

SEÇÃO I – ECONOMIA INTERNACIONAL

O ciclo favorável e os países emergentes: sobrevida, desaceleração e sub-aproveitamento

*André Martins Biancareli*¹

Introdução

Não é de hoje que, neste boletim, usa-se o termo “festa” para qualificar o ciclo recente pelo qual passam, simultaneamente, as principais economias em desenvolvimento – denominadas “emergentes”. O forte crescimento da economia global, as excepcionais condições de liquidez internacional (acompanhadas dos desequilíbrios e fatores conjunturais que as sustentam e ao mesmo tempo as ameaçam) e as taxas expressivas de crescimento do comércio internacional, bem como os principais mecanismos que incentivam e modificam as trocas comerciais entre as nações, vêm sendo descritas como largamente favoráveis a esses países, que crescem de forma conjunta e, mais do que isso, adquirem importância inédita nas relações econômicas internacionais (não apenas entre eles, mas também em relação às economias centrais). Também não chega a ser uma novidade a constatação de um arrefecimento e/ou a previsão de prováveis reversões destes impulsos favoráveis.² Conforme se aproxima o final de 2005 – que repetirá o quadro geral de alto crescimento, particularmente dos emergentes, mas não na mesma intensidade – tanto a descrição do arranjo parece ficar mais clara, quanto se explicita outra característica importante do período: o desempenho diferenciado entre algumas das principais nações beneficiadas. Mais nítidas ficam também as possíveis conseqüências do provável

desmonte do quadro benigno, em maior ou menor intensidade.

O presente texto procura dar conta, nesta ordem, de três aspectos da conjuntura das economias emergentes: a descrição atualizada do ciclo favorável, bem como das ameaças visíveis ao seu prolongamento; a comparação entre a forma de inserção e os resultados colhidos por três dos participantes da “festa” (Argentina, Brasil e Turquia); e por fim a especulação a respeito das perspectivas futuras, particularmente da economia brasileira.

1 Sobrevida e desaceleração

A observação dos grandes números das economias emergentes, disponíveis até agora, permite leituras variadas da situação em curso: o quadro internacional ainda permanece favorável, as taxas de crescimento econômico seguem altas para os padrões históricos, e as condições financeiras e comerciais se mantêm excepcionalmente favoráveis. Outra característica que persiste (esta com intensidade crescente) é o alerta para os riscos e desequilíbrios envolvidos neste ciclo. A “festa”, com suas peculiaridades e ameaças não concretizadas, seria para sempre? Não exatamente.

A novidade – que não chega a ser uma surpresa – nos últimos meses é a explicitação de uma desaceleração ainda suave. A Tabela 1, atualizada com as últimas previsões disponíveis do FMI,³ apresenta as taxas de expansão para os 15 países em desenvolvimento aqui acompanhados. Além das marcantes diferenças em meio ao bom desempenho generalizado – às quais se voltará no item seguinte – cabe notar que para todos os países, à exceção da Indonésia, o ritmo deve ser menor em 2005 do que no ano passado.

¹ Com os agradecimentos a Aline Priscila de Camargo, bolsista de iniciação científica.

² Biancareli, A. M. (2004). A festa dos emergentes. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 4, maio/out. 2004 e Biancareli, A. M. (2005a). Fim de festa? Os países emergentes e a economia global. *Política Econômica em foco*, Campinas, n. 5, nov. 2004/abr. 2005.

³ International Monetary Fund. *World Economic Outlook*, Sept. 2005a.

Ao mesmo tempo, se compararmos os números do segundo trimestre (em relação ao mesmo período do ano anterior) com os do primeiro, apenas Indonésia, Malásia e Turquia apresentam alguma desaceleração. E as taxas para o terceiro trimestre já divulgadas (China, Coréia e Cingapura) mostram aceleração ou manutenção de altos patamares.

Vai se desenhando, em suma, um ano para os emergentes ainda de forte crescimento, melhor ou pior do que se previa dependendo do caso, mas sem dúvida num nível inferior ao desempenho de 2004. A análise dos contornos deste ajuste suave, no entanto, emite sinais menos dúbios. Ameaças e processos em curso apontam os riscos, definitivamente, para o *downside*.

Tabela 1

Crescimento real do PIB, anual e contra mesmo trimestre do ano anterior, em %

	2003	2004.TI	2004.TII	2004.TIII	2004.TIV	2004	2005 TI	2005 TII	2005 TIII	2005 ⁽¹⁾
Argentina	8,8	11,3	7,0	8,3	8,4	9,0	8,0	10,1		7,5
Brasil	0,5	4,0	5,1	5,9	4,7	4,9	2,8	3,9		3,3
China	9,5	9,8	9,6	9,1	9,5	9,5	9,4	9,5	9,4	9,0
Cingapura	1,4	7,5	12,5	7,5	6,5	8,4	2,5	5,2	6,0	3,9
Coréia	3,1	5,3	5,5	4,6	3,3	4,6	2,7	3,3	4,4	3,8
Filipinas	4,5	6,5	6,2	6,3	5,4	6,0	4,6	4,8		4,7
Hong Kong	3,2	7,0	12,1	7,2	7,1	8,1	6,0	6,8		6,3
Índia	7,4	8,2	7,4	6,6	6,2	7,3	7,0	7,0		7,1
Indonésia	4,9	4,5	4,3	5,0	6,7	5,1	6,4	5,5		5,8
Malásia	5,4	7,6	8,0	6,8	5,6	7,1	5,7	4,1		5,5
México	1,4	3,7	3,9	4,4	4,9	4,4	2,4	3,1		3,0
Rússia	7,3	7,5	7,3	6,4	6,7	7,2	4,9	6,1		5,5
Tailândia	6,9	6,6	6,3	6,0	5,1	6,1	3,3	4,4		3,5
Taiwan	3,3	6,7	7,7	5,3	3,3	5,7	2,5	3,0		3,4
Turquia	5,8	10,1	13,4	4,5	6,3	8,9	4,8	4,2		5,0

Nota: (1) Estimativa (FMI. *WEO*, Sept. 2005).

Fonte: FMI, *World Economic Outlook* Database setembro 2005; órgãos nacionais. Elaboração própria.

O quadro de ajuste suave também pode ser apreendido de outras formas: a comparação das previsões para 2005 do FMI de setembro com as de abril e mesmo com setembro de 2004 mostram alguns casos de nítida revisão para cima das estimativas (com destaque para Argentina e China), e outros de declínio das expectativas (entre os mais importantes, Coréia e México), movimento também verificado em outras sondagens.⁴ A se destacar também, conforme discutido no texto sobre a economia global, o fato de ser a timidez da desaceleração da Ásia em desenvolvimento quem impede uma redução maior na taxa de expansão do PIB global.

⁴ O *poll* do *Economist* entre instituições financeiras (cuja última rodada data de agosto), mostra um ajuste para cima de 3 pontos percentuais para Argentina; 2,2 p.p. para a China e uma queda de 2,1 p.p. para a Coréia (sempre em relação à situação de abril/2004).

A começar das finanças internacionais. Neste aspecto, a maioria das análises disponíveis continua se ocupando tanto em louvar as dimensões históricas da disponibilidade de financiamento e a maior capacidade de resistência (superávits em transações correntes e elevados estoques de reservas) de quase todos os emergentes, quanto em alertar para os problemas, cada vez mais claros. A identificação da natureza do movimento (o termo *search for yield* vai suplantando, mesmo nos relatórios de instituições como o BIS e o FMI, o tradicional *sound macro policies and better fundamentals*); a perplexidade diante da resistência das taxas de juros longas nos Estados Unidos à subida contínua da *policy rate*; os desequilíbrios globais sem solução à vista, a bolha imobiliária e a temida elevação dos preços na economia central; os sinais de virada no ciclo de

crédito; as pressões americanas por uma apreciação mais forte da moeda chinesa e os seus possíveis impactos sobre o “arranjo de Bretton Woods II”. Estes e outros aspectos já discutidos no texto anterior conformam o quadro de apreensão em relação à reversão da abundância.⁵

Vai ficando clara, também, a hierarquia entre os fatores de risco. Enquanto os desequilíbrios externos da economia americana vão se aprofundando e mesmo assim seguem “sustentados” pelo arranjo financeiro global vigente, seus desafios internos – a ameaça de aceleração inflacionária, a necessidade de um cuidadoso desinflar das bolhas de ativos (particularmente no setor imobiliário) – é que permanecem como principal indicador das perspectivas de elevação das taxas de juros, trazendo consigo a menor disponibilidade de liquidez para os emergentes.

Contra esse pano de fundo, perigosos pontos de similaridade com o ápice do último ciclo de dimensões comparáveis – que se desmontou abruptamente com a crise da Ásia em meados de 1997 – já freqüentam algumas análises, ainda que as condições atuais pareçam bem menos propensas a reversões drásticas.⁶ Outras

visões minoritárias, sustentadas nestes fatores internos e/ou nas idéias de “excesso de poupança global” e “seca de investimento”, também estão disponíveis e – como costuma acontecer na antevéspera de reversões de tendência – arriscam novas teorias sobre o fim do comportamento cíclico de determinadas variáveis econômicas.⁷

Os números, por enquanto, reforçam o paralelo com outras épocas de euforia: na última estimativa do Institute of International Finance (2005), os fluxos líquidos totais de capital privado para os países emergentes devem chegar a US\$ 345,2 bilhões, superando o recorde anterior, do longínquo ano de 1996 pré-crise asiática.

