

SEÇÃO I – ECONOMIA INTERNACIONAL

A Economia Global no Fio da Navalha

Antonio Carlos Macedo e Silva¹

Introdução

Em março de 2001, após 120 meses de crescimento, a economia norte-americana entrou em recessão, encerrando com isso a mais longa (mas não a mais intensa) fase de crescimento econômico por ela já registrada. Não por acaso, no mesmo ano, o crescimento do PIB global perdeu quase 2,5 pontos percentuais, despencando para 2,3%.²

A recessão norte-americana foi há pouco declarada extinta pelo NBER (*National Bureau of Economic Research*). Em comunicado emitido em meados de julho,³ o órgão afirma ter finalmente acumulado evidências suficientes para concluir que o processo recessivo esgotou-se em novembro de 2001: uma recessão, além de curta (dado que a média das recessões norte-americanas no pós-II Guerra foi de 10 meses), suave, ao menos do ponto de vista do comportamento do PIB. A restrição é importante, uma vez que (como lembra o próprio NBER), emprego e taxa de desemprego ainda não deram mostras de recuperação.

A desaceleração sofrida pela economia global, por seu turno, segundo o FMI (2002: 10),⁴ não teria sido suficientemente profunda para constituir-se em recessão. Entretanto, segundo as previsões da instituição, tampouco o PIB global, nos anos de 2002 e 2003, terá voltado a atingir o ritmo verificado na segunda metade dos anos 90.⁵

¹ Com os agradecimentos a Frederico Quaresma Madureira e Cristiana Villas Boas, bolsistas de iniciação científica CNPq-PIBIC.

² Dados do FMI (*International Financial Statistics, IFS*), com base na paridade de poder de compra (PPP).

³ Ver <http://www.nber.org/cycles/july2003/>

⁴ IMF. *World Economic Outlook*. April, 2002

⁵ Não há qualquer consenso acerca da definição apropriada de recessão para a economia global (que não sofre uma contração absoluta desde os anos 30). Nas últimas três recessões globais, como caracterizadas pelo FMI, o PIB cresceu 1,9% (1975), 1,2% (1982) e 1,4% (1991). Uma regra prática, segundo o *Economist*, consiste em tratar como recessão um crescimento global da ordem de 2-2,5% (ver *The Economist*, Defining a downturn, Sept. 2, 2001 e Going Downhill, Sept. 27, 2001).

A economia norte-americana e a economia global, enfim, pareceram temporariamente imobilizadas numa conjuntura de baixo crescimento – num *soft spot*, na expressão usada pelo FMI e pelo BIS. Mas o pior, acreditam muitos, parece ter passado. As expectativas de retomada da economia norte-americana têm encontrado expressão na considerável recuperação dos mercados acionários durante o primeiro semestre deste ano (como também, acreditam alguns, no recente aumento de inclinação da *yield curve* nos Estados Unidos). A OCDE prevê um segundo semestre melhor para todo o G-7 (à exceção da Alemanha, cuja recuperação fica adiada para 2004); já o crescimento das economias da OCDE como um todo deverá passar de uma taxa anualizada de 2,0% no primeiro semestre do ano corrente para 3,1% no primeiro semestre de 2004. E o FMI augura uma saudabilíssima taxa de crescimento do PIB mundial de 4,1% em 2004.

Entretanto, o *soft spot*, lembra o BIS – sempre mais explícito do que o FMI – é *uncomfortable*. Em seu relatório anual, o BIS sintetiza adequadamente aquilo que tem habitado os temores de um amplo espectro de especialistas, dos liberais do *Economist* a keynesianos como Wynne Godley, passando por outros jornalistas, como Martin Wolf, do *Financial Times*, e por analistas de mercado do calibre de Stephen Roach, do Morgan Stanley. “A economia global enfrenta um dilema fundamental, e que se torna mais agudo com o tempo. Como se pode resolver os desequilíbrios no crescimento e nas contas externas entre as principais regiões e ao mesmo tempo manter um robusto crescimento global?” (BIS, 2003a: 142).⁶

O ponto nevrálgico, concordam todos, está no caráter insustentável de vários dos processos que têm caracterizado a performance da economia norte-americana e sua inserção na economia global. Trata-se de processos que alimentaram o *boom* e contribuíram para evitar uma recessão mais profunda. Fizeram-no, porém, por meio da acumulação de desequilíbrios: alguns antigos, como o crescimento dos déficits comercial e corrente e

⁶ BIS. *73rd Annual Report*. 2003a.

do passivo externo líquido norte-americano; outros inéditos, como o surgimento de um enorme déficit financeiro *no conjunto* do setor privado norte-americano (i.e., incluindo as famílias). O “desconforto” resulta da percepção de que uma eventual “fuga para frente” – vale dizer, a tentativa de retomar o crescimento por meio do recurso aos mesmos mecanismos – poderá se mostrar inviável, ou esboroar-se em relativamente pouco tempo. A reversão dos desequilíbrios acumulados ao longo da expansão, por outro lado, dificilmente será trivial e indolor.

Para alguns, a dificuldade está, antes de tudo, no fato de que o ajustamento requer, além de políticas monetária e fiscal “keynesianas” – que um governo como o norte-americano pode pôr em prática sem maiores empecilhos – um realinhamento economicamente delicado e politicamente complexo das taxas de câmbio das principais moedas. A valorização das moedas dos principais parceiros comerciais norte-americanos tem sido, nesse sentido, tratada como condição necessária (às vezes, quase suficiente) à resolução dos males da economia global (Blecker, 2003; Bergsten, 2003).⁷

Do nosso ponto de vista, porém, o realinhamento cambial não oferece uma solução de curto prazo a vários problemas relacionados menos a fluxos comerciais do que a estoques: o estoque da dívida privada das empresas e das famílias norte-americanas, o passivo externo líquido do país e, ainda, o estoque global de capital produtivo, cuja distribuição geográfica foi fortemente condicionada pelo comportamento do comércio exterior norte-americano sob o padrão dólar flexível (Medeiros & Serrano, 1999; Serrano, 2002).⁸

7 Blecker, R. A. *The benefits of a lower dollar – how the high dollar has hurt U.S. manufacturing producers and why the dollar still needs to fall further*. Economic Policy Institute, 2003. (Briefing Paper); Bergsten, F. *The correction of the dollar and foreign intervention in the currency markets*. Testimony before the Committee on Small Business, United States House of Representatives. Institute for International Economics, Jun. 23, 2003.

8 Medeiros, C. A., Serrano, F. Padrões monetários internacionais e crescimento. In: Fiori (Org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Rio de Janeiro: Vozes, 1999; Serrano, F. Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade*, v. 11, n. 2, jul. 2002.

O próximo item deste texto procura oferecer algumas pistas para a compreensão da especificidade do último ciclo global de expansão (sugerindo, ainda, que, sob alguns critérios, preservou ele vários dos traços que marcaram o ciclo de expansão dos anos 80). O item subsequente, centrado na economia norte-americana, contém uma breve reconstituição dos desequilíbrios acumulados no ciclo de expansão, de forma a subsidiar a compreensão da conjuntura atual e das dificuldades enfrentadas pela política econômica.

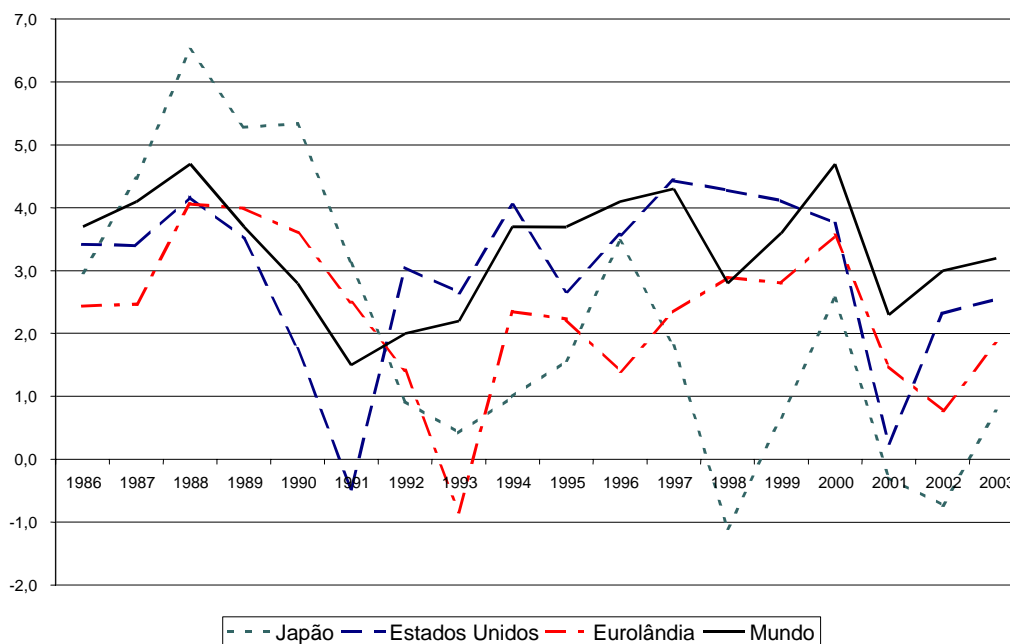
1 Uma Nota sobre o Papel dos Estados Unidos na Expansão Recente

