção internacional dos números 1 e 2 de *Política Econômica em Foco*. Para maiores detalhes sobre a metodologia e as fontes de informação, bem como para uma análise mais aprofundada do caso norte-americano, ver o ótimo estudo de Cláudio H. dos Santos, a ser publicado em *Economia e Sociedade*, n. 23, jul./dez. 2004 [Santos, C. H. Notas sobre a crescente (e peculiar) fragilidade financeira do capitalismo norte-americano].

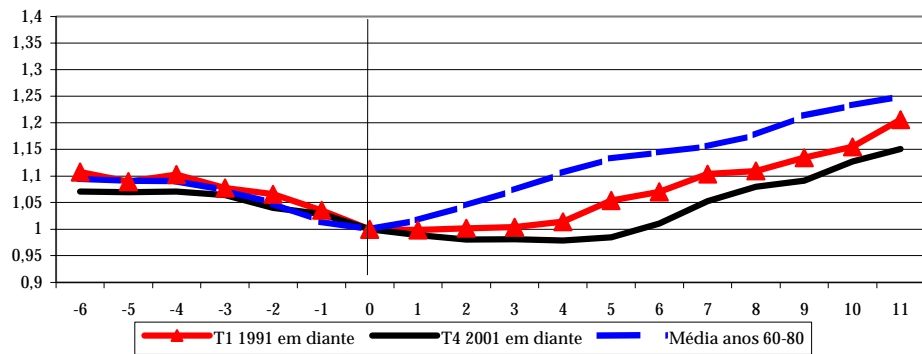
²⁴ Macedo e Silva, A. C. No Fogo Cruzado dos Indicadores Econômicos. 02 set. 2004a. (Suplemento 4).

Gráfico 9
Saldos financeiros dos três macrosetores (% do PIB)



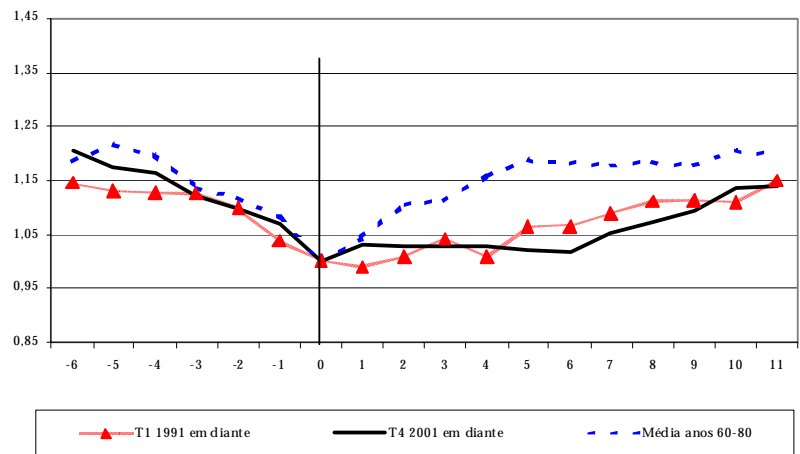
Fonte: BEA – Elaboração própria. As colunas em cinza claro demarcam os períodos de recessão, na cronologia do NBER.

Gráfico 10
Comportamento do investimento privado em capital fixo após recessões



Fonte: BEA – Elaboração própria.

Gráfico 11
Comportamento da taxa de investimento (investimento privado/PIB) após recessões



Fonte: BEA – Elaboração própria.

Já no caso das famílias, o saldo financeiro líquido mantém-se em território negativo desde 1998 (sendo agora da ordem de 2% do PIB). Em outros termos, há mais de meia década as famílias norte-americanas vêm financiando com endividamento o excesso do consumo e do investimento residencial sobre sua renda.²⁵ O resultado está estampado no Gráfico 12: de 1995 para cá, a relação entre os estoques da dívida hipotecária ou relacionada ao consumo passou de 79% para 106% da renda pessoal disponível. O crescimento específico do consumo é atestado pela trajetória da poupança pessoal, no rumo da aniquilação; em setembro, segundo o último boletim do BEA, logrou-se novo recorde, com a poupança alcançando apenas 0,2% da renda pessoal disponível.²⁶

É bem verdade que o patrimônio líquido das famílias, que se contraía entre 2000 e 2002, voltou a crescer desde então. Entretanto, a maior parte dessa recuperação pode ser atribuída a ganhos de capital derivados da propriedade de ações e imóveis. A bolha imobiliária, ainda em curso (bem como a relativa recuperação no valor das ações),²⁷ está entre as explicações mais importantes da resiliência do consumo.²⁸ Parece consensual a idéia de que o efeito-riqueza

associado aos imóveis seja particularmente elevado.²⁹ A institucionalidade norte-americana, que facilita o refinanciamento dos imóveis, e a queda ainda não revertida dos juros sobre as hipotecas permitiram aos consumidores a conversão antecipada em dinheiro vivo do que não passa de ganhos de capital potenciais,³⁰ potenciando esse efeito. A queda dos juros, por outro lado, foi também responsável por suavizar a pressão do serviço da dívida crescente sobre a renda pessoal disponível. Os cortes nos impostos foram, é claro, outro fator de inegável importância.

O impacto favorável dos ganhos de capital sobre o dispêndio das famílias assenta-se, porém, pelo menos em parte, sobre o que o *Economist* denomina uma “ilusão patrimonial” (“*wealth illusion*”). A revista refere-se ao fato de que, no caso das residências, o enriquecimento dos proprietários tem como contrapartida o empobrecimento dos demais cidadãos. Um outro aspecto do problema, porém, consiste na instabilidade do valor de imóveis e ações. Uma eventual deflação de ativos comprometeria de forma potencialmente ruínosa o patrimônio líquido e a capacidade, por parte das famílias, de servir a dívida por elas contraída.³¹

²⁵ Segundo Roach, nos últimos quatro anos, “a expansão dos passivos das famílias foi 65% superior ao crescimento do PIB norte-americano. Roach, S. The day after tomorrow. Morgan Stanley. Global Economic Forum, Nov. 1, 2004.