Em termos da distribuição regional, a mudança substantiva tende a ser uma perda relativa de espaço do continente asiático (de 52% do total em 2004 para 42%), com ganhos para a Europa Emergente (esperados 38%) e a América Latina (13%). Quanto aos componentes dos fluxos, o destaque vai para a recuperação dos fluxos de Investimento Direto, que continuará em 2005 após reverter o longo movimento de queda que apresentou até 2003. Essa reversão, liderada pelos países em desenvolvimento (particularmente os asiáticos) e em sintonia com as tendências de crescimento disseminado e diversificação das cadeias produtivas globais, é descrita em detalhes pela Unctad (2005a).⁸ Os investimentos de *portfólio* também seguem em ritmo extraordinário: as condições financeiras internacionais derrubam os *spreads* de países emergentes para os valores mais baixos já registrados; vários países importantes

5 BIS. *75th Annual Report* (2005); IMF. *Global Financial Stability Report* (2005b); Institute of International Finance. *Capital Flows to Emerging Market Economies* (24th Sept., 2005). Em relação a esta última instituição, chama a atenção a repetição do tom alarmista que vem se repetindo há vários meses, clamando por uma maior diferenciação entre os países destinatários das aplicações e prevendo a reversão da abundância. Ver também, para outros detalhes do ciclo de liquidez, o texto anterior e a próxima seção.

6 Estudo de C. Stracke, da consultoria CreditSights elenca diferentes indicadores para concluir que, apesar da euforia semelhante, os países emergentes em geral estão, em sete das nove áreas comparadas, menos vulneráveis do que antes de 1997 (Mello, P. C. Mercado teme nova ‘crise da Ásia’. Mas vê emergentes mais preparados. *O Estado de S. Paulo*, 30 out. 2005). Barry Eichengreen afirma em entrevista, entre outras coisas, que o ciclo de liquidez “está acabando”, na esteira da alta persistente nos preços do petróleo, mas que os países mais atingidos tenderiam a ser Hungria, Romênia e Turquia (deficitários em conta corrente), estando o Brasil mais resistente (Mello, P. C. A festa dos emergentes vai acabar. *O Estado de S. Paulo*, 23 out. 2005).

7 Dois outros exemplos recentes da imprensa nacional: Luchesi, C. P. Euforia com emergentes é resistente. *Valor Econômico*, 10 out. 2005. E, na seqüência da apresentação do estudo citado na nota anterior, Mohamed El-Erian expõe em entrevista sua idéia, baseada nas transformações estruturais em curso, de um “novo paradigma” que conduziria, em pouco tempo países emergentes como o Brasil ao grau de investimento e que afasta o risco de reviravoltas no financiamento externo (Mello, P. C. Melhoras vieram para ficar, diz El-Erian. *O Estado de S. Paulo*, 30 out. 2005).

8 United Nations Conference on Trade and Development (2005a). *World Investment Report* 2005.

antecipam os cronogramas de captação para o ano de 2006 (alguns com importantes emissões em moedas nacionais, repetindo acontecimentos dos meses anteriores a julho de 1997) e os mercados de ações retomam a trajetória de valorização, interrompida ao longo do segundo trimestre (num movimento mais acentuado na Europa Emergente e na América Latina do que na Ásia).

O Gráfico 1 ilustra duas faces deste cenário de ampla liquidez, desde o início de 2003: à medida que decresce a aversão ao risco dos investidores globais (derrubando o prêmio medido pelo EMBI+ do J. P. Morgan), aumentam os montantes de financiamento total aos países classificados como emergentes.⁹ E o Gráfico 2 atualiza aquele que tem sido o outro resultado da combinação de liquidez abundante e superávits disseminados em conta corrente¹⁰: os altos e crescentes estoques de reservas internacionais, em patamares distintos nos dois grupos de países representados. Nota-se aqui, no entanto, que as tendências são mistas, e não se observa a repetição generalizada das taxas de crescimento de meados de 2004.¹¹

⁹ Cabe destacar que os componentes dos diferentes agregados de países emergentes variam bastante de acordo com a instituição (com diferenças importantes entre o IIF e o FMI). Ver notas explicativas nas edições anteriores do Boletim.

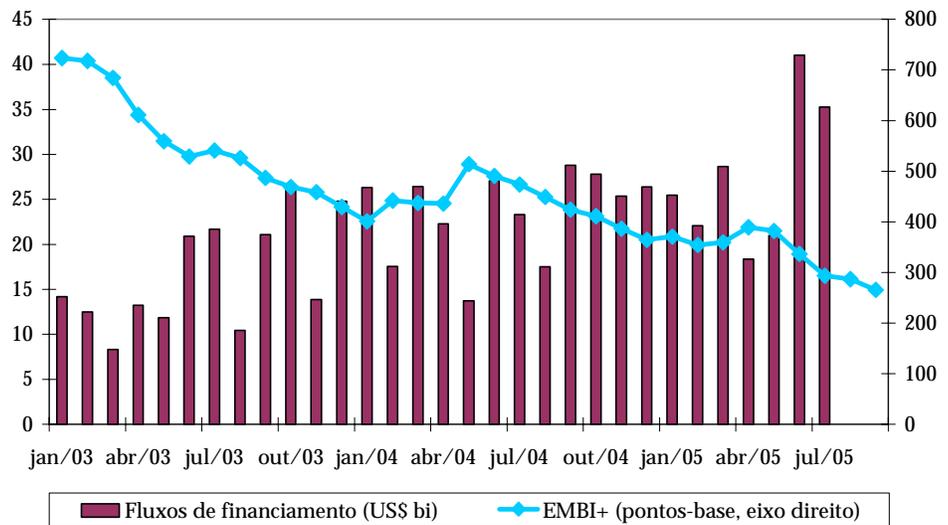
¹⁰ Dos países listados, apenas Turquia e México vêm apresentando déficits significativos em transações correntes, enquanto a Índia caminha próxima ao equilíbrio. Nos demais, assim como em grande parte do mundo além dos Estados Unidos, superávits.

¹¹ China e Malásia, os dois que mantêm o ritmo de acúmulo, são os dois países que recentemente flexibilizaram seus regimes cambiais e vêm atraindo capitais que especulam com o fortalecimento de suas moedas.

Em suma, as informações disponíveis sobre o ciclo de liquidez para os emergentes são de que i) o conjunto dos indicadores aponta um pico histórico das condições de financiamento; e ii) a situação desses países – em termos dos resultados comerciais em em conta corrente, assim como nos níveis de reservas – é em geral muito melhor hoje do que em outros momentos de euforia. Ou seja, parece pouco provável que a reversão parta dos receptores. Mas igualmente pouco provável parece ser a continuidade dessa bundância com

Gráfico 1

Prêmio de risco e fluxos totais de financiamento aos países emergentes



Fonte: FMI. *World Economic Outlook*, Sept. 2005; JP Morgan. Elaboração própria.

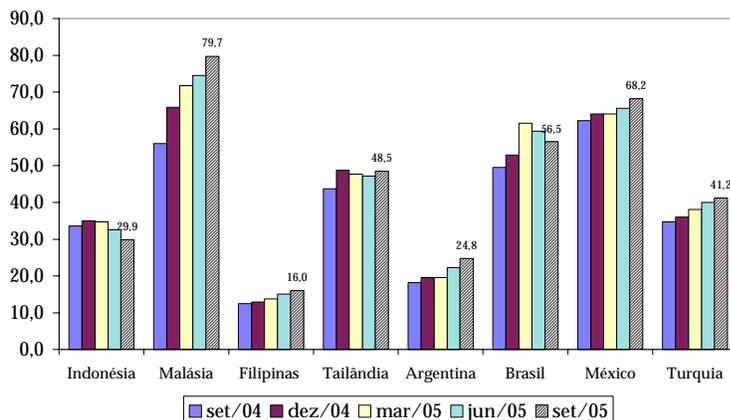
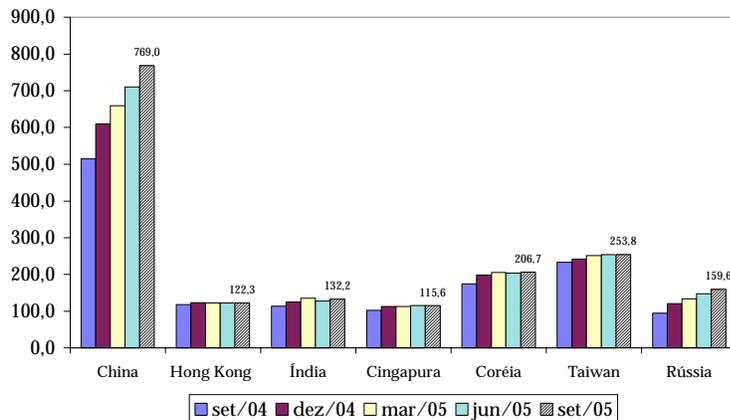
base apenas nesses “bons fundamentos”. Em primeiro lugar porque, como mostrado a seguir, o comércio internacional em desaceleração deve reduzir os resultados em conta corrente. E em segundo porque o fator conjuntural que de fato comanda o ciclo – as condições monetárias nos países centrais tendem a reduzir a atratividade da busca por ativos mais arriscados.