Até meados da década de 90, a análise da economia global enfrentou um aparente paradoxo: a despeito de todo o alvoroço em torno à idéia de globalização, a constituição de um ciclo econômico internacional, que havia acumulado evidências durante a década anterior, pareceu ser desmentida pelos fatos (FMI, 2001, cap. 2).⁹ Estados Unidos, Reino Unido e Canadá entraram em recessão em 1990-91. Nos casos de Alemanha, França e Itália, a recessão, que sobreveio apenas em 1992-93, foi seguida de alguns anos de crescimento relativamente lento; o Japão jamais recuperou o dinamismo que lhe era característico. O movimento divergente, como é sabido, alimentou a farta literatura acerca da “euroesclerose”, assim como a comemoração da suposta preeminência do “modelo” anglo-saxão em relação ao japonês.

A partir de meados da década, parte importante da economia global acertou os ponteiros (à exceção do Japão, como se pode ver no [Gráfico 1](#)). O auge foi, então, sincronizado – cabendo lembrar que, além de um melhor desempenho de toda a zona euro, deu-se também uma rápida recuperação, a partir de 1999, do crescimento nos países do leste asiático. Em 2000, a economia global cresceu 4,7% – a mais alta taxa desde 1988. A desaceleração subsequente foi igualmente global; houve quedas significativas na taxa de crescimento da maior parte dos países, avançados ou em desenvolvimento.

9 IMF. *World Economic Outlook*. Oct. 2001.

Gráfico 1
Estados Unidos, Japão e Eurolândia – Taxa anual de variação do PIB real



Fonte: FMI para a variação global e OCDE para os demais dados.

Tomando o período 1992-2000 como representativo do último ciclo expansivo global, verifica-se que, enquanto a economia norte-americana cresceu a uma taxa anual de 3,6%, a eurolândia cresceu a 2,0% a.a. e o Japão a 1,3% a.a.¹⁰ As implicações desse descolamento são profundas. Afinal, Estados Unidos, eurolândia e Japão respondiam, em 2000 (e com base na PPP), por 45,3% do produto global (quase 70% do PIB do conjunto das “economias avançadas” na classificação do FMI), com participações relativas de respectivamente, 22%, 16% e 7% do PIB global (FMI, 2001: 185).¹¹ O comportamento relativamente pouco dinâmico do bloco euro-ene contribuiu para que, afinal, o crescimento da economia global atingisse, entre 1992 e 2000, um valor que, embora significativo (3,5% a.a.), foi inferior àquele verificado no ciclo expansivo anterior, entre 1983 e 1990 (3,8% a.a.).

Evidentemente, se os Estados Unidos cresceram à frente do dito bloco, e num ritmo quase idêntico ao da média global, outros países cresceram significativamente acima dessa média. O grau de concentração da produção de riqueza em pequeno número de países facilita a análise. Como mostra a [Tabela 1](#), 22 países (em 175 acompanhados pelo FMI) eram responsáveis, em 2000, por valores entre 80,5% e 87% do PIB global.

¹⁰ Considerando-se apenas os últimos cinco anos de expansão (95-2000), constata-se uma redução da diferença entre o crescimento norte-americano (3,3%) e o das demais regiões da chamada “Triade”; porém, enquanto a eurolândia melhora sua performance (cresce a 2,4% a.a.), o Japão piora a sua, perdendo 0,1 ponto percentual na taxa média de crescimento.

¹¹ Neste texto, para várias comparações, utilizou-se o ano de 2000, que expressa a configuração da economia global no termo do último ciclo expansivo.

Tabela 1
Participação no PIB global (2000)

Paridade de poder de compra			Taxas de câmbio de mercado		
	%	% acumulada		%	% acumulada
Estados Unidos	21,6	21,6	Estados Unidos	31,3	31,3
China	11,5	33,1	Japão	15,2	46,5
Japão	7,5	40,6	Alemanha	6,0	52,5
Alemanha	4,6	45,3	Reino Unido	4,6	57,1
Índia	4,6	49,8	França	4,2	61,3
França	3,3	53,1	China	3,4	64,7
Reino Unido	3,2	56,2	Itália	3,4	68,2
Itália	3,1	59,4	Canadá	2,3	70,4
Brasil	2,7	62,0	Brasil	1,9	72,4
Rússia	2,6	64,6	México	1,9	74,2
Canadá	2,0	66,6	Espanha	1,8	76,0
México	2,0	68,6	Índia	1,5	77,5
Espanha	1,8	70,3	Coreia	1,5	79,0
Coreia	1,7	72,0	Austrália	1,2	80,2
Indonésia	1,5	73,6	Holanda	1,2	81,3
Austrália	1,1	74,7	Taiwan	1,0	82,3
Taiwan	1,0	75,8	Argentina	0,9	83,2
Turquia	1,0	76,8	Rússia	0,8	84,1
Irã	1,0	77,7	Suíça	0,8	84,8
Tailândia	0,9	78,7	Suécia	0,8	85,6
Holanda	0,9	79,6	Bélgica	0,7	86,3
Argentina	0,9	80,5	Turquia	0,6	87,0
MEMO			MEMO		
Ásia dinâmica*	23,1	-	Ásia dinâmica*	9,6	-

* China, Índia, Coreia do Sul, Taiwan, Hong Kong, Indonésia, Tailândia, Cingapura, Malásia, Filipinas.

Fonte: IMF, IFS.

Desses países, no período 1992-2000, somente seis aumentaram sua participação no PIB global,¹² dos seis, somente cinco obtiveram aumentos significativos (acima de 5%). A China lidera o “grupo dinâmico”, com um aumento de 60% em sua participação no produto global (i.e., sua participação passa de 7,2% em 1990 para 11,5% em 2000). Seguem-se Índia (24%), Taiwan e Coreia (20%) e Austrália (6%). As participações de Rússia e Estados Unidos aumentaram, respectivamente, em 2% e 1%.¹³

A seleção de uma amostra um tanto maior permite circunscrever com maior precisão o “grupo dinâmico”. Em 2000, o conjunto dos 54

maiores PIBs – número definido de forma a incluir as economias de Singapura e da Irlanda – representava 94,3% do PIB mundial. A [Tabela 2](#) mostra apenas os países cuja participação relativa aumentou. Na primeira coluna, estão os fatores de multiplicação da participação do produto nacional no mundial para o ciclo recente. A segunda coluna traz o mesmo cálculo para o período entre 1983 e 2000, englobando portanto os dois últimos ciclos de expansão. Chamam a atenção, de um lado, o tamanho restrito do grupo; de outro, a estabilidade e o número de países asiáticos, bem como a intensidade de seu crescimento relativo. O significado para a economia global do desempenho de economias pequenas como Cingapura, Vietnam e mesmo Malásia (respectivamente, 0,25%, 0,35% e 0,45% do PIB mundial em 2000) pode ser discutível. Já os resultados obtidos por pesos pesados como

¹² Calculada pelo FMI (nas IFS) com base na PPP.

¹³ Durante o mesmo período, as participações de alguns outros países desenvolvidos sofreram fortes quedas: 15% (Japão), 14% (Alemanha), 13% (Itália), 10% (França). A participação do Reino Unido declinou em 4%; as participações de Brasil e Indonésia caíram em 2%.

Índia, Taiwan e Coréia, todos com ganhos de participação, no último ciclo, na casa dos 20% – para não repetir os dados quase inacreditáveis relativos à China – são simplesmente

espantosos. Finalmente, convém destacar o fato de que, das economias do G-7, somente Estados Unidos e Canadá estão presentes, e somente a primeira em ambos os períodos.

Tabela 2
Variação percentual da relação PIB nacional/PIB global *

2000/1992		2000/1983	
China	60	China	185
Irlanda	45	Coréia	94
Cingapura	42	Cingapura	89
Vietnam	32	Taiwan	86
Malásia	26	Malásia	68
Índia	24	Vietnam	64
Taiwan	20	Chile	61
Coréia	20	Tailândia	59
Chile	16	Irlanda	56
Polônia	14	Índia	47
Bangladesh	13	Hong Kong	39
Peru	11	Indonésia	32
Israel	10	Paquistão	29
Austrália	6	Bangladesh	25
Egito	6	Israel	22
Hong Kong	5	Turquia	19
Finlândia	4	Egito	18
Turquia	2	Austrália	9
Canadá	2	Nigéria	7
Estados Unidos	1	Estados Unidos	3
Filipinas	1		
Noruega	1		
Paquistão	1		

* Com base na PPP.

