

# Política Econômica

e m f o c o

Suplemento 4 do Boletim quadrimestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica – n. 3 – jan./abr. 2004.  
2 de setembro de 2004.

## INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP

### Diretor

Prof. Dr. Marcio Percival Alves Pinto

### Diretor Associado

Prof. Dr. Jorge Ruben Biton Tapia

### Diretor Executivo do CECON

Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro

### Diretora Adjunta do CECON

Prof. Dra. Daniela Magalhães Prates

### ÁREAS DE CONCENTRAÇÃO

#### Política Econômica

Prof. Dr. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro

#### Economia Internacional

Prof. Dr. Antonio Carlos Macedo e Silva

#### Balanco de Pagamentos

Prof. Dra. Daniela Magalhães Prates

#### Moeda e Finanças Privadas

Prof. Dra. Maryse Farhi

#### Finanças Públicas

Prof. Dr. Geraldo Biasoto Junior

#### Produção, Emprego e Renda

Cláudio Amitrano (Doutorando do IE)

#### Métodos Quantitativos

Prof. Dra. Rosângela Ballini

#### Gerência de Informações

Eliana Ribeiro da Silva

#### Bolsistas de Iniciação Científica

Ana Carolina de Carvalho Silva

Augusta Rodrigues de Oliveira

Bruno Martarello de Conti

Camila Cristina Belotti

Eduardo Roberto Zana

Flávia Akemi Koyama

Flávio Arantes dos Santos

Guilherme Alexandre de Thomaz

Ísis de Cássia V. de Oliveira

João Henrique de Melo

Rafael Fagundes Cagnin

Raphaela Sayuri Yamamoto

Silas Thomaz da Silva

#### Secretaria do CECON

Mário Aparecido de Gobbi

#### Projeto visual/Normalização/

#### Editoração eletrônica

Célia Maria Passarelli

## NO FOGO CRUZADO DOS INDICADORES ECONÔMICOS

Antonio Carlos Macedo e Silva<sup>1</sup>

Os economistas também sonham. Vêm sonhando, desde a desaceleração de 2001, com um crescimento global mais rápido e, principalmente, mais equilibrado. Para isso, seria necessário, da parte dos Estados Unidos, a superação definitiva das pendências legadas pelo longo *boom* dos anos 90; da parte da China, uma transição suave do *fortissimo* para o *allegro ma non troppo*, rumo a taxas de crescimento mais sustentáveis; da parte do Japão, a sustentação do comportamento mais dinâmico verificado em 2003. Na ausência de más surpresas no plano geopolítico, tais condições garantiriam mais robustez e durabilidade ao crescimento econômico.

Durante este ano, não foram poucos aqueles que, de olhos abertos, buscaram na profusão diária de dados econômicos indícios de que a realidade poderia corresponder a seus desejos. Os últimos meses, porém, têm sido pródigos em fatos desfavoráveis (como, obviamente, o comportamento dos preços do petróleo) ou, na melhor das hipóteses, ambíguos.

Em julho e agosto, teve início a safra dos resultados relativos ao segundo trimestre do ano. Vejamos, para os três pólos da Triade, os números que expressam (por meio de taxas anualizadas e com ajustamento sazonal) o crescimento em relação ao primeiro trimestre do ano. No Japão, a taxa caiu de 6,6% para 1,7%.<sup>2</sup> Nos Estados Unidos, de 4,5% para 2,8%.

<sup>1</sup> Com os agradecimentos a Ísis de Cássia Vanucci de Oliveira e Silas Thomaz da Silva, bolsistas do PIBIC-CNPq.

<sup>2</sup> Para uma análise da situação japonesa, ver *The Economist*. Japan – finding a second wind. Aug. 26th, 2004.