A outra face da “festa dos emergentes” – o bom desempenho do comércio internacional – já pode ser analisada com mais clareza, e os sinais não são muito melhores. Como também destacado no texto da próxima seção, os preços de

commodities já não apresentam mais a mesma tendência ascendente generalizada, e se explicitam as diferenças entre os principais grupos de produtos e de países envolvidos no *boom* exportador.

Gráfico 2

Reservas internacionais totais, países emergentes selecionados (US\$ bilhões)



Fonte: *The Economist*, Bancos Centrais. Elaboração própria.

Os dados consolidados da OMC (2005) fornecem uma primeira indicação nessa direção: na forte aceleração do comércio mundial de mercadorias (crescimento em valor de 17% e 21% em 2003 e 04, respectivamente), o desempenho da grande categoria “combustíveis e minerais” (expansão de 23% e 32% pelos mesmos critérios) é significativamente superior ao conjunto dos “manufaturados” (16% e 20%) e dos “produtos agrícolas” (16% e 15%). Portanto, a composição das importações e exportações surge como

elemento decisivo em relação aos impulsos comerciais.

Descrição mais detalhada do quadro se encontra no capítulo III do TDR 2005.¹² Se medidos apenas pelos termos de troca, os países que mais ganharam no ciclo recente (particularmente em 2003 e 04) foram, de longe, os exportadores de petróleo e (um pouco menos) os de produtos minerais. Países que vendem produtos agrícolas e aqueles (como o Brasil) que têm pauta dividida entre manufaturados e agrícolas, em geral apresentam índices de termos de troca apenas ligeiramente superiores aos de 2000. Os exportadores de manufaturas, por sua vez, têm queda na relação entre o valor dos exportados e dos importados. Destaque-se ainda, entre as tendências dos preços das commodities primárias (minerais e agrícolas), a grande variabilidade entre os diferentes componentes das categorias, que podem determinar os ganhos ou perdas relativos dependendo das pautas específicas.¹³

Para além dessa relação, há o fato de que os volumes exportados podem compensar a perda nos termos de troca – e para isso o estudo também utiliza o conceito de poder de compra das exportações (o valor do total exportado deflacionado por um índice de preços das importações). E, por esse conceito, as diferenças entre as regiões em desenvolvimento vão na

¹² United Nations Conference on Trade and Development (2005b). *Trade and Development Report 2005*.

¹³ Tomando os dados consolidados do boletim mensal de preços da Unctad (resumidos na tabela 2.8, p. 72 de Unctad, 2005b), enquanto o preço de todas as commodities (excetuando o petróleo) se elevou em 8,2% em 2003 e 20,0% em 2004, as diferentes categorias que o compõem exibem padrões distintos: alimentos e bebidas tropicais (2,0% e 13,6%, respectivamente); sementes oleaginosas (17,1% e 13,1%); matérias-primas agrícolas (19,1% e 9,8%); minerais e metais (12,6% e 39,8%). Dentro de cada um dos subgrupos, também, há grande variação.

direção contrária à sugerida pelos termos de troca: o sul e leste asiático (em geral com peso maior das manufaturas nas pautas de exportação e das commodities agrícolas, minerais e energéticas nas de importação) se beneficiam muito mais do que a América Latina (aonde o movimento nos últimos anos, pelos dois conceitos, é bastante parecido).

Trata-se portanto de choque positivo do comércio internacional, mas que apresenta padrões distintos de impulsos aos países em desenvolvimento. De qualquer forma, assim como no campo das finanças globais, não parece estar em curso um processo de inversão – muito menos permanente – das tendências cíclicas seculares, que tradicionalmente castigam mais os países com estrutura de oferta menos sofisticada. Pelo contrário, a desaceleração dos impulsos comerciais – que já aparece mais nítida e menos sujeita a controvérsia – tende a prejudicar mais aqueles que dependem de produtos pouco dinâmicos nas trocas internacionais.

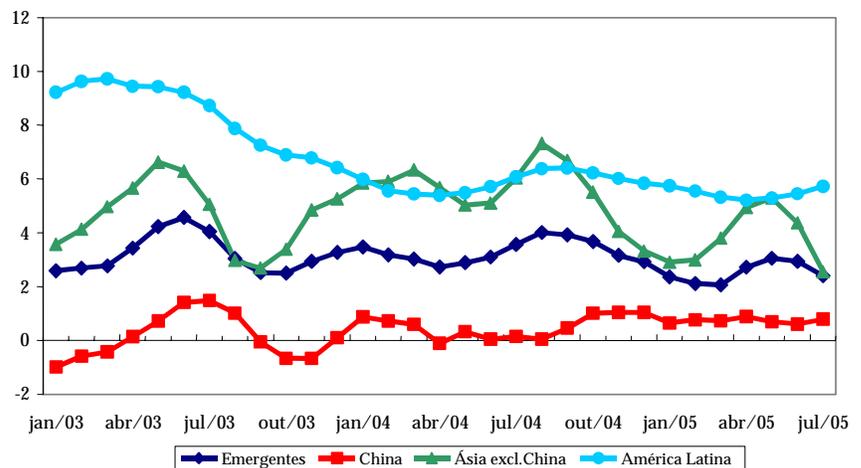
As previsões sobre o crescimento do comércio mundial apontam para baixo, ainda que não se espere nenhuma queda brusca. Segundo o FMI (2005a), a expansão real deve se reduzir dos 10,3% de 2004 para 7,0% e 7,4% em 2005 e 06, ainda bem acima dos 5,4% de 2003. Particularmente para os emergentes, a expectativa é de redução nas importações (de 16,4% em 2004 para 13,5% em 2005 e 11,9% em 2006) e nas exportações (de 14,5% para 10,4% e 10,3%, respectivamente). Já a OMC (2005), cujos cálculos para essas taxas reais apontavam 5% e 9% nos dois últimos anos, prevê desaceleração para 6,5% em 2005 e 7,0% em 2006. A sustentar esse rebaixamento de expectativas (mantendo no ar a possibilidade inclusive de maiores reversões), a desaceleração nos países centrais outros processos simultâneos em curso, que tendem a atingir os países emergentes.

Desde logo, o preço do petróleo que permanece volátil e em patamares bastante elevados. É um consenso entre os analistas da economia internacional que este movimento – que tem em sua origem a forte aceleração da demanda (e das importações) do óleo principalmente por China, Índia e Estados Unidos, mas que também envolve processos especulativos favorecidos pelo ambiente global de baixas taxas de juros, e vem ganhando o reforço de furacões e da tradicional instabilidade geopolítica em importantes regiões produtoras – tende a reduzir o ritmo do comércio e do próprio PIB global.¹⁴ Além dos problemas para as economias centrais, preocupam os efeitos, particularmente em regiões mais dependentes do petróleo importado como o sul e sudeste asiático, sobre os custos das importações e das próprias cadeias de produção intensivas em energia.

A disseminação destas pressões sobre os índices mais gerais de preços, no entanto, ainda é modesta, não representando mudanças importantes dos patamares inflacionários – como mostra o cálculo dos núcleos de inflação para alguns agregados regionais até julho (Gráfico 3).

Gráfico 3

Núcleos de inflação, variação anualizada da média móvel de 3 meses, em %



Fonte: FMI. *World Economic Outlook*, Sept. 2005.

¹⁴ O exemplo de referência mais recente – que segue a linha de todas as outras citadas na seqüência – é o estudo anual da OMC (*International Trade Statistics, 2005*) e as declarações de suas autoridades quando do lançamento da publicação em 27 de outubro de 2005, às quais se voltará adiante.

Exceções a esse quadro geral de resistência, no entanto, começam a aparecer, particularmente na Ásia (aonde o *core inflation* já vinha sendo bastante instável): na Indonésia, a recente redução dos subsídios estatais aos combustíveis faz o índice de preços acumulado em 12 meses saltar de menos de 8% até julho (e 9,1% em setembro) para quase 18% em outubro, obrigando a elevação das taxas básicas de juros para 12,25%; na Índia e na Coreia, ainda que em patamares bem mais baixos, o movimento mais recente também é de aperto monetário (as taxas de juros de curto prazo efetivamente praticadas se erguem para níveis acima de 5,5% no primeiro caso, e se aproximam de 4,0% no segundo).¹⁵

Além dessa problemática maior dependência do petróleo, a região mais dinâmica do mundo em desenvolvimento, responsável por boa parte do ritmo histórico das trocas mundiais de mercadorias, pode enfrentar no futuro próximo uma ameaça de outra natureza: a disseminação da gripe aviária. Como costuma ocorrer em situações deste tipo, por enquanto há mais pânico e especulação do que certezas sobre os custos econômicos desta ameaça. Paira sobre a questão a chamada “incerteza epidemiológica” – a dúvida da evolução ou não do vírus para uma forma contagiosa entre seres humanos. Se ficar restrita à atual condição (transmissão entre animais e destes para humanos), os impactos devem ser pequenos, e restritos ao setor avicultor, principalmente em países como Vietnã, Tailândia e Indonésia. No caso mais provável de mutação e da transformação do problema em pandemia, os custos podem ser significativos – em termos humanos, sobre as expectativas dos consumidores e investidores, e sobre o comércio de bens e serviços, na região asiática como um todo e daí para o resto do mundo, num impacto consideravelmente maior do que o surto de SARS no início de 2003.¹⁶ Traçando dois cenários para o caso de contato entre seres humanos e pandemia,

pesquisadores do ADB calculam as perdas de 2,3 a 6,5 pontos percentuais no PIB regional. Neste segundo e pior cenário (que dependeria de maior duração e maiores taxas de infecção e fatalidade), o crescimento regional seria reduzido praticamente a zero em 2006, com Cingapura, Malásia, Hong Kong e Tailândia entre os mais afetados e graves perdas no comércio de mercadorias e serviços.¹⁷