²⁶ Por sinal, o exame do déficit comercial norte-americano por categorias de uso “revela que o maior componente do déficit comercial está nos bens de consumo e nos automóveis – refletindo a tendência declinante da poupança familiar. De fato, praticamente todo o déficit pode ser atribuído a essas duas categorias!”. Mann, C. L. Managing exchange rates: achievement of global re-balancing or evidence of global co-dependency? *Business Economics*, Jul. 2004.

²⁷ Entre abril e junho deste ano, os imóveis valorizaram-se a uma taxa anualizada de 11,5%, acima dos 10% verificados, para o mesmo período, nos três anos anteriores (Financial Markets Center. *Flow of funds brief: September 16, 2004*). O *Economist* calcula que o preço médio das residências norte-americanas tenha subido 40%, em termos reais, desde 1995 (The great illusion, Sept. 30, 2004).

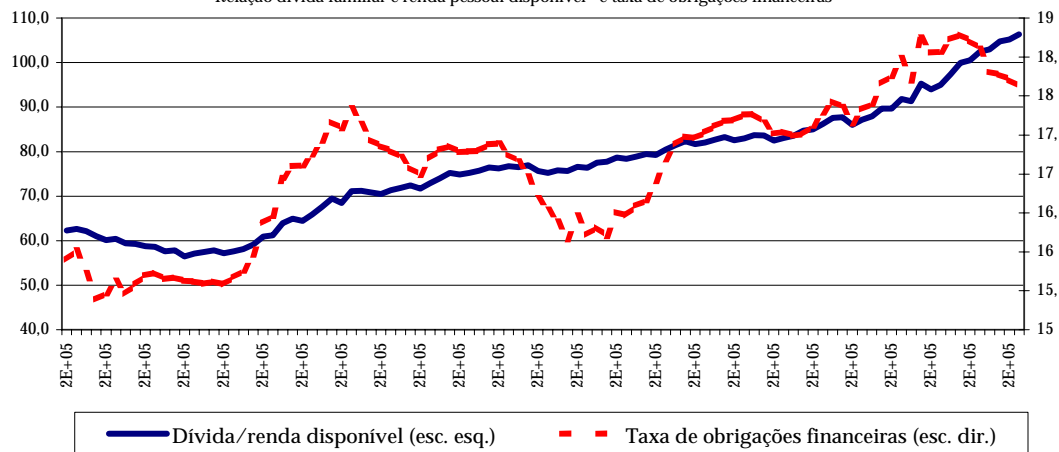
²⁸ Segundo o *Economist*, “graças aos preços ascendentes das residências e a uma recuperação parcial nos preços das ações, o valor dos ativos totais das famílias aumentou em um recorde de US\$ 6 trilhões no ano passado, equivalente a 70% da renda pessoal disponível”. *The Economist*. The great illusion. Sept. 30, 2004.

²⁹ Até mesmo porque a propriedade das ações é ainda extremamente concentrada nas mãos das famílias mais ricas. A propriedade de imóveis – que são ainda o ativo mais importante no portfólio das famílias – é mais bem distribuída; 64% das famílias eram proprietárias de imóveis em 1994, e 68,3% em 2003. Cf. Economic Policy Institute. *The state of working America 2004-2005*. 2004.

³⁰ Esse tópico foi já abordado em Macedo e Silva. A caravana e a bolha (um espetáculo pós-moderno). *Política Econômica em Foco* 3, jan./abr. 2004b. Até início de novembro, a taxa sobre as hipotecas de 30 anos, de 5,65%, era menor do que aquela vigente um ano atrás. A expectativa de elevação dessas taxas parece estar estimulando a atividade no mercado, no qual uma parcela bastante elevada (47,7%) ainda correspondia a refinanciamentos. Reuters. U.S. Mortgage Applications Rise. Rates Climb, Nov. 3, 2004.

³¹ “As taxas de poupança estão baixas, em grande parte, porque famílias e empresas vêem a apreciação de atividade como uma *proxy* das poupanças de longo prazo. No entanto, a fragilidade dos mercados de ativos põe em questão essa hipótese crucial. Essa foi certamente a lição da bolha bursátil do final dos anos 90 e pode bem ser o caso se a corrente bolha imobiliária explodir”. Roach, S. The day after tomorrow. Morgan Stanley. Global Economic Fórum, Nov. 1, 2004.

Gráfico 12
Relação dívida familiar e renda pessoal disponível¹ e taxa de obrigações financeiras²



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 alugueis, seguro residencial, *leasing* de automóveis e impostos sobre a propriedade.

Fonte: FED – Elaboração própria.

A fragilidade financeira das famílias norte-americanas decorre não apenas do tamanho da dívida, mas do fato de que uma fração historicamente inédita dessa dívida é servida por taxas de juros flutuantes.³² O aumento dos juros afeta hoje quase 25% dessa dívida, contra algo em torno de 15% em 1994. Parte importante dessa mudança pode ser atribuída ao peso crescente das hipotecas com taxas flutuantes, preferidas por muitas famílias por conta dos juros mais baixos e a despeito do risco de surpresas desagradáveis no futuro.

Em vários outros países desenvolvidos, períodos prolongados de exuberância do consumo familiar, estimulado pela liberalização financeira e por bolhas de ativos, perdendo fôlego, redundaram em episódios de rápida recuperação das taxas de poupança, com fortes impactos negativos sobre o PIB. Por esse motivo, o conjunto de variáveis pertinentes à decisão de dispêndio familiar (emprego, salários reais, confiança, preços de imóveis, etc.) tem sido acompanhado com particular ansiedade pelos analistas que enxergam no estado das finanças das famílias um fator de fragilidade da recuperação econômica.

³² Benjamin Tal, Avery Shenfeld and Leslie Preston. *Higher US Rates: Why a Little Means a Lot*. CIBC World Markets. Disponível em: <research.cibcwm.com>.