Fonte: FMI, *IFS* – Elaboração própria.

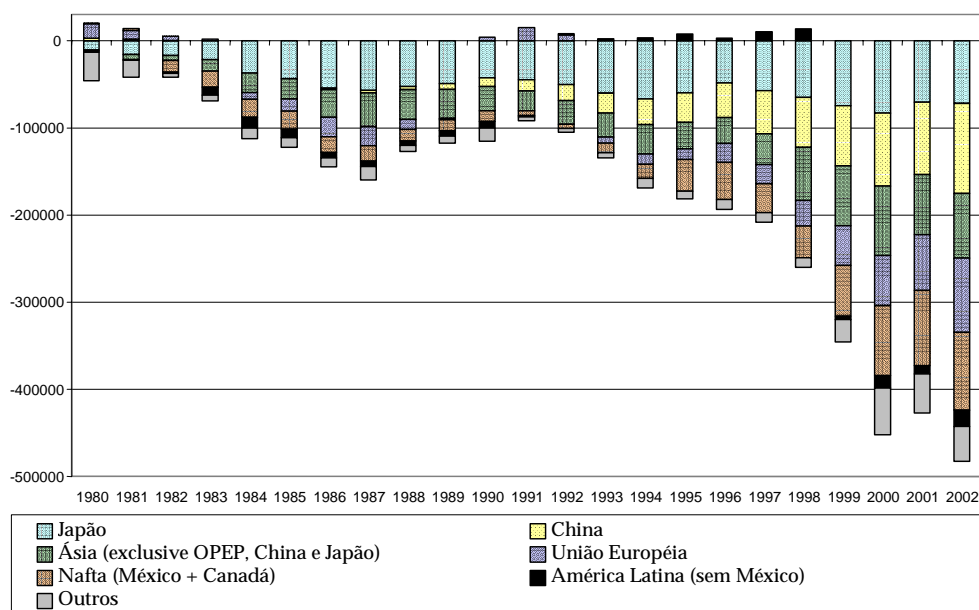
Em outros termos, o centro de gravidade da economia mundial tem mudado de forma consistente e significativa nos últimos 20 anos. A participação do “grupo dinâmico” no PIB mundial – agora definido pelos 20 países da segunda coluna – passou, de 1983 a 2000, de 36,3% a 49,2%! Desse grupo constam apenas um país latino-americano (Chile) e um país europeu (Irlanda).

Parece razoável supor, ao menos como hipótese de trabalho, que o comportamento do “grupo dinâmico” seja em larga medida explicado pelo desempenho da economia norte-americana e pela natureza dos vínculos que a conectam com as outras economias do grupo.¹⁴ Demonstrar uma tal hipótese, porém, está longe

de ser uma tarefa trivial. A referência, corriqueira nos últimos anos, aos Estados Unidos como “consumidores em última instância” da economia mundial, parece sublinhar o papel da economia norte-americana como fonte líquida de demanda efetiva para o resto do mundo, por meio de seu crescente déficit comercial. Entretanto, a análise de dados relativos ao comércio internacional, realizada abaixo, deixa claro que, ao menos desse ponto de vista, o papel dos Estados Unidos não é tão óbvio quanto se poderia supor.

¹⁴ Isso não implica minimizar a relevância das articulações do grupo com os demais membros da Tríade. O exemplo óbvio é o do “modelo” dos gansos voadores que conecta o Japão e as várias levas de NICs asiáticos.

Gráfico 2
Estados Unidos - Balança comercial (bens) por regiões e países (US\$ milhões)



Fonte: Bureau of Economic Analysis, U.S. Government.

Como mostra o [Gráfico 2](#), ao longo dos anos 90 o déficit comercial norte-americano de fato aumentou rapidamente. São notáveis os aumentos dos déficits com o bloco asiático, com o Nafta e mesmo com a União Européia. Em 1990, o déficit comercial dos Estados Unidos com o conjunto dos países em desenvolvimento (exclusive OPEP) representava 35% do total; no ano de 2000, o valor havia alcançado a marca dos 45%.

É necessário cautela para avaliar corretamente o impacto dinâmico dos superávits dessas regiões. De resto, recomenda-se cautela semelhante para avaliar o impacto global do comércio internacional. Durante a expansão recente, o comércio internacional cresceu, inegavelmente, a taxas muito elevadas (7,3% a.a. entre 1992 e 2000, contra 5,7 entre 1983 e 1990), superando em larga margem o crescimento do PIB global.¹⁵ A relação entre comércio em bens e serviços e PIB globais atingiu 29% em 2000, a partir de 19% em 1990 (OMC, 2001: 1). Até que ponto, porém, terão sido significativos os impactos líquidos sobre a demanda em diferentes regiões? Os resultados abaixo indicam que os principais efeitos do comércio interna-

¹⁵ Segundo os dados da OMC, o volume das exportações globais cresceu 10,7%, em 2000 (taxa mais elevada desde 1976). Nos dois anos subsequentes, o crescimento foi de -0,5% e 2,6%, respectivamente; portanto, dois anos de crescimento do comércio internacional abaixo do crescimento do PIB global (medido pela PPP).

cional tenham se dado sobre a divisão internacional do trabalho e sobre a distribuição do investimento e dos fluxos internacionais de capital.

Uma primeira aproximação ao problema consiste em contrapor a somatória de déficits comerciais nacionais (igual, é claro, à somatória de superávits comerciais, mais um resíduo estatístico) ao PIB global. O [Gráfico 3](#) mostra que, nesse caso, o resultado é menos eloquente: a relação entre déficit comercial “global” e PIB global passa de -1,14%, em 1992, para -2,28% em 2000.¹⁶ E, no entanto, é o déficit (ou o superávit) comercial que, do ponto de vista de cada economia nacional, exerce efeito líquido e direto sobre a demanda agregada. Entre 1991 e 2000, a relação entre déficit comercial norte-americano e PIB global sobe de -0,32% para -1,37%. No mesmo período, a relação entre o déficit comercial norte-americano e o PIB *do resto do mundo* passa de -0,42% a -2,08%; já a relação entre déficit comercial norte-americano com países em desenvolvimento (extra-OPEP) e o PIB desses países passa de -0,6% para -3,4%.¹⁷

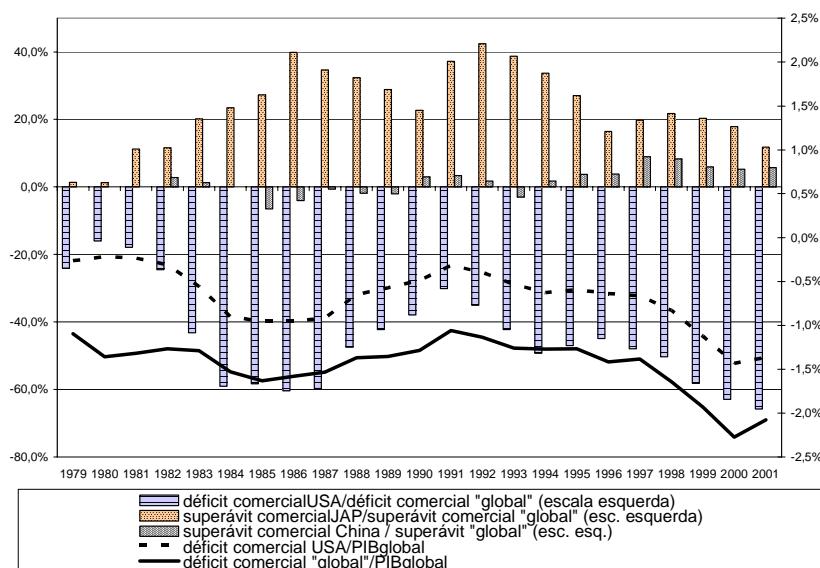
¹⁶ Calculados com base na série do PIB mundial a taxas de câmbio de mercado.

¹⁷ O déficit norte-americano é aquele que o *Survey of Current Business* classifica como relativo ao grupo de “outros países”. Procurou-se calcular o PIB desse grupo com base na série de PIBs a preços correntes das *IFS*. Para uma comparação com o pico do ciclo anterior, vale lembrar que o coeficiente, em 1990, era de 1,3%.