Mais concreta, por enquanto, que essa possível pandemia, outra ameaça negativa sobre as economias da região (e do resto dos emergentes) é a dúvida sobre o papel de locomotiva comercial desempenhado pela China – impulsionadora até aqui de novos contornos para a interdependência global, com importantes benefícios para o mundo em desenvolvimento.¹⁸

A julgar pelo ritmo do crescimento deste país, não haveria motivo para preocupação: a expansão do PIB no terceiro trimestre (9,4% contra mesmo período do ano anterior) não indica nenhuma desaceleração entre as demais taxas mostradas na Tabela 1.¹⁹ Mas, como já argumentado anteriormente,²⁰ duas tendências paralelas se escondem por trás desse ritmo “monótono” e muito forte: as transformações estruturais substituidoras de importações, que transformam o país de importador em auto-suficiente ou mesmo exportador em setores importantes²¹ e a desaceleração dos investimentos

¹⁵ Informações do acompanhamento semanal do *Economist*, e de World Bank (2005). *East Asia Update*, Nov.

¹⁶ World Bank (2005).

¹⁷ Bloom, E. e Carangal-San Jose, J. Potential economic impact of an Avian Flu pandemic on Asia. Asian Development Bank Research Department Policy Brief, n. 42, 3rd Nov. 2005

¹⁸ A referência obrigatória sobre esses efeitos é Unctad (2005b).

¹⁹ Nation's Economy Maintains Steady and Rapid Growth in the First Three Quarters. National Bureau of Statistics of China, 20th Oct. 2005.

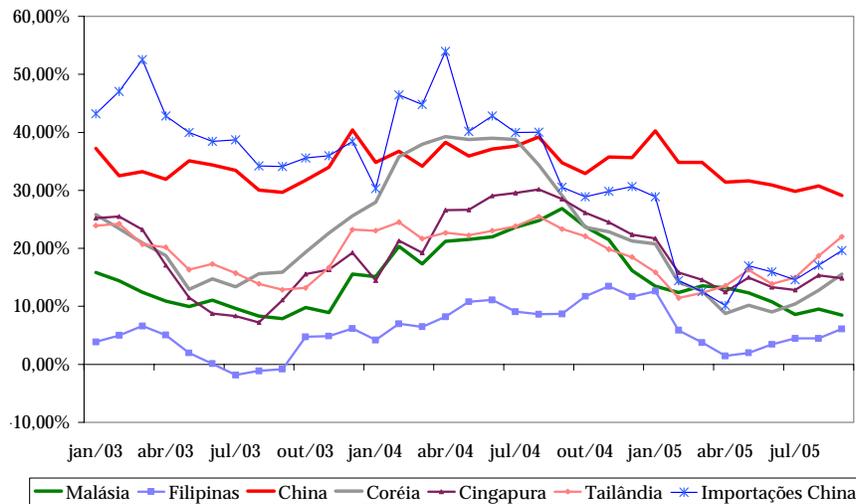
²⁰ Biancarelli, A. M. (2005b). Para onde vai a China? *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 5, 6 out. 2005. (Suplemento 6).

²¹ O *Economist* chamava a atenção para a inversão do sinal da presença do país nos mercados de commodities (citando especificamente aço, alumínio e cimento, em que o país já é exportador, mas também comentando sua demanda mais fraca por petróleo), e algumas possíveis consequências: “...the popular perception of China as an insatiable commodity-guzzler is now too simple (...) Until now, China's surging exports of manufactured goods have at least partly been balanced by its strong imports of raw materials. If it now starts to export commodities and basic goods as well, trade tensions can only worsen. Steel could follow textiles as the next flashpoint.” (From accelerator to brake, 8th Oct. 2005).

– que apesar de continuarem crescendo em ritmo forte (29,4% em setembro contra o mesmo mês do ano anterior e 26,1% no acumulado de 2005), já estão bem abaixo do pico superior a 50% do primeiro trimestre de 2004. Por conta disso, o robusto crescimento chinês parece carregar agora um menor componente importado.²²

Gráfico 4

Crescimento anual de importações e exportações, países asiáticos selecionados, média móvel 3 meses, %



Fonte: ARIC Database. Elaboração própria.

Enquanto as exportações do país continuam crescendo ao longo do ano a taxas muito altas, as importações desaceleraram sensivelmente, levando junto o ritmo das vendas externas dos principais países asiáticos – movimento mostrado no Gráfico 4 através de médias móveis de 3 meses. Os números de agosto e setembro (taxas de expansão anual das exportações de 33% e 25,8% respectivamente e seguidos 23,2% nas importações, com queda do saldo mensal de

US\$ 10,6 bilhões para US\$ 7,5 bilhões), poderiam sugerir uma reaproximação desses ritmos. Mas os acumulados nos primeiros nove meses ainda são bastante discrepantes (31,3% para as vendas e apenas 16% para as compras) e a desaceleração de setembro provavelmente representa um ponto isolado, fruto do elevado patamar do mesmo mês

do ano anterior.²³ Como resultado das tendências, os números da balança comercial chinesa em 2005 (saldo acumulado de US\$ 96,4 bilhões nos 12 meses encerrados em setembro, contra menos de US\$ 40 bilhões no ano todo de 2004) fogem ao padrão recente de comércio exterior deste país, que vinha sendo marcado por uma forte dependência de insumos importados para sustentar seus elevados níveis de exportações.

Neste cenário, com a expansão econômica fortemente baseada no desempenho do setor externo, reforçam-se as dúvidas a respeito dos desdobramentos concretos, num futuro próximo, da mudança no regime cambial chinês anunciada em julho – que, apesar das esperanças que levantou em vários analistas ocidentais e de medidas complementares apontando no sentido de maior liberalização das transações com moeda estrangeira, ainda não alterou a dinâmica de funcionamento do mercado de divisas.²⁴

Ou seja, se os impulsos comerciais vindos da China certamente não se reduzirão num

²² A repercussão na imprensa do relatório da OMC (2005) dava conta exatamente destes efeitos, pela voz de M. Finger, economista da instituição (Moreira, A. OMC alerta para alta menor das importações na China. *Valor Econômico*, 27 out. 2005). Também N. Lardy, respeitado especialista no país do IIE, reforça a descrição do quadro em entrevista recente: “O crescimento da economia parece estar no mesmo patamar de anos anteriores, mas o das importações é dramaticamente inferior. Eu creio que isso sugere que a demanda de investimentos na China diminuiu de maneira significativa.” (Trevisan, C. China reduz pressão sobre preços globais. *Folha de S. Paulo*, 6 nov. 2005)

²³ Sobre esse ponto, ver o comentário de B. Setser (*China's trade surplus tipped in September*. Disponível em: <www.rgemonitor.com>, 12 out. 2005), em que são apontados desafios para a manutenção futura do excepcional desempenho exportador daquele país.

²⁴ Até o início de novembro, a cotação mínima que o *yuan* havia atingido (vindo do *peg* de 8,28 por dólar) era 8,08; e a flutuação dessa cotação era mínima.

horizonte visível, o fato é que a intensidade com que vinham crescendo já é bem menor. Junto com os outros fatores aqui levantados esta não é, definitivamente, uma boa notícia para o conjunto dos países emergentes. Inclusive porque a deterioração das boas condições comerciais pode começar a reverter os indicadores de conta corrente que, como visto, garantem até aqui uma situação mais confortável diante de uma reversão do ciclo de liquidez originada no centro.

Este quadro de sobrevida – mais arriscada, em ritmo mais lento – do ciclo favorável aos emergentes levanta dúvidas a respeito da situação dos diferentes países no cenário futuro. Antes disso, porém, vale voltar os olhos para uma outra dimensão do quadro recente: o desempenho comparado.

2 Sub-aproveitamento

Ao longo dos últimos dois anos, conforme ficava cada vez mais nítido o quadro excepcional da economia internacional e suas repercussões sobre o mundo em desenvolvimento, outra percepção foi sendo (menos) disseminada: a de que, entre os beneficiados, há graus variados de aproveitamento. Particularmente, a constatação de que a performance da economia brasileira é bastante inferior à do conjunto das demais economias emergentes no período – aspecto ressaltado aqui nas edições anteriores e explícito nos dados da Tabela 1.