Para onde caminha a economia norte-americana? No melhor dos mundos possíveis, o encantamento que entorpece renda familiar e emprego desfaz-se; a obsolescência mais rápida (de um equipamento de capital fixo cada vez mais concentrado em computadores, *softwares*

e afins) contribui para que o investimento cresça de forma sustentada; a desvalorização (ordenada) do dólar rende os frutos esperados na forma de uma queda do déficit comercial; ações e imóveis mantêm seus preços. Tais condições permitiriam conciliar crescimento do consumo e redução na fragilidade financeira das famílias.

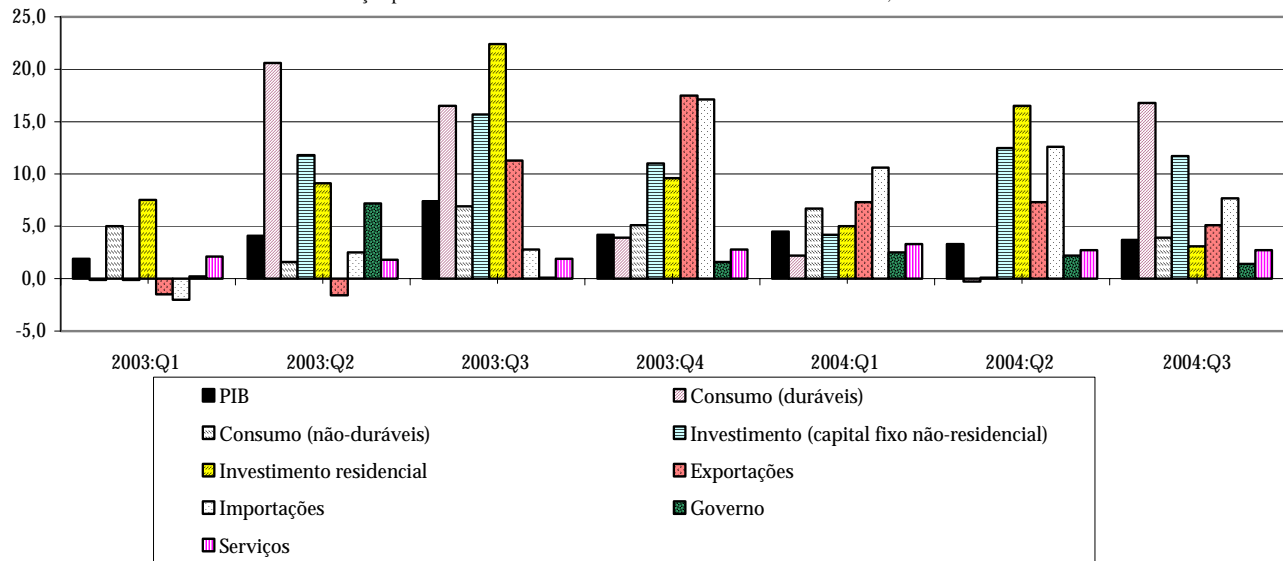
Os dados relativos ao PIB (Gráficos 13 e 14) no segundo trimestre deste ano, aliados a um conjunto de outros indicadores mensais, ensejaram, em meados deste ano, a percepção de que a economia norte-americana atravessava um *soft patch*, atribuído por muitos ao impacto da alta dos preços do petróleo sobre o gasto das famílias. De fato, o crescimento do consumo³³ despencou de 4,1% no primeiro trimestre para 1,6% no segundo, para o que contribuiu uma contração nas compras de bens duráveis e uma virtual estagnação no consumo de não-duráveis. Verificou-se, por outro lado, também no segundo trimestre, uma forte aceleração no investimento não-residencial.

³³ Como em todos os demais dados do BEA para produto e despesa, trata-se de taxas de crescimento sobre o trimestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal e anualizadas.

Gráfico 13

PIB norte-americano.

Variação percentual anualizada e dessazonalizada contra trimestre anterior; itens selecionados



Fonte: BEA – Elaboração própria.

Seriam sinais de uma transição a um crescimento mais equilibrado? Dificilmente, dado que, ainda no segundo trimestre, o investimento residencial crescia a 14,2%. Além disso, nos dados preliminares para o terceiro trimestre, divulgados no final de outubro, não há vestígios óbvios dessa recomposição da demanda agregada. O crescimento do PIB, apesar de inferior aos 4,2% previstos pelo mercado, chegou a 3,7%. O número não é muito maior do que os 3,3% registrados no trimestre anterior. Sua decomposição por itens de demanda mostra, porém, algumas diferenças importantes: o consumo voltou a crescer (4,6%), com destaque para o salto de 16,8% nas demanda por duráveis. Já o investimento residencial ganhou ainda mais aceleração, atingindo uma taxa de 14,9%. Deu-se o contrário com o investimento não-residencial, mas devido à queda no crescimento do item “estruturas”, em que o dispêndio ainda não retomou o pico de 2000.

Vale a pena analisar o comportamento do investimento de forma um pouco mais detalhada. Os números-índice do BEA para o investimento real têm em 2000 o seu ano-base; de fato, foi aquele, até pouco, o ano de pico do investimento não-residencial após 1995 – só no terceiro trimestre do ano corrente o índice voltou a acusar um valor (discretamente) superior à base 100, de 100,8. Do ponto de vista desse agregado, então, a economia norte-americana apenas agora retorna ao nível atingido em 2000.

É prudente, contudo, não subestimar a retomada do investimento não-residencial norte-americano. Como se sabe, durante os anos 90, o peso do investimento em equipamentos e *software* aumentou cada vez mais em relação ao investimento em estruturas.³⁴ Essa tendência não se reverteu após a recessão, e provavelmente é de caráter estrutural. O investimento em

³⁴ O BEA divide o investimento em equipamento e *software* em quatro sub-componentes: investimento em equipamento de processamento de informação e *software* (submetido a outras desagregações), investimento em equipamentos industriais, equipamento de transporte e outros equipamentos.

equipamentos e *software* voltou a crescer a partir do início de 2003, particularmente no que diz respeito ao sub-item “equipamento de processamento de informação e *software*” – que é hoje o item de maior peso na composição do investimento não-residencial. No terceiro trimestre do ano corrente, o valor do investimento nesse sub-item superava seu pico de 2000 em 22 pontos percentuais (88 pontos percentuais no caso do sub-grupo “computadores e equipamento periférico”). A recuperação do investimento em equipamentos industriais foi muito menos pronunciada – o índice mostra uma perda de 6,3 pontos percentuais. A pior situação, porém, é a do investimento em estruturas, ainda 22,5 pontos percentuais inferior ao pico de 2000. Cabe ressaltar ainda que, de 2003 para cá, as taxas médias de crescimento do investimento em equipamentos industriais e em equipamentos de processamento de informação e *software* foram muito semelhantes. Desde então, como se pode observar no gráfico 14, o investimento voltou a contribuir de forma expressiva para o crescimento da economia.