Estes valores não parecem ser suficientemente elevados para justificar, por si sós, o entendimento dos Estados Unidos como “consumidores de última instância” da economia global (ao menos enquanto um enunciado sobre o papel dos Estados Unidos como fonte líquida de demanda efetiva para as demais economias). Ainda assim, deve-se reconhecer que a variação do coeficiente ao longo tempo é considerável. A concentração geográfica desses déficits – o crescimento dos déficits com os países em desenvolvimento extra-OPEP – sugere a relevância do efeito *cumulativo* desses déficits sobre o resto do mundo. Só uma análise mais detida, que acompanhasse a composição desse déficit por produtos e por países e regiões, cruzando tais dados com a evolução do investimento e da produção, poderia fornecer um quadro mais preciso. Este texto limita-se a alinhar algumas evidências.

O [Gráfico 3](#) mostra, de toda forma, que a trajetória do déficit comercial “global” espelha claramente a trajetória do déficit comercial norte-americano¹⁸ (que, por sua vez, determina o déficit corrente do país). Também para o período do último ciclo expansivo, o déficit norte-americano passa de 35% a 63% da somatória de déficits nacionais. Vale notar que, desse ponto de vista, o ciclo recente distingue-se do anterior, possivelmente devido ao efeito da desvalorização do dólar após o acordo do Plaza, em 1985. Metade da expansão recente, porém, ocorreu à sombra da valorização do dólar após 1995 (no que Brenner denomina “anti-acordo do Plaza”).¹⁹ Um outro aspecto interessante evidenciado pelo [Gráfico 3](#) vem a ser o peso declinante do superávit japonês no total dos superávits nacionais. O espaço é, em proporção significativa, ocupado pelo crescimento da participação da China.²⁰

Gráfico 3
Déficits e superávits comerciais no cenário global



Fonte: FMI, *IFS* – Elaboração própria.

18 No ano de 2000, o segundo país mais deficitário foi o Reino Unido, mas com um déficit comercial aproximadamente 10 vezes inferior ao norte-americano (o qual foi de quase US\$ 450 bilhões). Com déficits menores, mas ainda superiores a US\$ 10 bilhões, seguem-se, em ordem decrescente de déficit, Espanha, Turquia, Grécia, Portugal, Polônia e Índia.

19 Brenner, R. *The boom and the bubble – the US in the world economy*. London: Verso, 2002.

20 Ainda em 2000, o FMI registra um conjunto de 19 países com superávits comerciais superiores a US\$ 10 bilhões. Em ordem decrescente de superávit, os dez países que obtiveram valores acima de US\$ 20 bilhões são Japão, Rússia, Alemanha, Arábia Saudita, Canadá, China, Noruega, Irlanda, Indonésia e Malásia.

Ainda explorando o mesmo procedimento, a [Tabela 3](#) apresenta a relação entre resultado da balança comercial e PIB para os 15

maiores PIBs em 2000 (de Estados Unidos até Holanda), seguidos por Rússia, Argentina e economias asiáticas de menor porte.

Tabela 3
Saldo comercial/PIB (2000, %)

	1990	1995	2000		1990	1995	2000
Estados Unidos	-1,9	-2,3	-4,9	Coréia	-1,0	-0,9	3,7
Japão	2,3	2,5	2,5	Austrália	0,1	-1,2	-1,2
Alemanha	4,4	2,6	3,1	Holanda	4,1	5,7	4,7
Reino Unido	-3,3	-1,7	-3,2	Argentina	6,1	2,36	1,0
França	-1,1	0,7	0,1	Rússia	n.d.	5,9	23,2
China	2,4	2,6	3,2	Hong Kong	n.d.	n.d.	-5,0
Itália	-0,1	3,5	0,9	Indonésia	4,7	3,2	16,7
Canadá	1,6	4,4	5,8	Tailândia	-7,9	-4,7	9,6
Brasil	2,3	-0,4	-0,1	Cingapura	-4,5	1,2	12,2
México	-0,3	2,5	-1,4	Malásia	5,8	-0,1	23,1
Espanha	-5,7	-3,1	-6,2	Filipinas	-9,1	-12,1	9,2
Índia	-1,7	-1,9	-2,6				

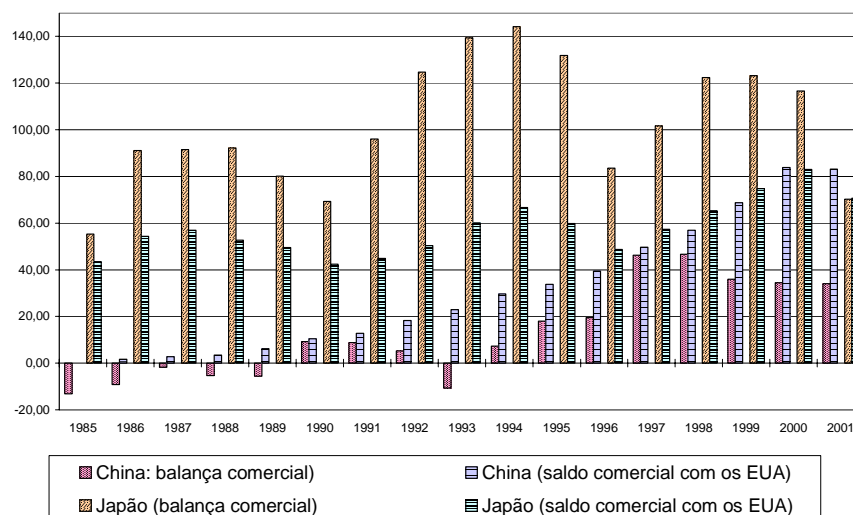
Fonte: FMI, IFS.

Como se pode observar, os coeficientes mais elevados tendem a concentrar-se em economias menores (como por exemplo as de Cingapura, Indonésia e Malásia). Por outro lado, a própria economia norte-americana fornece uma evidência de que esse tipo de metodologia pode ocultar fenômenos de grande importância

do ponto de vista da dinâmica do crescimento (como também da organização dos interesses dos agentes econômicos): a relação entre exportações de bens e produção nacional de bens passou de 23%, em 1983, para 35% em 1992, fechando o ciclo de expansão em 43% no ano de 2000.²¹

Gráfico 4

China e Japão - balança comercial (total e com os Estados Unidos, US\$ bilhões)



Fonte: BEA e FMI.

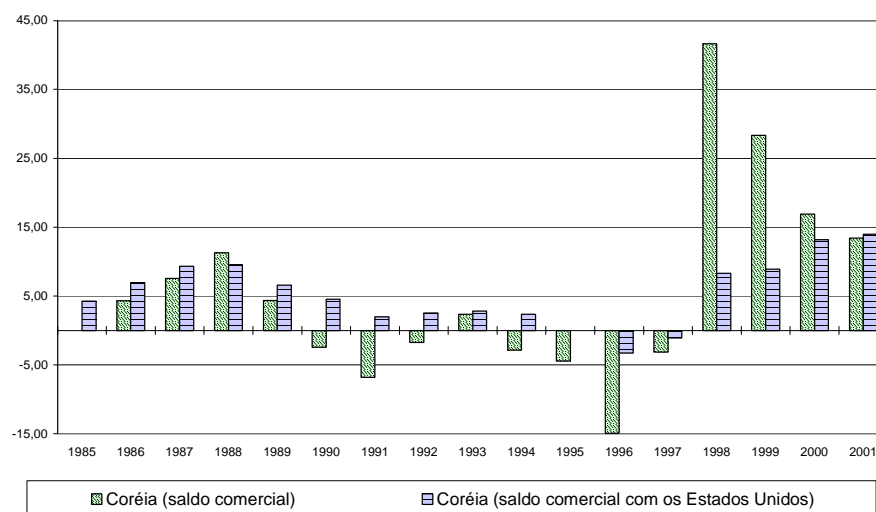
²¹ Para os mesmos anos, a relação entre importações de bens e produção norte-americana de bens evoluiu de 31% a 43%, fechando o período em... 80%. (*U.S. International trade and freight transportation trends*. Bureau of Transportation Statistics. U.S. Department of Transportation).

O Gráfico 4 e o Gráfico 5 mostram, para as economias de Japão, China e Coréia, o peso das exportações líquidas para os Estados Unidos em relação às exportações líquidas totais de cada país. Trata-se de economias que, de meados dos anos 80 até hoje, obtiveram, em geral, saldos

comerciais positivos, globais e com os Estados Unidos. É notável, no caso da China, a dimensão, nos últimos anos, do saldo bilateral com os Estados Unidos, muito superior a seu saldo comercial global.

Gráfico 5

Coréia do Sul: balança comercial (total e com os Estados Unidos, US\$ bilhões)



Fonte: BEA e FMI.