Na Eurolândia, de 2,4% para 2,0%. No caso da China, essa estatística – crucial para o acompanhamento da conjuntura – não é calculada. Dados governamentais afirmam que, neste segundo trimestre, em relação ao mesmo período em 2003, o PIB chinês cresceu 9,6% (quando, no primeiro, havia crescido 9,8%). A maior parte dos comentários suscitados pela divulgação desse e de outros dados ratifica a interpretação oficial de que a economia tende à velocidade de cruzeiro almejada pelo governo (um crescimento de 7,0% em 2004). Entretanto, o J. P. Morgan<sup>3</sup> estima uma queda abrupta no crescimento durante o segundo trimestre; o número, calculado com ajustamento sazonal e em relação ao trimestre anterior, seria de apenas 2,3% (contra os 10,6% do primeiro trimestre). O mesmo banco espera um crescimento substancialmente maior no terceiro trimestre (de 7,5%). O tamanho da oscilação, porém, traz mais um motivo de apreensão aos analistas já sobrecarregados com a tradicional precariedade das estatísticas chinesas.

De toda forma, a sorte da economia global ainda repousa, fundamentalmente, sobre a performance da economia norte-americana. E, em relação a ela, a incerteza não provém da escassez de dados, mas da abundância de indícios de que a economia passa por uma espécie de pausa – um *soft patch* no dizer de Alan Greenspan (determinado, segundo ele, pelo impacto da alta do petróleo sobre os bolsos dos consumidores). O risco está na possibilidade de que esse “amolecimento” da expansão, se persistente, possa perturbar o delicado processo mediante o qual a política econômica tem procurado encaminhar duas das pendências legadas pelo longo *boom* dos anos 90: o porre aquisitivo dos consumidores e a ressaca das empresas sobre-investidas em capital fixo.

Comentadores econômicos vez por outra criticam a “novilíngua” orwelliana

<sup>3</sup> *The Economist*. China's economy – dim sums. Aug. 19th, 2004.

empregada por Greenspan em seus pronunciamentos públicos. Contudo, seu mais recente depoimento no Congresso norte-americano<sup>4</sup> dispensa tradução simultânea. Nele, Greenspan resalta claramente o papel dos incentivos fiscais para a retomada do investimento e do “longo período de taxas de juros excepcionalmente baixas” para a reestruturação dos balanços por parte de empresas e famílias. Essas taxas ofereceram aos agentes a oportunidade de trocar seus passivos por dívidas mais longas e mais baratas. Claro, o presidente de um Banco Central não é um cidadão comum. As regras de decoro (ou seriam ritos litúrgicos?) típicas de banqueiros e economistas ortodoxos talvez impeçam-no de dar o devido destaque ao efeito terapêutico do déficit fiscal promovido pelo governo Bush. Já a esperteza política e a prudência no trato com as expectativas dos agentes talvez motivem a omissão do fato de que empresas e famílias tenham aproveitado a oportunidade acima referida de formas muito distintas.

Nos últimos anos, o economista Wynne Godley<sup>5</sup> tem insistido nas implicações macroeconômicas de certas identidades contábeis. O Gráfico 1, extraído de seu último artigo,<sup>6</sup> deixa claro que, desde a recessão de 2001, o aumento do déficit público gerou, como um reflexo espelhado, um aumento do superávit financeiro do setor privado (um reflexo imperfeito, é verdade, dado o aumento do déficit em conta corrente do país). Em outros termos, o excesso de gasto público sobre a arrecadação tornou-se excesso de renda sobre dispêndio no setor privado.