Dois exemplos recentes, presentes na imprensa nacional, podem servir de ponto de partida. Delfim Netto, repetindo um exercício comum em suas colunas, comparava as variáveis macroeconômicas e de política para contrastar o “brilhante” desempenho do Brasil frente à sua história recente, com a figura “mediocre” que isto representa se levados em conta os números dos demais BRICs (Rússia, Índia e China). Suas explicações, desta feita, se concentram na política monetária conservadora e pouco pragmática, que além de comprometer o crescimento ameaça o desempenho exportador pela valorização do

câmbio.²⁵ Por outro lado, a revista *Exame*, em matéria de capa, elencava outros motivos para a performance inferior do Brasil: infra-estrutura ruim, excesso de burocracia, lei trabalhista antiga. Além destes, os dois maiores culpados: a alta carga tributária e o elevado custo do dinheiro (explicado como uma decorrência do elevado gasto estatal e do excesso de títulos públicos no mercado financeiro).²⁶

Parece válido encarar o quadro de outras perspectivas. Um olhar comparativo não apenas com os outros BRICs (cujas diferenças estruturais e de inserção externa com o Brasil são muito grandes), mas com países que compartilham conosco alguns traços importantes, como Argentina e Turquia, pode ilustrar alguns pontos essenciais. Crises cambiais/financeiras recentes, taxas relativamente altas de inflação, altos prêmios de risco, elevadas relações dívida/PIB, entre outros, são comuns a essas economias, mas não a todos os emergentes. De uma forma ou de outra as três foram, também, auxiliadas em sua trajetória de recuperação pelo arranjo favorável da economia global. As opções de política econômica, no entanto, como se procurará mostrar, não foram exatamente as mesmas, assim como o desempenho das principais variáveis macroeconômicas.

Em primeiro lugar, cabe descrever a trajetória recente (desde o início de 2003). As taxas de crescimento do PIB revelam um marcante contraste. Voltando à Tabela 1 e tomando as previsões do FMI para 2005, a média brasileira no triênio será de um terço da argentina e metade da turca; e em apenas um dos dez trimestres encerrados em junho de 2005 (o terceiro de 2004), a expansão do Brasil em relação ao mesmo período do ano anterior não foi a menor entre os três países. Quanto ao nível, o Gráfico 5 mostra que, a partir dos primeiros três meses de 2003, o crescimento acumulado do PIB argentino, no fim

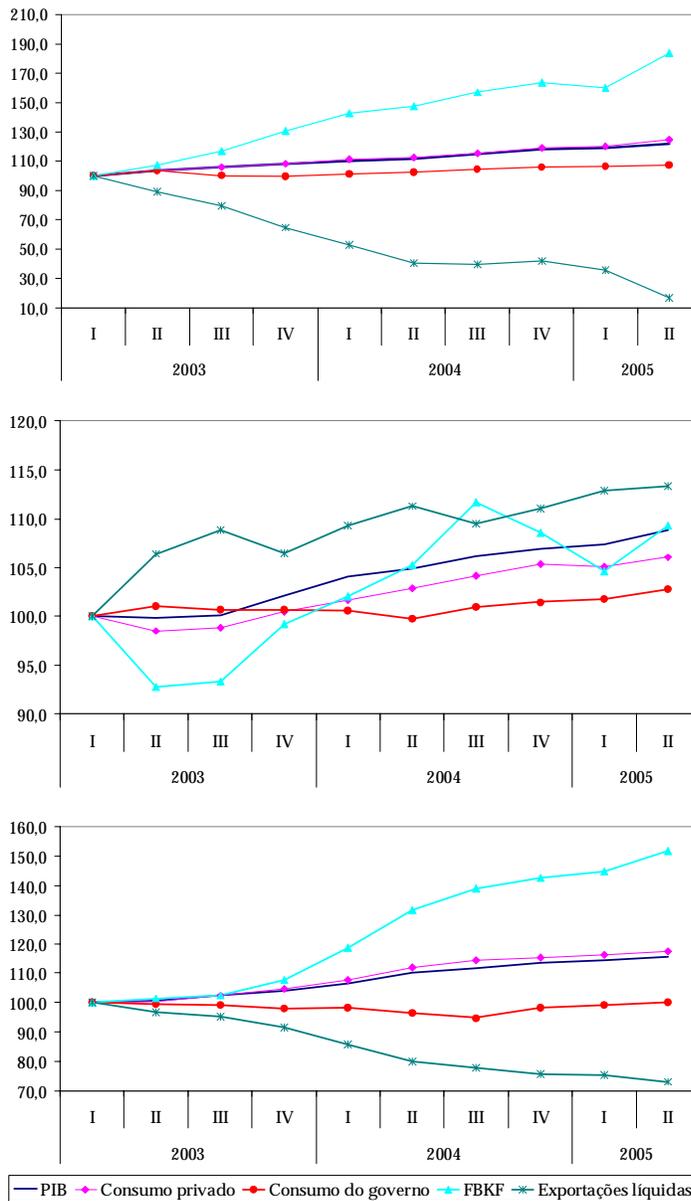
²⁵ Delfim Netto, A. Brilhante ou mediocre? *Valor Econômico*, 18 out. 2005.

²⁶ Caetano, J. R. e Paduan, R. Por que o Brasil não acompanha o mundo. *Exame*, 28 set. 2005.

do primeiro semestre, era de mais de 20% e o turco superava os 15%, enquanto o avanço brasileiro no período não chegava aos 9%.

Gráfico 5

PIB e categorias de demanda (2003.T1=100),
Argentina, Brasil e Turquia, dessazonalizado ⁽¹⁾



Nota: (1) Não há um cálculo oficial disponível para o PIB da Turquia dessazonalizado. A série, para este país, foi construída com uma média móvel de quatro trimestres a partir dos valores a preços constantes.

Fonte: Órgãos nacionais. Elaboração própria.

Há também um profundo contraste entre as forças que conduzem esse caminho divergente. A

observação dos componentes da demanda agregada nos três países – sempre tomando os valores do primeiro trimestre de 2003 como base – mostra que, tanto para Argentina quanto para a Turquia, foram as categorias de demanda interna – consumo privado e, principalmente, investimento – que lideraram o crescimento acelerado. No Brasil, ao contrário, o investimento apresenta um comportamento muito oscilante, permanecendo abaixo da expansão do PIB a maior parte do tempo. A variável que puxa o produto, no caso brasileiro, sem dúvida, é o saldo das exportações e importações de bens e serviços (que nos dois outros casos jogam contra a expansão do PIB, seja pelos saldos declinantes na Argentina, seja pelos déficits crescentes na Turquia). Quanto ao consumo privado, que nos outros dois países acompanha a expansão geral da economia, cresce sistematicamente abaixo do PIB no Brasil. O consumo do governo, em nenhum dos três, tem trajetória relevante na explicação das tendências gerais.

Uma objeção a essa comparação diria respeito ao “efeito-base” – ou seja, ao fato óbvio de que o crescimento após quedas sucessivas do PIB é mais fácil. A Argentina estaria crescendo mais do que o Brasil apenas recuperando os efeitos da crise recente (perdas do produto sucessivas, entre 1999 e 2002: -3,4; -0,8; -4,4 e -10,9); e um raciocínio semelhante poderia ser tentado para o desempenho da Turquia (que em 2001 teve uma contração do PIB de -7,5%). Em nenhum dos casos, no entanto, o primeiro trimestre de 2003 representava o “fundo do poço” da série do PIB (localizados, respectivamente, no segundo e terceiro quartos de 2002). A Turquia desde o final de 2002 e a Argentina nos últimos dois trimestres, adicionam crescimento aos picos atingidos antes das crises (ou seja, já não se trata mais apenas de recuperação). E, acrescentando-se, o

Brasil não vinha de uma fase de crescimento acelerado que, pelo efeito estatístico, deprimisse os números a partir de então. Não há, de qualquer modo, como negar o desempenho divergente no período em análise, que coincide com a explicitação dos efeitos benéficos do arranjo internacional. É sobre esse período que as atenções aqui estão voltadas.

Os três países foram, de fato, atingidos pelos impulsos favoráveis, mas não de forma idêntica. Na realidade, tanto pelo lado financeiro quanto pelo comercial, tratou-se de três padrões distintos de participação na “festa dos emergentes”. A Tabela 2 detalha o perfil da inserção comercial de cada um no ciclo recente (cujos contornos foram descritos acima), e a Tabela 3 fornece informações gerais sobre as contas externas.

Tabela 2

Perfil do comércio exterior, Argentina, Brasil e Turquia.
Dados de 2004 quando não indicado

	Argentina	Brasil	Turquia
Exportações fob (US\$ milhões)	34.453	96.475	63.121
Fatias das exportações globais (%)	0,38	1,05	0,69
Crescimento 2003 (% a.a.)	15,27	21,08	31,04
Crescimento 2004 (% a.a.)	16,53	32,01	33,58
Pauta (%)			
Produtos agrícolas	49,58	31,98	10,30
Combustíveis e minerais	19,99	13,54	4,59
Manufaturados	28,55	52,42	84,67
Importações cif (US\$ milhões)	22.320	65.921	97.540
Fatias das importações globais (%)	0,24	0,69	1,03
Crescimento 2003 (% a.a.)	53,88	2,23	34,50
Crescimento 2004 (% a.a.)	61,34	30,01	40,67
Pauta (%)			
Produtos agrícolas	5,13	6,74	6,21
Combustíveis e minerais	6,64	22,52	20,69
Manufaturados	87,24	69,81	69,12

Fonte: OMC. *Trade Statistics 2005*.

Em relação ao comércio de mercadorias, parece claro que Brasil e (um pouco menos) Argentina se encontram em posição privilegiada em relação à Turquia.