Os Gráficos 8 e 14 evidenciam, para o período pós-2001 como um todo e para cada um dos trimestres, a contribuição fortemente negativa do déficit comercial para o crescimento do PIB. O Gráfico 9, por seu turno, ilustra uma outra característica da recuperação recente (de fato, de todo o período posterior à recessão de 1991): o crescimento do déficit em conta corrente. No caso norte-americano, tal crescimento reflete fundamentalmente a trajetória do déficit comercial (ver, por exemplo, Mann, 2004), já na casa dos US\$ 50 bilhões mensais.

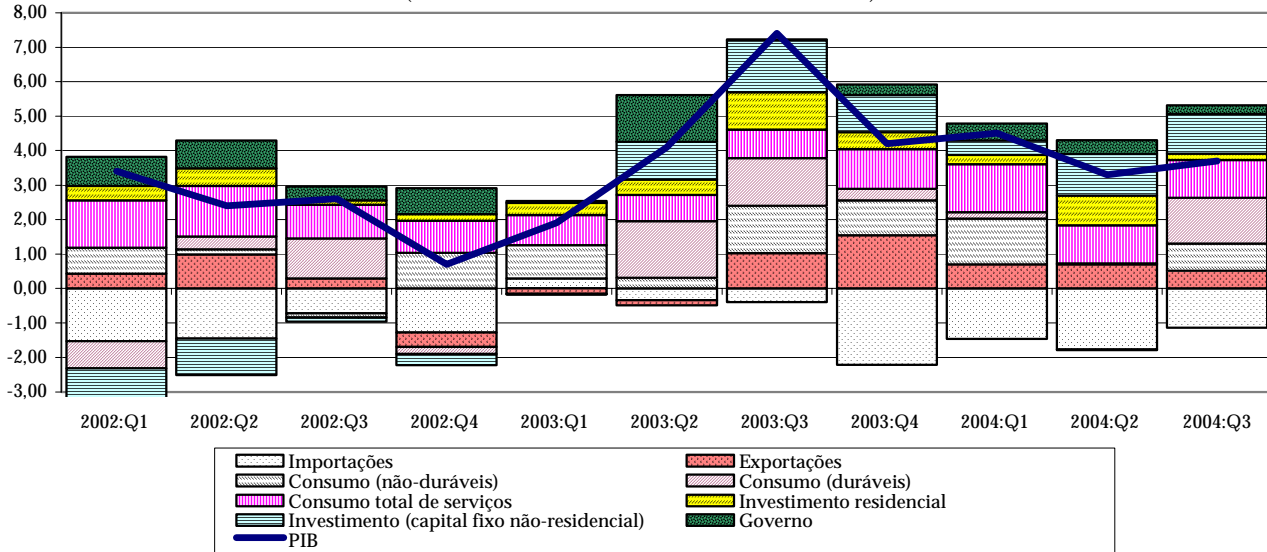
Comparado ao PIB, o déficit corrente atingiu 5,7% no segundo trimestre. Para vários analistas, poderá chegar à casa dos 7% já em

2005.³⁵ O crescimento do déficit – como a ausência, até o momento, de qualquer sinal de reversão da tendência³⁶ – é um dos fatores explicativos da desvalorização do dólar a partir do início de 2002. Segundo Mann (2004), o crescimento mais acelerado dos Estados Unidos em relação a parceiros importantes como Eurolândia e Japão ajudaria a explicar o fato de que, até aqui, a desvalorização do dólar iniciada em 2002 não tenha conduzido a uma redução do déficit comercial do país. A elasticidade-renda das importações norte-americanas é muito superior à das exportações (em relação à renda do resto do mundo); tudo mais constante, os Estados Unidos precisariam crescer mais lentamente do que os demais países para que se produzisse uma redução do déficit comercial. Por outro lado, é bem sabido que os efeitos da desvalorização do dólar sobre os termos de troca são amortecidos pelo próprio caráter do dólar como moeda de denominação das *commodities*, por operações de *hedge* (que, é certo, não podem prolongar-se indefinidamente) e pela redução de margens pelas empresas estrangeiras que não desejem colocar em risco seu quinhão no mercado norte-americano.

³⁵ Roach, S. Cracked façade. Morgan Stanley. Global Economic Forum, Oct. 25, 2004 e Mann (2004).

³⁶ Segundo Mann (2004), o crescimento mais acelerado dos Estados Unidos em relação à Eurolândia, ao Japão e a alguns outros parceiros comerciais ajudaria a explicar o fato de que, até aqui, a desvalorização do dólar não tenha conduzido a uma redução do déficit comercial do país.

Gráfico 14
Estados Unidos: contribuição de itens selecionados à variação percentual do PIB
(anualizada e dessazonalizada contra trimestre anterior)



Fonte: BEA – Elaboração própria.

Para Godley et al. (2004),³⁷ é indispensável incluir o aumento do passivo externo líquido norte-americano³⁸ entre as fontes da deterioração das contas correntes norte-americanas. Como é bem sabido (e pouco compreendido), embora o estoque líquido de investimento direto norte-americano seja apenas levemente positivo, as remessas de lucro das multinacionais norte-americanas superam em boa margem as remessas efetuadas por multinacionais em operação nos Estados Unidos. As demais remessas de rendimentos, porém, que consistem fundamentalmente em pagamentos realizados pelo governo norte-americano, cresceram a ponto de praticamente zerar o balanço de rendas. Com o aumento em curso dos juros norte-americanos, a conta poderá rapidamente tornar-se negativa.