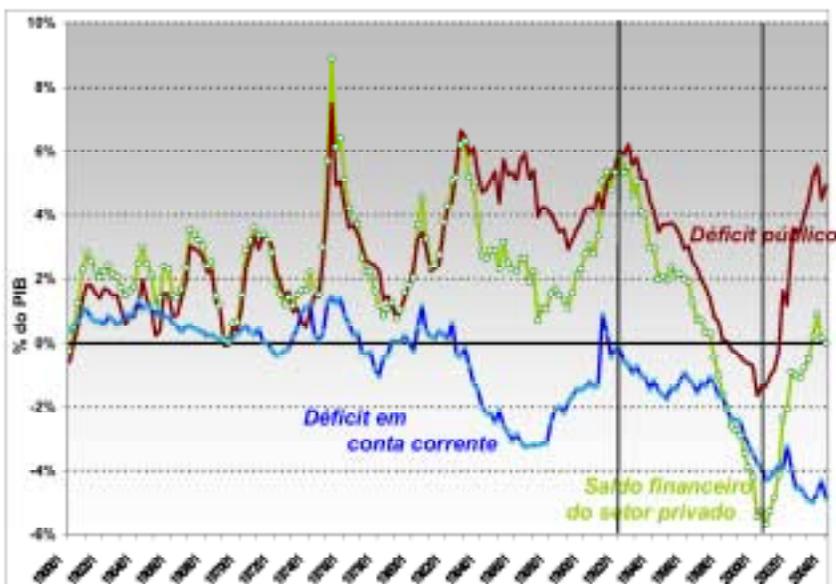
<sup>4</sup> Realizado em 20 de julho, para a apresentação (semestral) do Relatório de Política Monetária. Disponível em: <<http://federalreserve.gov/boarddocs/hh/2004/july/testimony.htm>>.

<sup>5</sup> Pesquisador do Levy Economics Institute e do CERF (Cambridge Endowment for Research in Finance, da Universidade de Cambridge).

<sup>6</sup> Godley, W.; Izurieta, A. & Zezza, Genaro. *Prospects and policies for the U.S. economy – why net exports must now be the motor for U.S. growth*. javascript:openFile<'publications', files/sa/stratan-jul-04.pdf>.

**Gráfico 1**

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



Fonte: Godley et al. (2004).

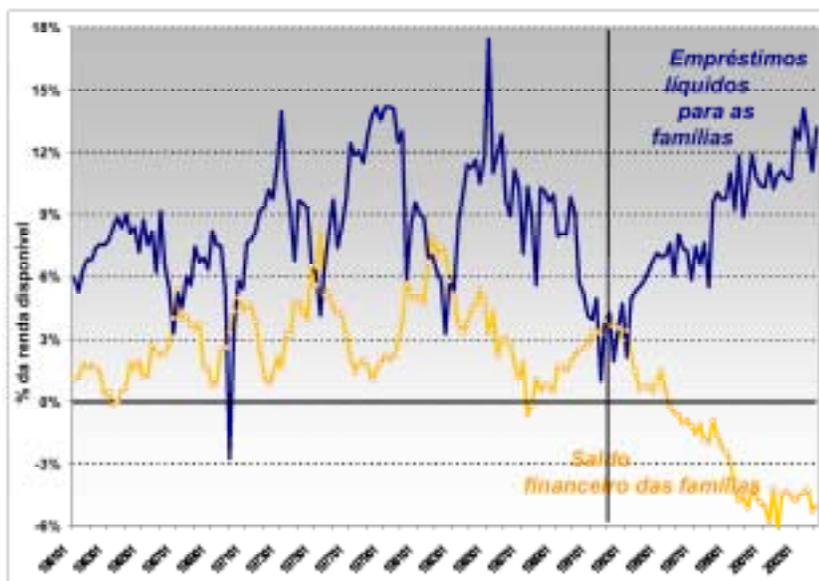
O Gráfico 2, porém, mostra que, no caso das famílias, a farra do gasto deficitário prosseguia, até o primeiro trimestre deste ano, em intensidade não muito distante do paroxismo alcançado em 2001. A linha ascendente descreve a expansão ininterrupta do endividamento familiar. Segundo os últimos dados do FED, aliás, o comprometimento da renda disponível com o serviço da dívida estava ainda em 18,1% no primeiro trimestre de 2004, pouco inferior ao pico de 18,7%, verificado no primeiro trimestre de 2001.<sup>7</sup>

Segundo analistas do CIBC World Markets,<sup>8</sup> a fragilidade financeira das famílias norte-americanas de-corre não apenas do tamanho da dívida, mas do fato de que uma fração historicamente inédita dessa dívida é servida por taxas de juros flutuantes. Vale dizer, 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 (por ora) mais baixos e a despeito do risco de surpresas desagradáveis no futuro.