A análise do impacto da crescente integração comercial entre os países deve levar em conta também o efeito do aumento da relação entre a chamada “corrente comercial” (i.e., a soma de exportações e importações) e o PIB do país. Os números da Tabela 4 mostram que, para os países da “Ásia dinâmica”, o coeficiente aumenta de forma extraordinária. Em que pese a importância de atividades meramente “maquilladoras” em vários desses países, o fenômeno sugere também a ocorrência de mudanças profundas na estrutura produtiva – modificações que provavelmente terão ensejado significativas alterações nas taxas e na composição do investimento realizado com capital nacional ou estrangeiro, assim como outros efeitos de *spillover*. O dinamismo do investimento nos NICs asiáticos – que replicam, assim, a trajetória do Japão até o início da sua “década perdida” – é, aliás, bem conhecido. Segundo os dados do último *World Economic Outlook* (FMI, 2003a: 173)²² no período 1985-94, o investimento aumentou, no grupo dos 4 primeiros NICs (Coréia, Taiwan, Hong Kong e

Cingapura), a uma média anual de 10,3%.²³ Os dados de investimento doméstico bruto em relação ao PIB, para várias economias asiáticas, são ainda mais impressionantes. No período 1992-97, por exemplo, várias dessas economias puderam ostentar valores médios entre 25% e 40% dos respectivos PIBs.²⁴ Como se sabe, Índia, Coréia e Taiwan (novamente, aliás, na trilha do Japão) não estão entre as economias mais receptivas ao investimento direto estrangeiro, o que se expressa em coeficientes de influxos de investimento direto sobre a formação bruta de capital fixo relativamente baixos. Em outros países, porém, a participação do investimento direto estrangeiro foi muito elevada.²⁵

²³ Isso quando, para o G-7, a taxa foi de 2,7% a.a. É bem verdade que, para o período 1995-2004, o FMI estima que a taxa, nos NICs asiáticos, será de apenas 2,2% a.a., refletindo não apenas o impacto da crise de 1997 como o da desaceleração recente.

²⁴ Eis alguns dos valores: Malásia (40%), Tailândia (39%), Coréia (37%), Cingapura (36%), Hong Kong (32%), Indonésia (30%), Taiwan (25%).

²⁵ Para o período 1990-95, os valores foram de 9,8% para a China, 19,4% para a Malásia, 15,3 para Hong Kong e 30,5% para Cingapura; nos casos de Brasil e México, os índices foram, respectivamente, de 2% e 12,7% (UNCTAD, 2002: 323-325).

²² IMF. *World Economic Outlook*. Apr. 2003a.

Tabela 4
Comércio (exportações + importações)/PIB, %

	1984	1989	1994	1999
China	17,2	24,9	42,5	41,3
Hong Kong	209,2	254,8	277,9	261,2
Índia	14,7	16,6	22,5	27,1
Coréia	70,9	62,8	60,9	77,4
Malásia	106,6	140,3	184,3	218,2
Indonésia	48,6	46,5	50,3	61,8
Filipinas	49,2	58,8	74,0	101,4
Tailândia	48,1	72,4	82,0	102,2
Estados Unidos	18,6	20,7	22,6	
Japão	27,3	19,8	16,4	19,1
Brasil	21,5	13,2	18,7	22,3
México	27,0	38,1	38,5	62,8

Fonte: Banco Mundial/ *Global Development Finance & World Development Indicators*.

A imbricação entre investimento direto externo e comércio exterior ganha contornos mais definidos quando se considera a participação das exportações realizadas por filiais de empresas estrangeiras nas exportações totais de vários países em desenvolvimento. Segundo o Morgan Stanley, essa participação atingia valores próximos a 50% para China e Malásia.²⁶ Excluindo-se o comércio entre matrizes e filiais norte-americanas, o déficit comercial dos Estados Unidos com a China²⁷ em 2002 cai de US\$ 104 para US\$ 80 bilhões.²⁸

Uma outra indicação da relevância das transformações estruturais nas economias asiáticas está no peso alcançado pelas exportações do grupo “máquinas de escritório e equipamento de telecomunicações”, em relação ao total mundial e em relação às exportações de

cada país (Tabela 5). É claro que uma avaliação mais precisa deveria levar em conta o fato de que a especialização em produtos de alta tecnologia de vários desses países tende a se concentrar nos segmentos de menor conteúdo tecnológico (UNCTAD, 2002a).²⁹ Mas isso não altera a constatação de que o “uso de cadeias verticais internacionais de suprimentos”, características das indústrias “ICT” (de tecnologia de informação e de telecomunicações), intensifica os “elos crescentes entre ciclos no comércio e ciclos domésticos” (OCDE, 2003: 71).³⁰

²⁶ Nos casos de Hungria e Polônia, os valores beiravam, respectivamente, 80% e 60% (McCaughrin, R. *Global capital flows chartbook*. Economics Report. Morgan Stanley, Aug. 2003.

²⁷ Nas palavras de Stephen Roach, “a verdadeira dinâmica das exportações chinesas provém muito mais das estratégias conscientes de *outsourcing* das multinacionais ocidentais do que do rápido crescimento de companhias nacionais chinesas” (Roach. *The scapegoating of China*. The Global Economic Forum, Jul. 14, 2003a. Available from World Wide Web www.morganstanley.com/GEFdata/digests/latest-digest.html.

²⁸ No caso da Coreia, o déficit passaria de US\$ 14 bilhões para um pequeno superávit. A mesma inversão de sinal ocorreria no caso do comércio norte-americano com o Japão.

²⁹ UNCTAD. *Trade and development report*. 2002.

³⁰ OCDE. *OCDE Economic Outlook*. Jun. 2003.

Tabela 5

Máquinas de escritório e equipamento de telecomunicações:
participações nacionais nas exportações mundiais do setor e nas exportações totais do país

	Participação nas exportações mundiais		Participação nas exportações do país	
	1990	2001	1990	2001
China	1,0	6,3	5,0	19,6
Taiwan	4,7	5,5	21,0	37,4
Malásia	2,7	5,4	27,9	51,0
Coréia	4,8	5,3	22,1	29,4
Filipinas	0,6	2,5	22,6	64,6
Tailândia	1,2	2,0	15,3	24,9
Indonésia	0,0	0,7	0,5	10,5
México	1,5	4,2	11,1	21,7
Brasil	0,5	0,8	2,2	4,1
Estados Unidos	17,3	15,3	13,1	17,3
Japão	22,4	10,0	22,3	20,5
U.E.	31,1	29,2	6,2	10,6

Fonte: OMC (2001).

Uma nota final: é conveniente não superestimar o descolamento norte-americano em relação aos parceiros da Triade. Por um lado, também o bloco europeu experimentou uma forte expansão da formação bruta de capital fixo nos anos finais da expansão (sobre a generalização de excesso de capacidade nos países da OCDE, ver o *Economic Outlook* à página 8). Por outro lado, cabe ter em conta que, a despeito da performance pouco satisfatória dos indicadores nacionais, grandes empresas sediadas nesses países participaram da afluência norte-americana e asiática – neste último caso, particularmente as multinacionais japonesas – por meio de seus investimentos diretos no exterior.³¹ Segundo dados da UNCTAD (2002b: 7),³² os influxos globais de investimento direto externo cresceram às taxas anuais de 20%, entre 1991 e 1995, e de 40,1%, entre 1996 e 2000 (quando as exportações originadas em filiais cresceram em 9,7% a.a.). Neste último período, as operações de fusões e aquisições atingiram a taxa anual de 49,8% a.a.; durante a segunda metade dos anos 90, aliás, tais operações foram a principal forma de investimento direto entre países desenvolvidos. Durante o mesmo período, os Estados Unidos foram o primeiro destino do investimento direto (a menos que se tome o conjunto dos países da União Européia);

³¹ Segundo o *Economist* (Double-dip in Germany? Aug. 22, 2002), as receitas obtidas nos Estados Unidos por filiais de empresas européias são 4 vezes superiores às exportações das matrizes para lá.

³² UNCTAD. *World Investment Report*. 2002b.

por sinal, entre 1993 e 1998, o investimento direto intra-países desenvolvidos representou 61,2% do total, cabendo 21,7% desse total à economia norte-americana.