O último relatório anual do BIS lembra, como várias outras fontes, que, mesmo para os países desenvolvidos, o limiar crítico da relação entre déficit corrente e PIB situa-se em torno de 5%; a história recente registra um grande número de episódios em que o déficit corrente, tendo atingido tal limiar, reverte-se de forma aguda, em processo acompanhado de efeitos negativos sobre o PIB.

Dado esse retrospecto, não tem sido pequeno o esforço no sentido de definir cenários em que a continuidade do processo de desvalorização suscitaria trajetórias mais “sustentáveis” do déficit corrente. Tal pesquisa esbarra em pelo menos duas dificuldades. A primeira decorre da incerteza na avaliação dos impactos das mudanças estruturais em curso sobre os parâmetros acima referidos. Pensamos, em particular, no aprofundamento do processo de integração das economias asiáticas e em sua transformação na “oficina” manufatureira do mundo; é possível, em outras palavras, que hoje em dia, a obtenção de resultados palpáveis para a balança comercial norte-americana exigisse uma

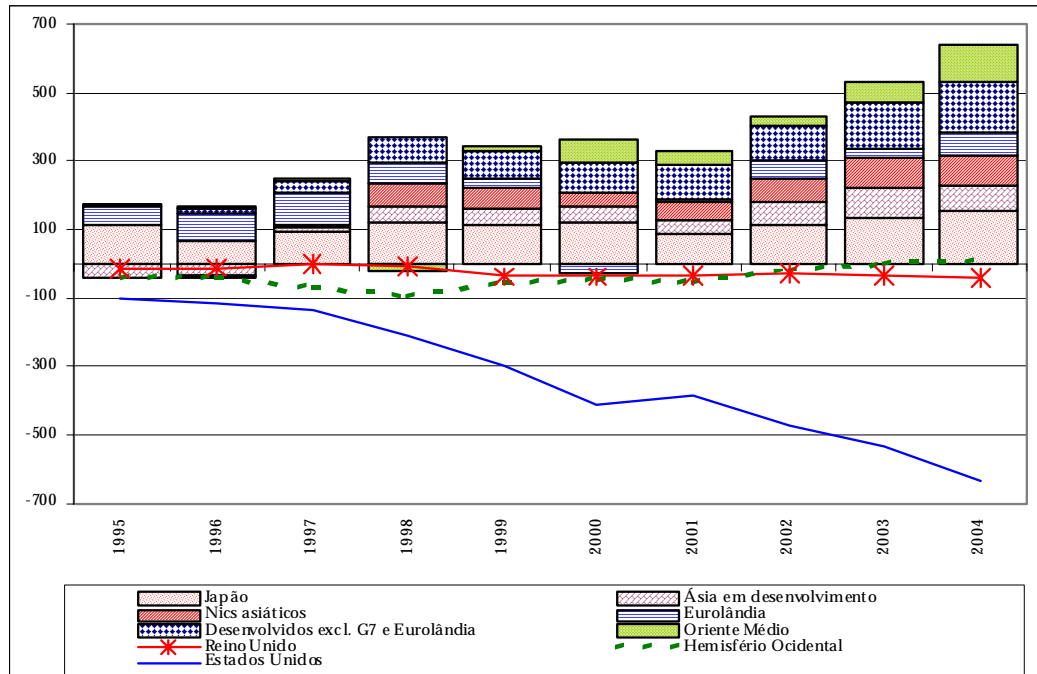
³⁷ Godley, W., Izurieta, A., Zezza, G. Prospects and policies for the US economy – why net exports must now be the motor for US growth. Levy Institute. 2004.

³⁸ Segundo estimativa do HSBC, citada por Martin Wolf, o passivo externo líquido norte-americano fechará o ano em torno de 40% do PIB, podendo chegar a 90% no final da década. Wolf, M. Why the US election matters. *Financial Times*, Oct. 26, 2004.

desvalorização cambial muito mais pronunciada (e por isso talvez menos “administrável”).³⁹

basicamente, a questão da sustentabilidade não está colocada.

Gráfico 15
Saldos em conta corrente, países e grupos selecionados (US\$ bilhões)



Fonte: FMI, WEO database – Elaboração própria.

Uma segunda dificuldade consiste em definir o que seja sustentabilidade do déficit no caso da principal reserva internacional (BIS, 2004: 94): o status do dólar granjeia-lhe um papel peculiar, tanto do ponto de vista das decisões privadas de aplicação de capital quanto das decisões dos bancos centrais acerca da constituição e da alocação das reservas oficiais. Para alguns analistas, esse mesmo papel, articulado ao peso na economia global conquistado pelo bloco asiático, significaria que,

partida das importações de bens e das exportações de capital realizadas pelos Estados Unidos. A partir de certo ponto, o processo enseja acumulação de reservas por parte da periferia, prontamente reaplicadas em ativos denominados em dólar. Reconstitui-se, com isso, um sistema semelhante ao de Bretton Woods, no qual as moedas da periferia são fixas ou flutuam numa estreita margem em relação ao dólar. Com a constituição de um estoque de capital competitivo, a antiga periferia tende a incorporar-se ao centro de países desenvolvidos, renegando a antiga estratégia, o que só porá em risco a estabilidade da moeda central na ausência de uma nova periferia em ascensão. Isso teria ocorrido nos anos 70, mas seria evitado, no futuro próximo, por uma nova

Segundo Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2003a),⁴⁰ a Ásia desempenharia agora o papel que, no pós-guerra, foi encenado por Europa e Japão. Uma “periferia” em processo de crescimento acelerado define uma política agressiva de câmbio desvalorizado e aceita (com satisfação decrescente no tempo) a moeda norte-americana como contra-

³⁹ Para Godley (2004), uma trajetória adequada exigiria uma desvalorização anual média de 5%, entre 2002 e 2008, totalizando 33% em termos reais. Já o cenário mais favorável delineado por Mann (2004) presume uma desvalorização anual de 10% até 2010. Este último exercício *não* considera o impacto da desvalorização sobre o crescimento do resto do mundo, de alguma forma contemplado no primeiro. A diferença entre essas duas estimativas (mas há muitas outras), vê-se, não é pequena. A título de curiosidade, vale ressaltar que, para Mann, a manutenção da taxa de câmbio nos patamares deste ano conduziria a um déficit corrente da ordem de 13% em 2010.