**Gráfico 2**

Estados Unidos: empréstimos líquidos contraídos e saldos financeiros das famílias (% da renda disponível)



Fonte: Godley et al. (2004).

<sup>7</sup> FED. *Household debt service and financial obligations ratios*. Disponível em: <http://federalreserve.gov/releases/housedebt/default.htm>.

<sup>8</sup> Tal, Benjamin; Shenfeld, Avery & Preston, Leslie. *Higher US rates: why a little means a lot*. Disponível em: [http://research.cibcwm.com/economic\\_public/download/cwus-062004.pdf](http://research.cibcwm.com/economic_public/download/cwus-062004.pdf).

No ano de 2003, o consumo das famílias e o investimento residencial responderam por 90,7% do crescimento (de 3,0%) da economia. É possível aquilatar, a partir desse dado, o impacto sobre a economia de uma súbita conversão das famílias às regras da frugalidade e da prudência financeira. Por esse motivo, a redução da dívida familiar é condição necessária, mas não suficiente, para o robustecimento da economia norte-americana. É imprescindível, ademais, que essa redução seja possibilitada antes pelo aumento da renda disponível do que pela redução do dispêndio. E, para isso, dificilmente haverá solução permanente fora do crescimento do emprego.

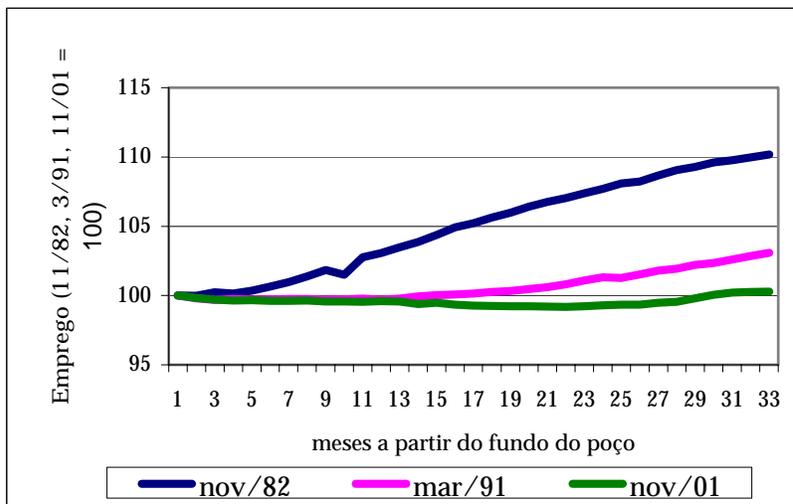
Como bem sabe o leitor, após a curta recessão de 2001, o crescimento do PIB norte-americano distinguiu-se, numa primeira fase (que durou mais de 20 meses!), pela pertinácia em destruir empregos e, numa segunda fase, pelo comportamento extremamente moroso dessa variável. O Gráfico 3 mostra claramente o caráter excepcional

dessa trajetória. Exibe-se, nele, a evolução do emprego a partir do final das três últimas recessões. A linha mais empinada acompanha o emprego a partir do final da recessão de 1981-1982. É o perfil que todo economista aprende, já nos bancos escolares, a esperar de uma recuperação: os agentes privados readquirem a disposição de gastar, a política monetária facilita-lhes a vida tornando o crédito mais barato e as empresas, na proporção em que se sintam seguras quanto à robustez desse processo, reagem aumentando a produção e contratando mais trabalhadores. A linha intermediária descreve a primeira ruptura desse padrão – que contribuiu para a derrota de Bush pai na eleição de 1992. A terceira linha, é óbvio, corresponde à inusitada recuperação *cum* perda de empregos (até setembro de 2002), no que vem a ser um dos grandes passivos políticos do governo de Bush filho. Segundo o Economic Policy Institute, “em todos os episódios anteriores de recessão e queda do emprego desde 1939, o número de empregos havia recuperado plenamente o pico pré-recessão 31 meses após o início da última”.<sup>9</sup>

Para recuperar o pico de 2001, seria preciso criar mais 6,2 milhões de empregos.