2 Expansão, Recessão, “Recuperação”: a “Fuga para Frente” da Economia Norte-Americana e os Riscos para a Economia Global

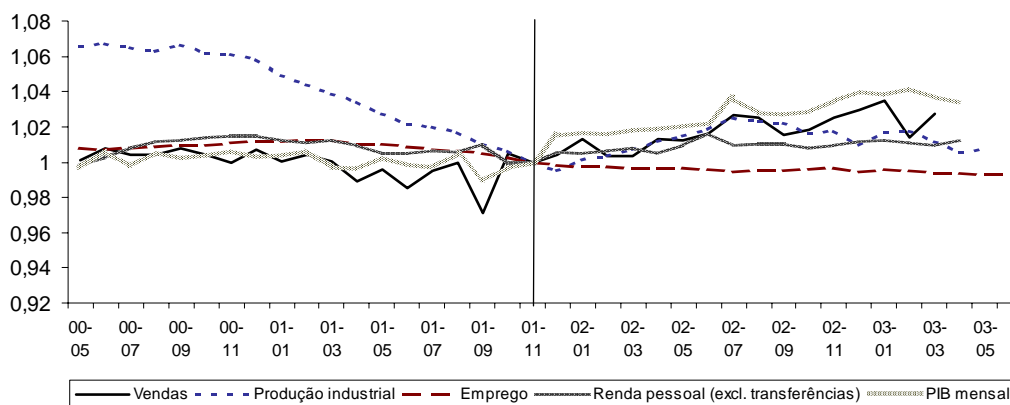
Como bem lembram o BIS (2003a) e a OCDE (2003), uma das características mais preocupantes do *soft spot* tem sido a aparente ineficácia dos instrumentos de política macroeconômica. Nos Estados Unidos, a FED *funds rate* foi reduzida de 6,5%, valor vigente entre maio de 2000 e janeiro de 2001, para 1% em junho deste ano. Os 13 cortes sucessivos conduziram as taxas nominais de juros, curtas e longas, a vales abandonados desde o início dos anos 60. E, no que toca à política fiscal, entre os últimos trimestres de 2000 e 2002, as contas públicas passaram de um superávit de 0,87% do PIB a um déficit de 4,01%. As estimativas oficiais são de um déficit de US\$ 455 bilhões no ano fiscal de 2003, da ordem de 4,2% do PIB.

Entretanto, e a despeito das últimas notícias acerca do comportamento dos agregados macroeconômicos, nada se obteve além de uma retomada discreta e *jobless* (ou mesmo “*job-loss*”, ressalta o *Economist*). Nesse contexto, o NBER precisou despende um

esforço adicional para explicar por que razão considera que a economia norte-americana atravessa, desde novembro de 2001, uma fase de recuperação. O [Gráfico 6](#) mostra que, dos vários indicadores habitualmente levados em conta pelo órgão para monitorar o ciclo econômico, apenas o PIB ostenta recuperação significativa após o vale de novembro de 2001. O comportamento das vendas é errático, a produção industrial oscila, a renda pessoal estagnou e o emprego... tem declinado desde então. Assim como o NBER, o BIS e o FMI ressaltam o caráter anêmico da atual recuperação, quanto comparada à média de períodos equivalentes no passado. O *World Economic Outlook* (à página 21), por exemplo, sublinha que, em ciclos anteriores, produção industrial, investimento e lucro privados recuperaram-se muito mais depressa (a comparação só é favorável ao momento presente no que diz respeito à evolução da produtividade).

Uma das especificidades da expansão dos anos 90 consistiu em ter sido levada até as últimas conseqüências, em lugar de ser abortada precocemente, como em geral ocorreu no pós-guerra, pela adoção de políticas monetárias restritivas. Hesitações à parte, o FED acabou concluindo que a inflação deixara de ser um problema. Com isso, o investimento privado, estimulado pela fartura de financiamento ensejada pela bolha especulativa, pôde progredir até sua inevitável reversão, decorrente da defasagem entre o ritmo de crescimento da demanda efetiva e o da capacidade produtiva. No pico de 1994-95, o grau de utilização da capacidade era de 84,3% na indústria manufatureira.³³ Em julho deste ano, estava em 72,8%. Tomando-se a amostra selecionada pelo FED de indústrias de alta tecnologia, o grau de utilização da capacidade variou, para o mesmo período, de 88,5% a 62,9%. Segundo Gordon (2003: 41),³⁴ a capacidade ociosa, nos Estados Unidos, em linhas telefônicas de fibras óticas, em 2002, era de 97%, configurando o provável cúmulo histórico da redundância...

Gráfico 6
Indicadores cíclicos do NBER:
comportamento em torno do ponto de reversão do ciclo (novembro de 2001)



Fonte: NBER – Elaboração própria.

³³ Federal Reserve Statistical Release, G.17 (419), Aug. 15, 2003.

³⁴ Gordon, R. *Hi-tech innovation and productivity growth: does supply create its own demand?* 2003. (NBER Working Paper 9437).

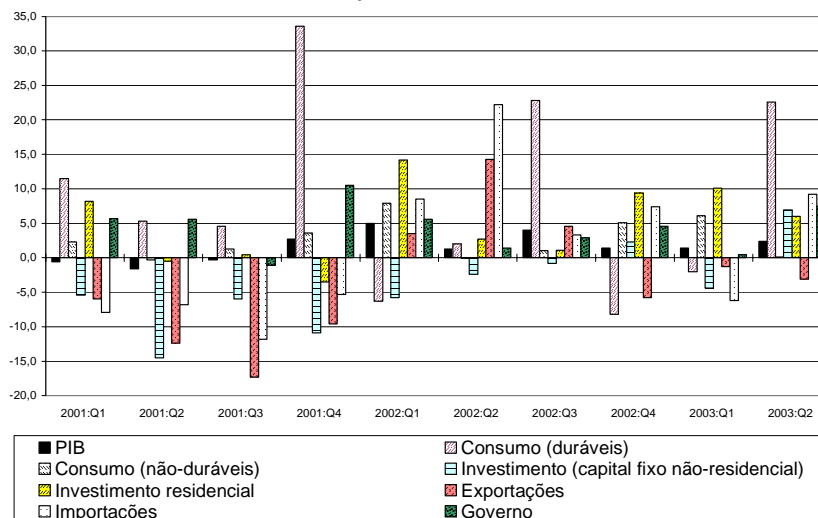
O [Gráfico 7](#), que incorpora os dados preliminares relativos ao segundo trimestre deste ano, mostra claramente o processo de contração do investimento privado, que só agora registra resultado mais favorável. Mostra, também, como, durante a recessão e o *soft spot* subsequente, o gasto governamental sustentou taxas positivas. O mesmo ocorreu com o consumo privado de bens e serviços (não mostrado no [Gráfico 7](#)) e, à exceção de um trimestre, com o investimento residencial. Convém observar as fortes oscilações do consumo de duráveis.

O [Gráfico 8](#), no qual a variação trimestral do PIB é decomposta nas contribuições de alguns dos itens da demanda final, deixa ainda mais claro o papel do consumo privado, do investimento residencial e do gasto do governo na sustentação da atividade. Por sinal, no 2º trimestre deste ano, só o dispêndio governamental em defesa contribuiu com 1,69 dos 2,4 pontos de variação do PIB; a contribuição do consumo privado de bens e serviços, por seu turno, foi de 2,34 pontos.

Gráfico 7

PIB real dos Estados Unidos - variação real

(trimestre contra imediatamente anterior, com ajustamento sazonal, % anualizada), itens selecionados

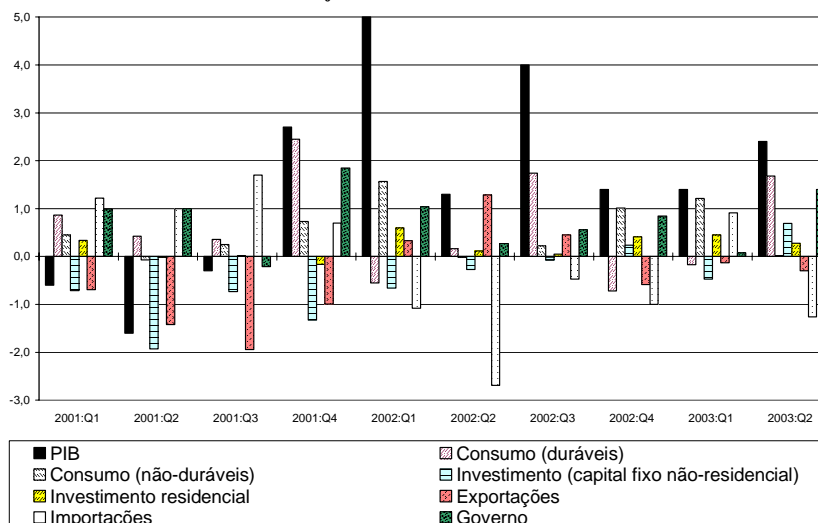


Fonte: BEA - Elaboração própria.

Gráfico 8

Estados Unidos: contribuições à variação percentual

(taxa anualizada, com ajuste sazonal) do PIB real, itens selecionados



Fonte: BEA - Elaboração própria.