⁴⁰ Ver, especialmente, Dooley, M. P., Folkerts-Landau, D. & Garber, P. *As essay on the revived Bretton Woods system*. 2003. (NBER Working Paper Series 9971). Dooley, M. P., Folkerts-Landau, D. & Garber, P. *The revived Bretton Woods system: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and Exchange rates in center economies*. 2003 (NBER Working Paper Series 10332).

onda de países em desenvolvimento, entre os quais a Índia. Daí a aposta dos autores na estabilidade do arranjo atual.

Do início de 2002 para cá, o dólar desvalorizou-se, em termos efetivos, contra uma cesta ampla de moedas, em aproximadamente 12%. Contra o euro, porém, a desvalorização nominal superou 30%. Contra o Japão, foi da ordem de 20%. Valorizaram-se fortemente a libra esterlina e os dólares canadense, neozelandês e australiano. Já no continente asiático, enquanto China e Hong Kong sustentaram a paridade em relação ao dólar, as moedas de outras economias importantes, quando se valorizaram, fizeram-no em porcentagem ainda inferior à do iene.⁴¹

Não sendo, é claro, suficientes para comprovar a tese de Dooley, o caráter relativamente tranqüilo desse processo e a resistência das moedas asiáticas a acompanhar o euro em sua trajetória de valorização frente ao dólar certamente contribuíram para sua notoriedade e aceitação por muitos nos meios jornalísticos e acadêmicos. O Gráfico 15 mostra, nesse sentido, a importância do superávit em conta corrente mantido pelo bloco asiático (Japão inclusive), especialmente após 1997.⁴²

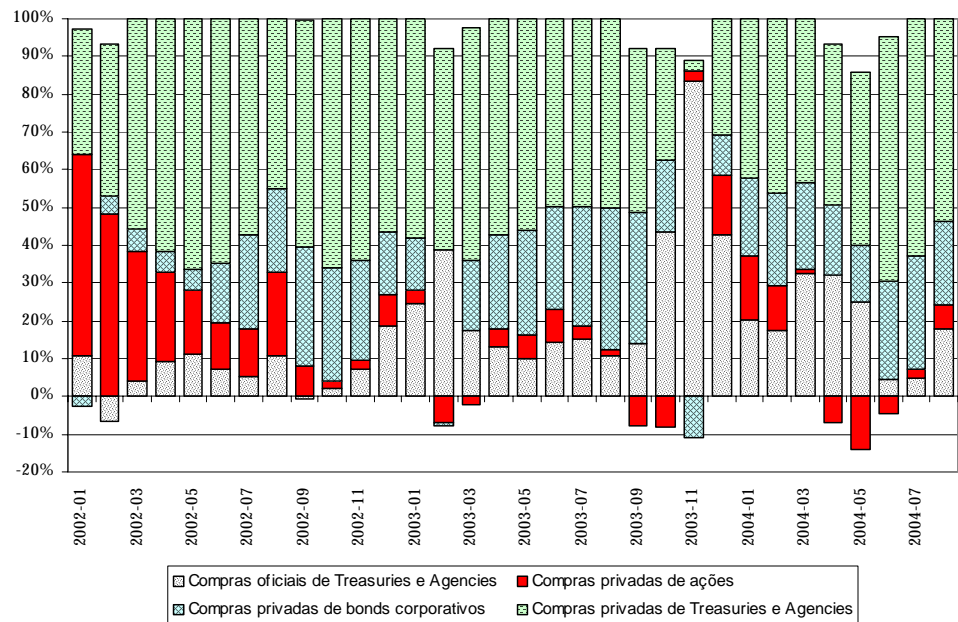
⁴¹ Suscitando, como se sabe, uma escalada das pressões norte-americanas (e também européias) no sentido de maior “flexibilidade” de suas taxas de câmbio. Mais recentemente, declarações de membros do FED foram por alguns encaradas como uma retomada do *talking down* do dólar.

⁴² A partir de quando passa a flutuar na faixa de 50 a 60% do superávit total das regiões mais ou menos sistematicamente superavitárias empilhadas na coluna. Note-se, porém, que a participação de outros blocos está longe de ser desprezível.

A nosso juízo, a descrição da estratégia asiática (bem como sua contraposição à problemática estratégia latino-americana) parece apropriada.⁴³ Além disso, possibilidade de que o dólar seja repentina e definitivamente rejeitado pelos agentes econômicos é obviamente remota. Tudo contribui para a robustez de sua posição central: o dólar é a moeda das famílias e empresas residentes na maior economia do mundo; a moeda que denomina a maior parte das transações comerciais e financeiras internacionais; a primeira escolha de não-residentes em busca de segurança

Gráfico 16

Aquisições líquidas de ativos financeiros norte-americanos por estrangeiros, itens selecionados (Média móvel trimestral, % sobre o total)



Fonte: U.S. Treasury. Treasury International Capital System – Elaboração própria.

⁴³ A Ásia, para Dooley, é uma “*trade account region*”, cuja estratégia de desenvolvimento está centrada na obtenção de superávits comerciais e na acumulação de reservas. Já a América Latina, como a maior parte dos países desenvolvidos, opera como uma “*capital-account region*”, sujeita a flutuações cambiais mais acentuadas e que refletem fundamentalmente as decisões privadas de aplicação de capital. A (exitosa) estratégia “*trade account*” teria por objetivo “subsidiar e construir um estoque de capital doméstico capaz de competir nos mercados internacionais” (Dooley et al., 2003a, p. 1-2). Requer-se, para tal, a presença de controles de capital, pois de outra forma as decisões privadas dos residentes na periferia poderiam inviabilizar a estratégia governamental.

e liquidez e uma opção estratégica de banqueiros centrais.