Em seu depoimento, Greenspan refere-se ao empenho das empresas em, nos últimos três anos, “trilhar todo caminho capaz de evitar novas contratações a despeito das vendas crescentes” como um fato possivelmente superado. Sem deixar de reconhecer que a proporção de contratações temporárias em relação ao emprego total continua a subir, manifesta

**Gráfico 3**  
Estados Unidos: comportamento do emprego não-agrícola a partir das últimas três recessões



Fonte: BLS. Elaboração própria.

<sup>9</sup> EPI. *Are the 2003 Bush tax cuts creating jobs?* Disponível em: <http://jobwatch.org/creating/index.html>.

a esperança de que o crescimento do emprego verificado nos meses de março, abril e maio deste ano (quando foram criados, em média, 295 mil postos de trabalho) assinalariam uma melhora duradoura nas condições do mercado de trabalho. Manifesta, com isso, a esperança de que a batelada de números ruins relativos ao comportamento de variáveis como emprego, vendas no varejo e produção industrial no mês de junho representasse apenas uma flutuação passageira.

No entanto, de lá para cá, as agências governamentais norte-americanas divulgaram boletins que basicamente se distinguem uns dos outros pelo grau em que decepcionaram as expectativas do mercado. No caso do emprego, o número de junho foi revisto para baixo: as 112 mil vagas inicialmente divulgadas caíram para 78 mil. Pior: os dados preliminares para julho foram de um crescimento de apenas 32 mil postos – quando as expectativas do mercado eram de 228 mil vagas adicionais. Na revisão, a produção industrial de junho caiu ainda mais do que se havia calculado; já o número de julho foi positivo, mas inferior às projeções de Wall Street. Uma outra revisão atenuou a queda das vendas de varejo registrada em junho; os dados relativos a julho acusaram variação positiva, porém novamente inferior àquela esperada. No dia em que esse dado foi divulgado, um despacho da Reuters comentava que os dados relativos ao varejo,

recém-divulgados, sugeriam uma revisão para cima do crescimento do PIB norte-americano no segundo trimestre. No dia seguinte, a mesma agência extraía do surpreendente aumento do déficit comercial norte-americano (de 19% em junho) a ilação exatamente oposta...

O comportamento do emprego, a virtual estagnação da renda pessoal disponível real em junho e julho e a desaceleração no crescimento do consumo no segundo trimestre (a taxa anualizada caiu de 4,5% para 2,8%), se não asseguram, tampouco excluem a possibilidade de que o ajustamento nos balanços das famílias venha a ter um impacto problemático para o conjunto da economia. O investimento em capital fixo cresce em ritmo elevado (13,0% no último trimestre, quando respondeu por 70% do crescimento do PIB). O investimento residencial, porém, poderia ser levado de roldão por uma retração do dispêndio familiar, esvaziando o colchão amortecedor composto por investimento e gasto público.

Em meio ao fogo cruzado dos indicadores, é cedo para prognósticos mais veementes.<sup>10</sup> Mas nunca é tarde para pôr as barbas de molho. No nosso caso, é conveniente não jogar todas as fichas na hipótese de que 2005 apresente à economia brasileira cenário tão favorável quanto o dos últimos meses.

---

**10** Como os que o FOMC (Federal Open Market Committee) do FED – talvez à guisa de elevar o moral dos mercados – não se furtou de fazer em sua última declaração. Disponível em: <http://federalreserve.gov/boarddocs/press/monetary/2004/20040810/default.htm>