Para além de discreto (e pouco generoso na distribuição de seus frutos), o movimento dos indicadores reais parece frágil aos olhos de muitos dos mais qualificados analistas. Afinal, a sustentação da economia foi lograda, em larga medida, por meio da substituição – se é que o termo é adequado – da bolha acionária³⁵ pela bolha imobiliária,³⁶ com fortes efeitos sobre o consumo de duráveis. O problema está em que, com isso, preservou-se uma boa parte da configuração que, embora tenha sido responsável pelo crescimento dos anos 90, há muitos anos dá sinais de esgotamento.

O [Gráfico 9](#), que lança mão da metodologia desenvolvida pelo economista Wynne Godley,³⁷ do Levy Economics Institute, retrata o *quid pro quo* intrinsecamente ligado ao processo econômico: tanto expansão quanto contração ocorrem por meio de desequilíbrios, em que o superávit de parte dos agentes tem como contrapartida o déficit dos demais. No caso, a economia é dividida em três setores (privado, público e externo). Para cada um deles é calculada a relação entre receita e dispêndio totais; a somatória dos saldos financeiros dos três setores é por definição igual a zero. Adicionamos ao gráfico de Goddley a variação real trimestral do PIB norte-americano (contra o período imediatamente anterior), o que permite acompanhar a trajetória cíclica da economia.

A mera inspeção visual revela que, invariavelmente, durante os períodos de menor crescimento ou de recessão, os saldos financeiros dos setores público e privado

movem-se em sentidos opostos. O saldo financeiro do setor público – que, no [Gráfico 9](#), aparece como déficit – cresce rapidamente, gerando como reflexo invertido superávits financeiros no setor privado. Este, assim, melhora a qualidade de seu balanço, revertendo o processo de crescente endividamento que caracteriza a expansão.

O [Gráfico 9](#) fornece, ainda, pistas preciosas para entender o nexos entre o *quid pro quo* de ativos e passivos entre os agentes e o atual... *quiproquó*. A partir de meados dos anos 80, o déficit corrente norte-americano alcança profundidades abissais. Mas o que de fato distingue o ciclo expansivo recente é o mergulho inédito do saldo financeiro do setor privado. Isso ocorreu porque, ao endividamento habitual das empresas na expansão, somaram-se déficits e dívidas crescentes por parte das famílias norte-americanas. A relação entre dívida das famílias e renda pessoal disponível, que atingira um valor de 0,95 no pico do *boom* anterior, chegou a 1,24 no último trimestre de 2000 (Godley & Izurieta, 2001).³⁸ À diferença do setor empresarial, que desde 2001 vem reduzindo o ritmo de crescimento de sua dívida,³⁹ as famílias norte-americanas mantiveram-se na mesma batida: seu endividamento cresceu a taxas próximas de 10% nos dois últimos trimestres de 2002 e no primeiro de 2003 (FED, 2003).⁴⁰ A política monetária do FED conduziu, afirma Dean Baker, as taxas hipotecárias a um vale de 4 décadas⁴¹. Resultaram disso aumentos nos preços das residências,⁴² estímulo à construção civil e operações de refinanciamento de hipotecas antigas que, gerando um excedente para as famílias endividadas, sustentaram o crescimento do consumo de bens e serviços e promoveram o acentuado crescimento do consumo de duráveis em alguns trimestres, como visto mais acima.

³⁵ A comparação entre os índices preço/lucro atuais e sua média histórica sugere que a bolha acionária pode ainda estar longe do fim (*The Economist*. Irrational exuberance revisited, Jul. 17, 2003). Nas circunstâncias vigentes, parece improvável que as perspectivas de lucro ainda embutidas nas cotações das ações venham a se confirmar, o que augura a continuidade do processo de ajustamento do mercado. Para um pouco de sobriedade na avaliação do impacto das mudanças tecnológicas sobre a economia norte-americana, ver por exemplo Gordon, R. *Technology and economic performance in the American economy*. 2002. (NBER Working Paper 8771) e Gordon, R. (2003).

³⁶ O *Economist* chama a atenção para o impacto da queda das taxas de juros sobre os preços dos imóveis nos Estados Unidos pelo menos desde agosto de 2001 (ver *The Economist*. Get a parachute. Aug. 23, 2001).

³⁷ Ver, entre outros artigos, Godley, W. *Seven unsustainable processes – medium-term prospects and policies for the United States and the world (2000)* e Godley, W. *The US economy; a changing strategic predicament* (2003), ambos em www.levy.org

³⁸ Godley, W., Izurieta, A. *As the implosion begins...?* Prospects and policies for the U.S. economy: a strategic view. 2001. Available from World Wide Web: www.levy.org

³⁹ A taxa de crescimento caiu de 9,7%, em 2000, para 6,5% no ano seguinte, tendo sido de 3,7% (taxa anualizada) no primeiro trimestre deste ano.

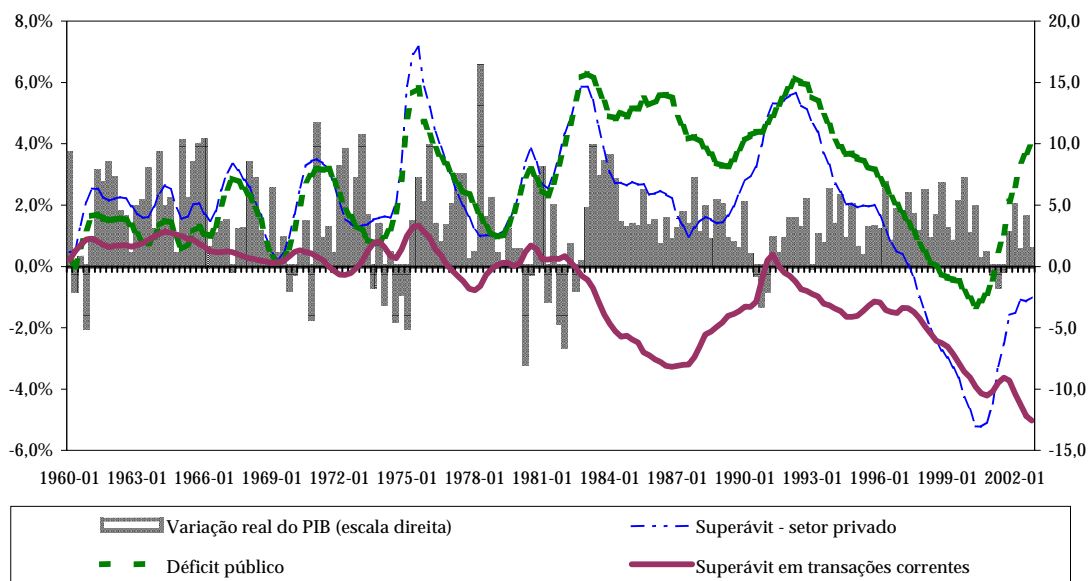
⁴⁰ FED. *Flow of funds accounts of the United States – flows and outstandings*. Jun., 2003.

⁴¹ Baker, D. Economy shows signs of life. *Beige book review and analysis*, Jul. 30, 2003. Available from World Wide Web: www.fmc.org

⁴² Que elevaram para muito acima da média de longo prazo a relação (análoga ao p/l nos mercados acionários) entre os preços das casas e os aluguéis. Ver o *survey* do *Economist* sobre a bolha imobiliária (May 31, 2003).

Gráfico 9

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



Fonte: Para os saldos financeiros, dados gentilmente cedidos por Wynne Godley e Alex Izurieta. Para a variação do PIB, BEA.

A fragilidade da economia norte-americana resulta do peso dos estoques de dívida. Mais especificamente, da conjunção entre dívida empresarial, familiar, governamental e... externa. De um lado, persiste o risco de que um movimento mais abrupto no sentido do desendividamento – especialmente por parte das famílias – produza uma contração da demanda; daí a ansiedade com que são acompanhados os indicadores de confiança dos consumidores. Efeito semelhante teria a ocorrência de um choque adicional sobre os mercados acionário ou imobiliário; do ponto de vista desse último,⁴³ por sinal, o movimento recente das taxas longas⁴⁴ (Gráfico 10) pode ter consequências sérias. E, como alerta o FMI (2003a: cap. 2), a deflação no mercado imobiliário é com frequência acompanhada por deflação no mercado acionário; além disso, o esvaziamento das bolhas imobiliárias costuma

ser acompanhado por quedas significativas e duradouras no produto agregado. O perigo maior, no contexto atual, consiste na hipótese de que uma contração de demanda acarrete uma espiral deflacionária nos mercados de bens e serviços, com as implicações desastrosas previstas muitas décadas atrás por economistas como Fisher e Keynes.⁴⁵ O FED tem procurado acalmar os mercados apregoando que a deflação não virá, ao mesmo tempo em que assevera que, caso ela venha, encontrará no Banco Central norte-americano um adversário munido de um arsenal de medidas “não-tradicionais” de política monetária.⁴⁶

⁴³ Como, evidentemente, do ponto de vista dos emissores de *high-yield bonds*, entre os quais parte dos países ditos emergentes, inclusive o Brasil (ver SEÇÃO II).