No primeiro caso, as altas taxas de crescimento das exportações e a composição da pauta – repartida entre manufaturados e bens agrícolas (que gera algum ganho nos termos de troca, como já comentado), aliados ao volume bem menor de importações, vem dando origem a saldos comerciais crescentes, que ensejam uma espetacular reversão no resultado em conta corrente (Tabela 3), e tornam a situação externa do país muito mais confortável desse ponto de vista. No caso dos nossos vizinhos, os ganhos nos termos de troca são ainda maiores: a dependência em relação aos combustíveis e minerais é pequena (tendo se tornado inclusive exportadora líquida de petróleo e minerais) e, dentro das commodities agrícolas que compõem quase metade da pauta exportadora, o país é especializado em algumas que tiveram desempenho particularmente favorável nos últimos tempos (soja, carnes e alguns cereais). No entanto, os ganhos de volume não são tão elevados e as importações crescem num ritmo ainda maior (como reflexo da forte reativação econômica), reduzindo os saldos comerciais e em conta corrente (Tabela 3). Já a Turquia se vê prejudicada em ambos os aspectos: preços e quantidades. Sua pauta de exportação é dominada pelas manufaturas com pior desempenho no ciclo recente, e a dependência de combustíveis e minerais é particularmente forte em relação ao petróleo. O ritmo de crescimento das compras no exterior tem superado a alta velocidade das vendas, e a balança comercial do país se deteriora de forma intensa, acumulando perigosos déficits em conta corrente – que na primeira metade de 2005 já se aproximavam, em valor, do total do ano passado (Tabela 3).

Tabela 3
Contas Externas, indicadores selecionados (US\$ bilhões, fim de período)

	Argentina				Brasil				Turquia		
	2002	2003	2004	2005 ⁽¹⁾	2002	2003	2004	2005 ⁽¹⁾	2002	2003	2004
Transações Correntes	8,7	7,7	3,3	1,8	-7,6	4,2	11,7	5,3	-1,5	-8,0	-15,7
Conta Capital e Financeira	-11,4	-3,2	1,9	1,8	8,0	5,1	-7,4	4,6	7,5	7,0	14,1
Investimento Direto	1,5	2,4	4,6	2,5	14,1	9,9	8,7	6,8	0,9	1,2	1,9
Investimento de Carteira	-5,6	-7,6	-9,3	-5,6	-5,1	5,3	-4,8	4,5	-0,6	2,5	8,0
Outros Investimentos	-9,9	3,6	7,3		-1,1	-10,4	-11,0	-7,3	7,3	3,4	4,2
Estoque de Reservas	10,5	14,1	19,6	24,4	37,8	49,3	52,9	54,7	26,8	33,6	36,0

Nota: (1) Primeiro semestre.

Fonte: Órgãos nacionais. Elaboração própria.

Pelo lado do financiamento externo, a fase de abundância de liquidez também é aproveitada de forma distinta.

Mesmo a economia argentina, em moratória da dívida externa durante quase todo o período em tela, apresenta uma reversão do quadro trágico de 2002, apesar da contínua perda de recursos de carteira, compensadas pelos fluxos de investimento direto e outros investimentos (nos quais se acumulavam os atrasados). A redução da sangria de recursos voláteis, e a própria folga representada pela moratória ensejam inclusive um movimento de recomposição das reservas internacionais. Quem absorve de maneira mais entusiasmada a abundância de liquidez internacional é a Turquia, particularmente na modalidade de investimentos de carteira e outros investimentos, financiando através de capitais de qualidade inferior os déficits crescentes em conta corrente – movimento que não costuma terminar bem. O montante de reservas internacionais parece, assim, insuficiente para se contrapor a uma reversão brusca no apetite por risco dos investidores, que teria neste país certamente um dos primeiros

alvos de venda. O Brasil, como é sabido, aproveita as condições internacionais favoráveis e os bons resultados em conta corrente para reduzir o endividamento externo. A perda de recursos de *portfólio* aqui investidos, em 2004, vem sendo substituída por entrada líquida ao longo de 2005, à medida em que vai se alargando o diferencial de juros e o ciclo internacional de liquidez vai se aproximando do pico, acelerando o ritmo de aquisição de reservas internacionais por parte das autoridades (ver SEÇÃO II).

As condições de financiamento por títulos, sintetizadas nos prêmios de risco (Gráfico 6), também mostram a contínua evolução até os atuais patamares historicamente baixos.

Gráfico 6
Prêmios de risco (EMBI+), Brasil, Turquia e Argentina (eixo direito), em pontos base



Fonte: J.P. Morgan. Elaboração própria.

Ao longo da queda, o risco-Turquia se mantém sempre em níveis inferiores ao brasileiro – a outra face da maior disponibilidade e absorção de recursos pelo país. E mesmo o risco-Argentina, que permanece durante quase todo o período em patamares que exigem a utilização de uma escala diferente (expressando o fechamento deste mercado para o país em moratória), despensa para patamares muito próximos ao brasileiro entre junho e julho, refletindo fatores técnicos – a troca dos papéis negociados nos mercados secundários – mas também a reduzida aversão ao risco dos investidores.

Assim, para resumir o quadro de Argentina e Turquia de modo bastante simples, pode-se dizer que, se o choque de termos de troca no comércio internacional foi bastante vantajoso para um país e negativo para outro; e se as condições de liquidez internacional foram mais abundantes para este do que para aquele, a situação brasileira parece bastante favorável em ambos os aspectos: sofremos as conseqüências positivas tanto do lado comercial quanto do financeiro da “festa”, sendo que em relação ao primeiro, os volumes importados e exportados se traduzem em impulsos muito mais fortes para o crescimento do PIB.

Estas informações certamente qualificam a análise do desempenho divergente e levantam questões sobre a sustentabilidade das boas condições do setor externo nas três economias. Mas ainda permanece a dúvida sobre as razões do desempenho inferior do Brasil. Ou, posto de outra maneira, ainda falta explicar porque, diante de uma contribuição da demanda externa significativamente superior à dos outros países, as categorias de demanda interna seguraram o nosso crescimento em níveis relativamente medíocres.

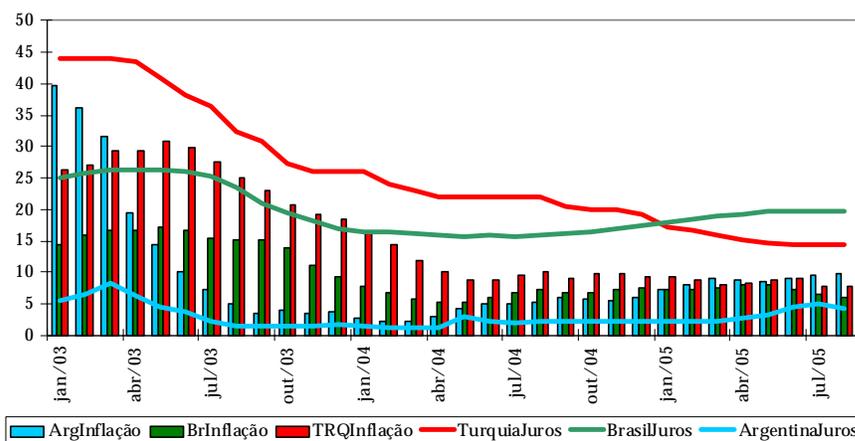
Isso desloca a análise para o campo da política econômica. E neste aspecto, não há como não começar pelo elemento central: a “variável fora do

lugar” na economia brasileira é a taxa de juros, mantida em patamares elevadíssimos pelas autoridades monetárias (ver SEÇÃO III).

A última atualização do *ranking* mensal desse indicador (ainda com a Selic em 19,5%) feita pela GRC/Visão²⁷ mostrava a taxa real brasileira em 11,6% a.a. (se descontada a inflação nos 12 meses encerrados em setembro) e em 14% (em relação às expectativas para os próximos 12 meses). O segundo lugar e a distância brasileira em relação aos “concorrentes” muda na passagem de um critério a outro: se, olhando para trás, o vice-líder é a Turquia com 9%, as taxas reais prospectivas colocariam a China naquela posição, com menos da metade do número brasileiro (6,3%), e a Turquia apresentaria 5,8%. Por ambos os critérios, as taxas argentinas são fortemente negativas e ocupam a última posição entre os 40 países analisados: -6% e -4,7%, respectivamente.

Mas não se trata apenas do nível atual. A trajetória da política monetária no período em tela, e as suas relações com outras variáveis, parecem contribuir decisivamente para os resultados mostrados no Gráfico 5. Se o objetivo principal desta política é o controle de preços, é possível constatar pelo Gráfico 7 como essas duas variáveis se articulam de modo diferente nos dois outros países.

Gráfico 7

Inflação (IPC) em 12 meses e taxas nominais de juros (*policy rates*), em % a.a.⁽¹⁾

Nota: (1) No caso brasileiro, inflação pelo IPCA.

Fonte: Órgãos nacionais. Elaboração própria.

²⁷ GRC/Visão. *Ranking Juros Reais*, 16 set. 2005.

Na Turquia, onde as taxas acumuladas de inflação ao consumidor superaram os 30% no segundo trimestre de 2003 – e vinham de mais de 70% no final de 2001 –, as taxas nominais de juros praticadas mostram consistente movimento de queda, simultâneo ao dos índices de preços. Na Argentina, que parte do patamar inflacionário mais elevado, as *policy rates* efetivamente praticadas²⁸ não chegam em nenhum momento aos 10% a.a., e só recentemente, com a explicitação da aceleração inflacionária, voltam a subir de forma mais consistente. A anomalia do caso brasileiro, contra esse pano de fundo, vem mais à tona: os movimentos nas taxas de juros respondem de forma assimétrica e um tanto lenta aos movimentos nos preços, mantendo uma relativa estabilidade em altos patamares, enquanto as taxas de inflação não mostram a mesma discrepância – nem no movimento nem nas taxas acumuladas.