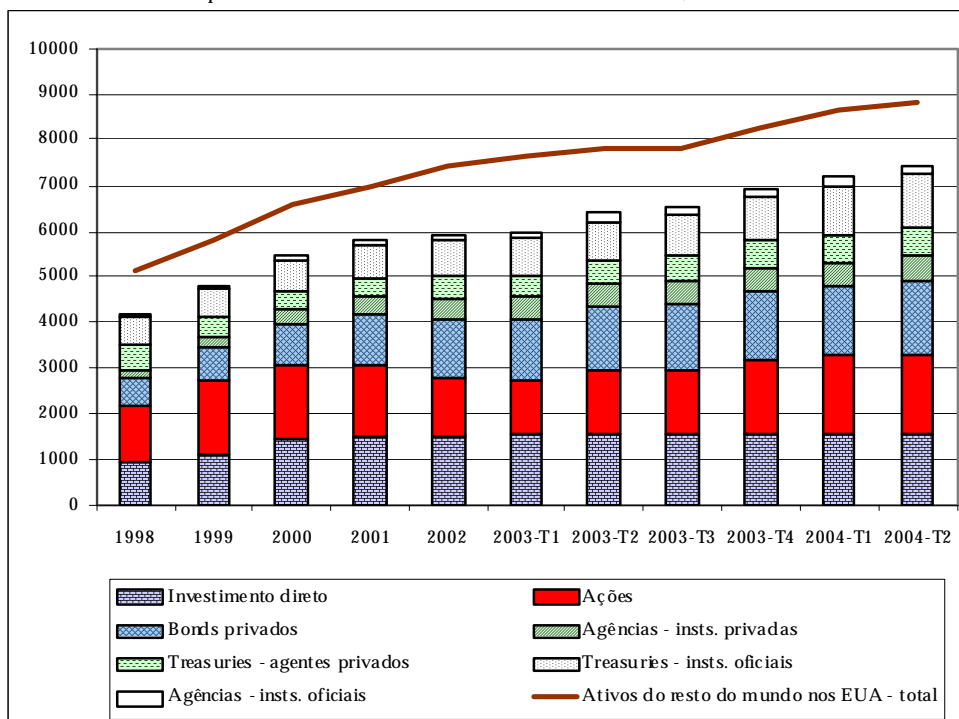
No entanto, a discussão mais relevante – e atual – não diz respeito a transformações radicais na ordem monetária internacional (como, por exemplo, a substituição do dólar por outra moeda de reserva), e sim à possibilidade de que um mergulho mais acentuado da moeda venha a desencadear respostas mais incisivas da parte do FED (como ocorreu, de fato, em 1979!). Para vários autores,⁴⁴ essa possibilidade não está descartada. Eichengreen (2004), por exemplo, destaca, entre outros fatores, a presença do euro e a própria liberalização financeira como fatores potenciais de maior instabilidade nas taxas de câmbio. O primeiro fator sublinha a existência de uma opção muito superior àquelas que existiam nos anos 50 e 60. O segundo chama a atenção para o fato de que, hoje, o papel e o poder dos fluxos privados de capitais é também muito maior do que nas primeiras décadas do pós-guerra.

A obsessão recente pelas operações oficiais de ativos norte-americanos – desenvolvidas, em larga escala, pelos bancos centrais japoneses e chinês, entre outros asiáticos – às vezes parece deixar de lado o peso relativo dos fluxos privados e seu

evidente descompromisso com qualquer outro objetivo que não seja a conciliação de segurança e valorização do capital. Os dados do Tesouro norte-americano para as aquisições líquidas de títulos de longo prazo, apresentados no Gráfico 16, mostram que as operações oficiais são em geral muito inferiores às privadas. Já do ponto de vista dos estoques (Gráfico 17), a disparidade entre o valor dos ativos em mãos oficiais e privadas é ainda maior. Uma mudança significativa na disposição privada de retenção de ativos denominados em dólar teria impactos igualmente significativos sobre as taxas de câmbio na ausência de um esforço colossal (e possivelmente concertado) da parte dos bancos centrais. Não é prudente, portanto, eliminar da lista de possibilidades situações de relativo descontrole nos mercados cambiais. Fortes desvalorizações do

Gráfico 17

Estoques de ativos do resto do mundo nos Estados Unidos, itens selecionados



Fonte: FED *Flow of funds*, elaboração própria.

dólar equivalem a fortes aumentos nas taxas de juros mais longas que remuneram os ativos nele denominados – e no passado suscitaram aumentos também na *policy rate*, adotados no intuito de

⁴⁴ Ver, por exemplo, além das muitas intervenções de Stephen Roach no site do Morgan Stanley, Eichengreen, B. (2004). Global imbalances and the lessons of Bretton Woods. *NBER Working Paper Series* 10497.

conter o processo. Após o longo período de convivência entre bolhas de ativos e crescente endividamento, alterações bruscas nas taxas de juros são particularmente perigosas. As repercussões desse tipo de evento sobre países em desenvolvimento altamente endividados são também bastante conhecidas.

Conclusão

A re-eleição de Bush e a divulgação dos dados do BLS para o emprego em outubro, com seus respectivos impactos sobre os mercados, foram os dois principais tópicos da momentosa semana inicial de novembro.

A primeira notícia dificilmente será registrada entre as grandes contribuições norte-americanas à alegria no mundo. De fato, 49% dos cidadãos norte-americanos e uma fração imponderável dos súditos globais ficaram profundamente decepcionados. Diga-se, porém, que os mercados, de forma geral, reagiram de forma favorável. As ações subiram em muitas das bolsas do globo, um pouco pela dissipação da incerteza, dada a expectativas de que o segundo mandado traga mais do mesmo. No caso das bolsas norte-americanas, a animação provém igualmente da promessa de Bush de mais das mesmas medidas ditas *pro-business*, entre as quais o tratamento tributário favorável aos ganhos de capital e aos pagamentos de dividendos.⁴⁵ Os mercados esperam, aliás, muito mais das mesmas medidas tributárias – esperam, de fato, que parte dos cortes inicialmente aprovados em caráter temporário tornem-se permanentes. Reza o noticiário que também parceiros comerciais importantes sentiram-se aliviados, dada a possibilidade de maior protecionismo numa presidência Kerry.⁴⁶ A vitória eleitoral inequívoca

e o fortalecimento do Partido Republicano no Congresso são outras duas indicações de que Bush terá capital político para implementar seu programa (o que presumivelmente inclui a continuidade das negociações nos âmbitos da OMC e da ALCA).