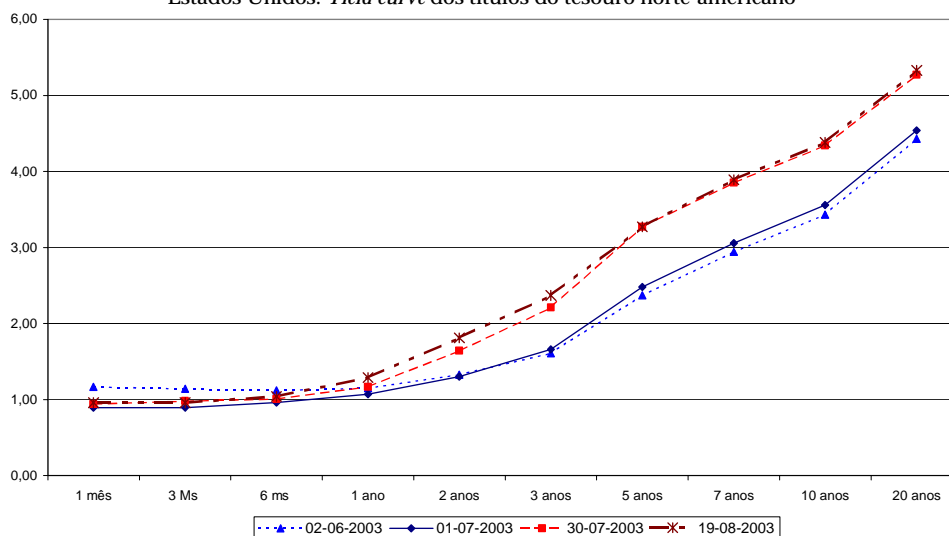
⁴⁴ Como lembra Roach (2003b), o crescimento das taxas de juros longas foi ainda mais acentuado em termos reais: de um vale de 1,6% em setembro de 2002, o retorno real dos *treasuries* de 10 anos subiu a 3% no final de julho (Roach, S. Warning shot. *Global Economic Forum*, Aug. 1, 2003). Ver também matérias recentes no *Economist* (Still in gear? e Stormy summer, Aug. 7, 2003), em que se destaca o impacto negativo da puxada nos juros sobre Freddie Mac e Fannie Mae, as agências de crédito hipotecário do governo norte-americano.

⁴⁵ O “pânico mal dissimulado” em relação à possibilidade de deflação tem ensejado uma redescoberta do pensamento de Keynes, revelando, de quebra, a precariedade do pensamento neoclássico que, nos anos 40, julgou ter demonstrado o caráter benigno da deflação como mecanismo de reconstituição do equilíbrio geral. O tema da deflação é tratado, às vezes de modo surpreendente, em IMF. *Deflation: determinants, risks and policy options* – findings of an interdepartmental task force (2003b), e em HSBC. *Thinking the unthinkable* – unconventional ways of fighting deflation. 2003b Available from World Wide Web: www.markets.hsbc.com

⁴⁶ Ver Bernanke, B. S. An unwelcome fall in inflation? .2003. Available from World Wide Web: www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003

Gráfico 10

Estados Unidos: Yield curve dos títulos do tesouro norte-americano



Fonte: FED.

De outro lado, há sinais – dados, por exemplo, pela tendência à valorização do euro (e do ouro) – de que a indisposição do resto do mundo de acumular ativos denominados em dólares retorna a um de seus esporádicos picos (BIS, 2003; FMI, 2003c).⁴⁷ Desde 1982, os Estados Unidos tiveram déficit corrente em todos os anos, à exceção de 1991 (quando obtiveram um minúsculo superávit). Como porcentagem do PIB global, esses déficits atingiram um pico em 2000, chegando a 1,31% (representando, nesse mesmo ano, 4,2% do PIB norte-americano). No primeiro trimestre deste ano, ultrapassaram o famigerado limiar de risco dos 5% do PIB nacional. Bergsten (2003: 1) apresenta uma adequada suma das implicações: “como resultado dos déficits externos dos últimos 20 anos, a posição de investimento líquida negativa dos Estados Unidos agora provavelmente excede US\$ 3 trilhões, e aumenta em algo como 20% a.a. Para financiar tanto o déficit em conta corrente como as volumosas exportações de capital, os Estados Unidos devem importar por volta de US\$ 1 trilhão de capital estrangeiro a cada ano ou mais de US\$ 4 bilhões a cada dia útil”. Resultou disso tudo, agrega ele, uma “situação claramente insustentável”. Segundo Roach (2003), é provável que o déficit corrente atinja entre 6,5% e 7% do PIB em finais de 2004.

Nos últimos três trimestres, as emissões líquidas em euros superaram largamente as realizadas em dólares (e em libras ou ienes), tanto no mercado monetário internacional quanto no mercado internacional de *bonds* e *notes* (BIS, 2003b).⁴⁸ A profundidade adquirida pelos mercados em euros é atestada pelos dados relativos aos estoques. Em março deste ano, o estoque de ativos denominados em euros superava o de dólares nos mercados de *commercial papers* e de *floating rate notes*, sendo apenas pouco inferior no caso de títulos *equity related* e *straight fixed rate*. O relatório do BIS aponta também para o fato de que, no âmbito dos empréstimos bancários internacionais, a participação do euro tem aumentado rapidamente, em detrimento da participação do dólar e do iene.

Não-residentes detêm atualmente participações significativas na propriedade de vários ativos financeiros norte-americanos: 32% dos títulos do tesouro, 21% dos *bonds* corporativos, 12% dos títulos de agências federais, 12% das ações. Como bem lembra o FMI (2003c: 13), isso “eleva o risco de *overshooting* no caso de uma deterioração do sentimento em relação a ativos norte-americanos”.

⁴⁷ IMF. *Financial market update*. May, 2003c.

⁴⁸ BIS. *BIS Quarterly Review – international banking and financial market developments*. Jun., 2003b. (Anexo estatístico).

O governo norte-americano parece disposto a surfar nesse “sentimento” dos mercados. Isso se revelou, há alguns meses, por meio de um confuso *talking down* do dólar; mais recentemente, por meio de pressões mais claras no sentido da valorização das moedas de alguns parceiros comerciais importantes, com ênfase sobre os asiáticos e em especial sobre a China. O crescimento das reservas oficiais em dólares⁴⁹ de vários desses países (ver BIS, 2003a) evidencia a resistência e os possíveis custos políticos da operação. A esses custos somam-se dois riscos. O primeiro é o de que, dado o peso da estrutura produtiva constituída em anos e anos de integração entre a economia norte-americana e as demais, o realinhamento cambial provoque antes uma depressão nos parceiros do que o aumento das exportações norte-americanas.⁵⁰ A valorização (contida) do iene é um transtorno a mais para a combatida economia japonesa.

A valorização do euro também causará danos às economias da região, a menos que se aprofundem as tendências de subversão (até aqui de fato, mas não de direito) das rígidas normas do Pacto de Estabilidade, que restringem de forma arbitrária (e possivelmente irresponsável) o déficit fiscal dos signatários.

O segundo risco é o do descontrole: o risco, em outros termos, de que a onda de desvalorização se avolume numa *tsunami* (possivelmente asiática).⁵¹ Preservar o papel internacional do dólar tem sido sempre uma das prioridades do Estado norte-americano. Isso poderia requerer uma puxada “volckeriana” nos juros. Ao que tudo indica, porém, estamos muito longe de 1979. Um choque de juros, no estado atual de endividamento do setor privado norte-americano, poderia levar a uma profunda contração do gasto privado e a um novo mergulho na recessão.

⁴⁹ Segundo McCaughrin (2003), a participação das reservas oficiais em dólar caiu em 2002 pela primeira vez desde 1990, para 73% do total. A analista estima que, em 2003, Japão e China possuam, respectivamente, 19,0% e 12,5% das reservas globais. As participações somadas de Hong Kong, Taiwan e Coréia respondem por mais 16,4%.

⁵⁰ A valorização da moeda chinesa, afirma Roach (2003a), “desestabilizaria a própria cadeia de suprimento que se tornou tão própria dos novos modelos de produção globalizada”.

⁵¹ O *Economist* (Bond bashing, Aug. 6, 2003) chama a atenção para o fato de que os títulos emitidos pelas agências hipotecárias do governo norte-americano representam algo em torno de 1/3 das reservas em dólares de bancos centrais estrangeiros. Isso representa uma conexão potencialmente explosiva entre a evolução da bolha imobiliária nos Estados Unidos e o papel do dólar como moeda de reserva.