Assim, não parece ter havido no período um problema inflacionário muito mais grave no Brasil, que justificasse a postura conservadora da política monetária. Na busca das explicações para esse padrão distinto de política, o argumento do passado inflacionário a justificar maior cautela, neste caso, perde força.

As explicações mais convencionais, bem como as preocupações (ou não) com as perspectivas futuras destes dois países estão, na realidade, muito relacionadas com outra frente de política macroeconômica – que no caso brasileiro também é constantemente invocada na justificativa dos altos níveis das taxas de juros. A “centralidade subordinada” da política fiscal²⁹ nesta comparação é um elemento a ser examinado com cuidado.

No caso da Turquia, o diagnóstico padrão da recuperação após a crise de 2001 é facilmente resumido: o fator principal teria sido, em meio ao programa de ajuda do FMI, o comprometimento das autoridades e de todas as forças políticas relevantes com um ambicioso programa de reformas estruturais (reestruturação e recapitalização do sistema financeiro, deslanche do processo de privatização, banco central independente, etc.) e com uma gestão macroeconômica prudente, baseada no câmbio flutuante, e principalmente na disciplina fiscal. Seu elemento central seriam os superávits primários altos e sustentados no tempo, a sinalizar a solvência da elevada dívida pública.³⁰ Esta, que havia superado os 90% do PIB em termos líquidos ao final de 2001, cai para níveis próximos a 60%, como resultado do duro ajuste: o saldo primário desde 2001 nunca foi inferior a 4% do PIB e não deve cair abaixo da meta de 6,5% (acertada com o FMI), fazendo o déficit nominal sair de 12,3% em 2002 para 3,9% em 2004, num contexto em que o peso do pagamento de juros cai de inacreditáveis 23,5% do PIB em 2001 para ainda altos 13,2% no ano passado.

A recompensa pela austeridade, nesta visão, não tardou: a acentuada queda do risco-país (Gráfico 6), ao permitir a significativa redução das taxas de juros, teria incentivado a retomada dos investimentos e do consumo, e assim explicaria a forte dinâmica do PIB nos últimos três anos. A idéia da contração fiscal expansionista³¹ justifica, inclusive, o otimismo de alguns com as perspectivas futuras do país –ameaçadas pela reversão das condições financeiras globais e pela elevação dos preços do petróleo. A “era de estabilidade” ou o “novo regime de crescimento”,

²⁸ A tarefa de identificação da *policy rate* no caso argentino não é trivial como nos casos brasileiro e turco. Aqui, utilizou-se as taxas de *call* em títulos do Banco Central de até 15 dias.

²⁹ Ver SEÇÃO IV.

³⁰ Ver, entre outros, OECD (2004). *Economic Survey Turkey*; e IMF (2005). *Turkey: 2004 article IV consultation and eighth review under the stand-by arrangement*.

³¹ Para um exemplo perfeito, ver, entre outros comentários do mesmo autor, ver Cevik, S. *Turkey: normal actually*. Morgan Stanley Global Economic Forum, 21st Sept., 2005.

estariam assegurados também pela expectativa de ingresso na União Européia.

À parte essa relação (retirada diretamente das lições sobre *crowding-out* dos manuais tradicionais de macroeconomia) entre contas públicas e taxas de juros, é fato que a gestão da política monetária na Turquia – marcada por um regime ainda implícito de metas para a inflação, que conserva alguma flexibilidade justamente por conta do componente de “dominância fiscal” e dos efeitos adversos das suas decisões sobre a dinâmica da dívida³² – parece contribuir para a trajetória mais razoável das taxas de juros. Também não deve ser esquecido que, em um ambiente de crescimento elevado do PIB, todas as variáveis e metas de política que tem esse indicador no denominador são atingidas com menos dificuldades; e que a redução do patamar dos juros também contribui decisivamente para a redução de estoques de dívidas sensíveis a ele.

À luz dessa comparação, acusar a “relaxada” política fiscal brasileira pelos equívocos da política monetária não parece nem justo em termos quantitativos (as diferenças nos resultados primário e nominal, e nos patamares de dívida/PIB também estão longe de justificar a distância nos juros básicos) nem adequado em termos teóricos (o “círculo virtuoso” austeridade – queda do risco – queda dos juros – crescimento do PIB no Brasil vem sendo cortado no segundo elo).³³

Em relação à Argentina, o raciocínio dominante é distinto. A principal divergência do país com o FMI se refere justamente ao tamanho do superávit primário a ser acordado: o país, que economizou para pagar juros 3,0% do PIB em 2003 e 5,1% em 2004, se recusou a prometer mais do que 3,8% para este ano, menos do que os 4,5%

sugeridos pelo Fundo.³⁴ Esse “suave” ajuste fiscal (em 2001 houve déficit primário de 1,3% do PIB e em 2002, superávit de 0,6%), com a ajuda da moratória e da bem sucedida troca da dívida externa (que foi capaz de reduzir o estoque do passivo público dos 148% do PIB do final de 2002 para 72% em abril de 2005), foi capaz de colocar o país no terreno positivo dos resultados nominais (0,5% do PIB em 2003 e 2,6% em 2004), mas com a retomada dos pagamentos deve exigir a continuidade do aperto – que, repita-se, é mais fácil com o PIB em crescimento e uma carga de juros administrável.

Na realidade, no caso argentino as pregações do FMI e de outros analistas por mais aperto fiscal vêm também embaladas com outras idéias sobre as relações com a política monetária: nas duas frentes, a gestão macroeconômica estaria sendo excessivamente expansionista, dando origem às pressões inflacionárias estruturais – que de modo algum seriam contornadas pelas negociações e intervenções em setores específicos tentados pelo governo argentino.³⁵ Seguindo essa visão, outro desafio central das autoridades argentinas seria remover os demais mecanismos de distorção existentes na economia pós-crise (como por exemplo os impostos extraordinários sobre exportação) e restaurar um ambiente favorável aos negócios privados. Tudo isso, com vistas a evitar o gargalo logo à frente entre a demanda e a oferta agregadas (apesar do crescimento do investimento ilustrado no Gráfico 5) e reduzir a ameaça inflacionária, para o que

³² Ver o Box 2.1 de OECD (2004, p. 65).

³³ Ver SEÇÃO III.

³⁴ Ver IMF (2005). *Argentina*. Staff Report for the Article IV Consultation.

³⁵ Além da referência anterior, outro exemplo é o comentário de Newman, G.; Arcentales, L e Marone, H. *Argentina*: the inflationary tipping point. Morgan Stanley Global Economic Forum, 18th Oct., 2005. Recentemente, com a aceleração inflacionária se explicitando (10,7% acumulados nos 12 meses encerrados em outubro, o maior nível em dois anos), o governo anunciou um conjunto de medidas (relacionadas a regras de contratação e demissão e alíquotas de impostos) que, por essa visão, continuavam não atacando as causas do problema.

uma postura “mais flexível” em relação à taxa de câmbio seria também bastante recomendável.

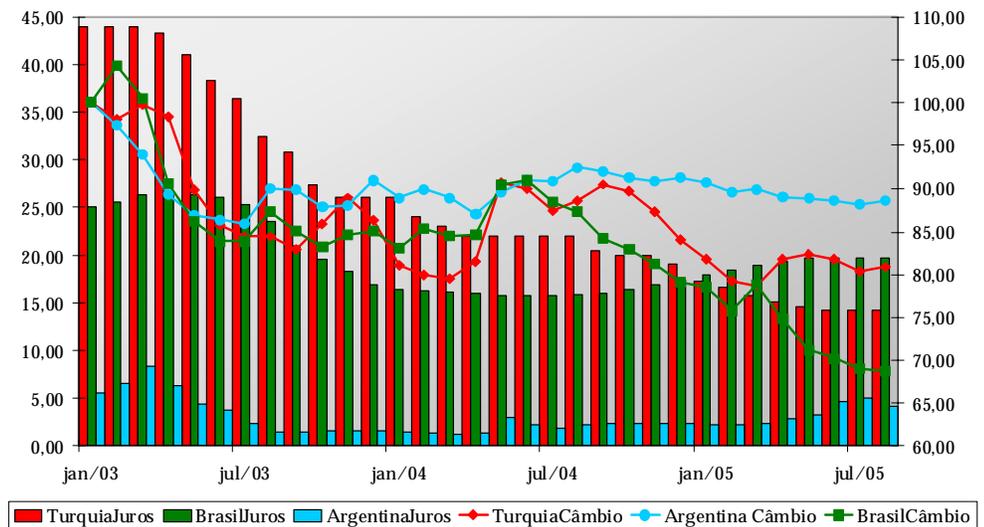
Assim, depois das ligações com a política fiscal em cada caso, entramos na política cambial, que também se relaciona com a política monetária. O peso argentino, de fato, é entre as três moedas a que menos se aprecia, refletindo não apenas essa constante intervenção no mercado de divisas criticada pelo Fundo e os mecanismos de controles preventivos de capital introduzidos recentemente, mas também as diferenças de taxa de juros já explicitadas.