Mais difícil é saber se a equipe de Bush tem resposta à altura dos desafios à sustentação do crescimento norte-americano. Os mesmos mercados, sempre ciosos da responsabilidade fiscal, perguntam-se como o governo há de conciliar as promessas de consolidar os cortes de impostos e ao mesmo tempo reduzir pela metade o déficit público.⁴⁷

Assim, nos mercados cambiais, a valorização do dólar foi apenas a resposta imediata. Nos dias seguintes, a moeda retomou sua trajetória de queda. No final da semana da re-eleição, o dólar bateu seu recorde de desvalorização em relação ao euro, atingindo também vales de 12 e 8 anos, respectivamente, em relação ao dólar canadense e ao franco suíço (mas de apenas 6 meses em relação ao iene). Enquanto corriam rumores sobre vendas de reservas por parte de países árabes e da Índia, o ouro chegava a um pico de 16 anos.

Antes da eleição, eram fortes as expectativas de um novo *soft patch* no final do ano, justificadas por fatores como a moderação do crescimento do produto e do emprego nos dois últimos trimestres e pela perspectiva de novos impactos da alta do petróleo sobre o consumo. A relativa estabilização do retorno dos *Treasuries* norte-americanos de 10 anos e a recente queda na cotação das *commodities* industriais podiam ser vistas como duas possíveis expressões de uma aposta dos mercados na desaceleração do

⁴⁵ Ver, por exemplo, Reuters. Treasuries Lower as Bush Wins, Nov. 3, 2004.

⁴⁶ Jonquières, G. Trade partners express relief at Bush re-election. *Financial Times*, Nov. 3, 2004.

⁴⁷ Balls, A. Economists still in dark over Bush second term *Financial Times*, Nov. 3, 2004. Para Roach, trata-se da mesma aposta na *supply-side economics* cujos resultados frustraram o governo Reagan. Roach, S. A different America. Morgan Stanley. Global Economic Forum, Nov. 4, 2004.

crescimento. Julgava-se possível, nesse quadro, a adoção, pelo FED, de uma política ainda mais “comedida” para os juros, talvez deixando de elevá-los em uma das duas reuniões do comitê de mercado aberto que ainda ocorrerão neste ano. A conjunção desses fatores refletiu-se numa *yield curve* menos inclinada, com a queda dos juros longos estendendo-se ao âmbito dos ativos privados, inclusive os de maior risco, e dos emitidos pelos países emergentes.⁴⁸

A criação de 337 mil postos de trabalho em outubro, no melhor resultado desde março, introduziu um elemento novo nesse quadro. O número surpreendeu os mercados, que esperavam um aumento de apenas 169 mil postos (superior ao do mês de setembro, mas inflado pelo esforço de reparação nas zonas afetadas pelos tornados). Ensejou ele, com isso, as habituais manifestações de esperança de que, dessa vez, o emprego volte a trilhar uma trajetória mais normal, e deu novo ânimo ao comércio, preocupado com os impactos dos preços do petróleo sobre as vendas de fim de ano.

Os dados do BLS reforçaram também as expectativas de que, nas duas últimas reuniões do FOMC deste ano, o FED continue a erguer (mas sempre de forma “comedida”) a sua *policy rate*. Frente a esses dados, seria de se esperar que houvesse uma valorização do dólar. É intrigante, porém, que, após um breve soluço, este tenha aprofundado seu movimento de queda.⁴⁹

No *front* norte-americano, tudo indica que o comportamento do emprego dividirá as manchetes com os preços do petróleo e com as taxas de câmbio. No *front* chinês, o tema será

ainda o grau de desaceleração da economia. As notícias têm sido, como sempre, nebulosas. De um lado, os dados de setembro para a produção industrial e o investimento mostraram taxas mais elevadas do que as de agosto (mas menores que as respectivas taxas de pico deste ano). De outro, houve uma contração significativa no crescimento das importações chinesas, de 36% em agosto (sobre o mesmo mês em 2003) para 22% em setembro.⁵⁰ As recentes mudanças na política monetária chinesa – que vão bem além da elevação dos juros – são um ponto a mais no torniquete com que o governo procura, embora com cautela, conter o desabalado crescimento econômico.

É sempre reconfortante tecer fantasias sobre o melhor dos mundos possíveis. Não é impossível que o ano de 2005 traga apenas uma moderação do crescimento, e que este caminhe na direção de um melhor equacionamento dos desequilíbrios globais. Mas é imprescindível estar atento à possibilidade de percalços mais significativos nos Estados Unidos e na China. Afinal, parafraseando Caetano Veloso, norte-americanos (e chineses) representam grande parte da alegria (econômica) existente neste mundo...

⁴⁸ Ver *The Economist*. The parable of the cats. Oct. 26, 2004 e *The Economist*. Junk bonds – aptly named. Nov. 4, 2004. Para os índices de risco dos títulos emergentes, ver o próximo texto deste boletim.

⁴⁹ Para uma análise da possível retomada do processo de desvalorização do dólar a partir de finais de outubro, ver *The Economist*. The dollar – the wolf at the door. Oct. 28, 2004. Ver também, na mesma revista, Close, but no cigar. Nov. 3, 2004.

⁵⁰ Para Stephen Roach, a perda de velocidade das exportações chinesas vem sobrepor-se a sinais prévios de enfraquecimento das exportações na Coreia e no Japão. Ver, por exemplo, Roach, S. *Cracked façade*, 25/10/2004, *Canary in the coal mine*. Oct. 8, 2004, e *Danger Zone*. Oct. 12, 2004. Arriscando-se a imputar números ao imponderável, Roach estima em 40% a probabilidade de uma recessão global em 2005.