O contraste dos dois indicadores (Gráfico 8) mostra que a apreciação foi maior nos casos em que o rendimento oferecido era mais elevado, o que não é difícil de entender em meio ao ambiente geral de fluxos de capital *chasing yield*. Além da relativa estabilidade do câmbio argentino, o que se observa é o movimento divergente do real e da lira turca, nos meses mais recentes (desde março/2005), que corresponde a cortes adicionais na taxa de juros daquele país, não acompanhados pelo banco central brasileiro.

Outras características marcam o desempenho comparativo das taxas de câmbio dos três países: a moeda brasileira também em termos reais é a mais apreciada e mais volátil, ultrapassando a lira turca nesses dois quesitos no período mais recente (Gráfico 9). Estes dois indicadores, junto ao elevado custo de oportunidade representado pelos juros básicos, também exercem influência sobre o fraco desempenho das variáveis de demanda interna no Brasil, particularmente do investimento.

Gráfico 8

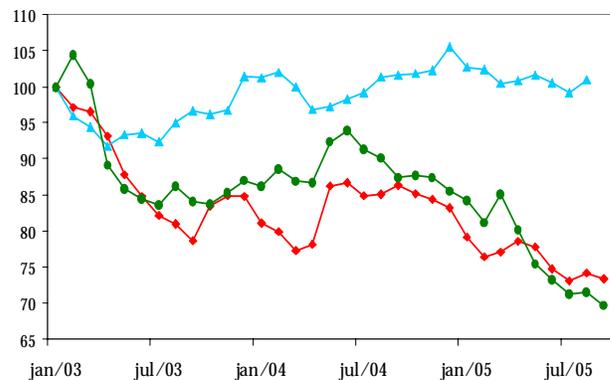
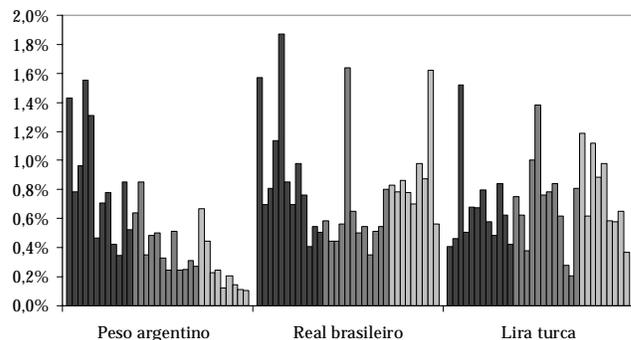
Taxas de juros (*policy rates*, em % a.a., eixo esquerdo) e taxa nominal de câmbio (média mensal, jan./2003=100, eixo direito)



Fonte: Órgãos nacionais. Elaboração própria.

Gráfico 9

Volatilidade diária do câmbio (médias mensais, jan./2003-set./2005, em %) e taxa de câmbio efetiva real (média jan/03=100)⁽¹⁾



Nota: (1) No caso brasileiro, câmbio efetivo real deflacionado pelo INPC (cálculo do Ipea), nos demais, cálculos dos bancos centrais também utilizando os índices de preços ao consumidor nacionais.

Fonte: Órgãos nacionais. Elaboração própria.

Quando se leva em conta que o setor que liderou a retomada da atividade no caso brasileiro foi o externo, estes dados se tornam ainda mais preocupantes, dada a sua relevância para as decisões de inversão visando os mercados externos.

3 Perspectivas futuras

Para raciocinar sobre as possíveis conseqüências da reversão do quadro externo benigno sobre os diferentes países, um bom ponto de partida é recolocar a discussão sobre a predominância de fatores internos ou externos na determinação dos ciclos – no caso não apenas um ciclo de liquidez mas também comercial. Recentemente, um grande jornal argumentava, sustentando um relativo otimismo sobre a situação brasileira, que tanto a construção como o eventual desmonte do ciclo internacional favorável (com os seus possíveis efeitos adversos) estariam em grande parte ligados às políticas internas adotadas – particularmente no *front* inflacionário, que além de aumentar a competitividade no comércio internacional, seria um sinal de confiança aos investidores estrangeiros.³⁶

Como se procurou argumentar aqui e nas edições anteriores, o bom momento internacional parece antes de tudo conseqüência de uma rara combinação entre taxas de juros nos países centrais em níveis historicamente baixos, elevado apetite por risco dos investidores internacionais, crescentes desequilíbrios comerciais e em conta corrente da economia líder, e emergência de um novo pólo de crescimento global, com importantes conseqüências sobre o ritmo e o padrão das trocas comerciais. O sucesso das políticas locais em atingir seus objetivos – crescimento econômico, estabilidade de preços, equilíbrio externo – surge

assim muito mais como um produto do cenário externo do que como uma pré-condição para o usufruto dos seus benefícios.

Assim, as ameaças à continuidade do ciclo descritas no item 1 dependem, para o seu desdobramento, de processos e decisões essencialmente exógenos aos países em desenvolvimento. Mas isso não diminui a importância das opções de política econômica adotadas, na medida em que deram origem, ou reforçaram, formas distintas de inserção no ciclo, decisivas para as perspectivas futuras. Por este prisma a posição relativa do Brasil certamente é melhor do que alguns dos outros emergentes e muito superior a outros episódios recentes, mas não deveria ser motivo para tranquilidade.

Detalhando os riscos, a piora nas condições de financiamento externo no caso de aperto significativo nas condições monetárias no centro, deve encontrar mais vulneráveis países como a Turquia – que, de certa forma repetindo o padrão dos emergentes dos anos 90, deixa sua moeda apreciar, acumula déficits crescentes em conta corrente financiados por fluxos de capital de qualidade inferior, e dispõe de um estoque de reservas aparentemente insuficiente para fazer frente a um *sudden stop*. Ficaria o país na dependência dos trunfos “internos” – a perspectiva de acesso à União Européia e o radical ajuste fiscal – cuja magnitude seria, então, posta à prova. As demais nações deficitárias em conta corrente – México e outras européias como Hungria e Romênia – também dependem mais dos fluxos de capital possivelmente mais avessos ao risco em um futuro próximo. Para a maioria das economias asiáticas, a menor importância desse tipo mais volátil de financiamento e, principalmente, a enormidade dos estoques de reservas internacionais acumulados no período de bonança tornam a situação bem mais confortável. Nos casos (China, Malásia) em que se assistiu, nos

³⁶ “A festa vai mesmo acabar?” *O Estado de S. Paulo*, 25 out. 2005.

últimos tempos, a uma entrada de capitais especulativos com vistas à valorização das moedas locais, uma retração (desde que moderada) significaria, na realidade, um alívio de pressões incômodas. Na Argentina, cujos benefícios na fase de liquidez abundante têm sido mais indiretos (a diminuição da perda de recursos, o ambiente propício ao *canje* da dívida em moratória) e administrados de forma mais prudente (controles preventivos de capital, manutenção da estabilidade da taxa de câmbio, algum acúmulo de reservas), os custos devem ser menores, mas crescentes dado o cronograma de obrigações externas do país.

A situação brasileira, à primeira vista bastante tranqüila pelos superávits em conta corrente e pela melhora no perfil da dívida externa, esconde pelo menos duas vulnerabilidades importantes. De um lado e de forma muito clara, a expressiva valorização da taxa de câmbio. De outro, o crescimento das operações nos mercados de derivativos de câmbio e de juros que, sem concretizar a internalização de divisas em montantes significativos, têm aproveitado o enorme diferencial entre juros internos e externos e derrubado as cotações do dólar no mercado à vista. Seja pelo caminho anunciado de redução progressiva da Selic (quando o movimento é de aperto monetário no resto do mundo), seja pelo aumento da aversão global ao risco, a desmontagem dessas operações pode provocar impactos expressivos e desastrosos. O montante de reservas internacionais do país, apesar da presença importante de agentes oficiais na ponta compradora do mercado de divisas no período recente, ainda parece tímido frente aos desafios construídos pela combinação câmbio-juros.³⁷

Já no que se refere ao comércio internacional, a diferenciação apontada na SEÇÃO I entre a evolução dos termos de troca dos três grupos de exportadores (combustíveis e minerais; produtos agrícolas; manufaturados), combinada com a variabilidade de situações dentro de cada um dos grupos de commodities, e com o ritmo dos volumes exportados e importados, deve continuar a fazer a diferença. Em termos regionais, o comércio intra-asiático e deste para os fornecedores de insumos básicos de outros continentes (os dois elos de dinamização comercial entre os países emergentes) corre sérios riscos pelos fatores apontados: preço do petróleo, redução da demanda chinesa por importações, ameaça da gripe aviária, desaceleração da demanda americana. O desempenho recente dos preços de produtos eletrônicos também vem deprimindo as perspectivas comerciais dos países mais industrializados da região.

Se o epicentro dos impulsos se vê enfraquecido, e com ele seus efeitos para fora da Ásia, a continuidade do bom desempenho tende a depender de outros fatores, internos. Além das estruturas de oferta e demanda de cada país, também parecem críticos a capacidade de manter a competitividade das exportações por meio de elevações de produtividade e/ou de manutenção da taxa de câmbio competitiva (menos importante para as commodities primárias, mais para os manufaturados).

No caso brasileiro, novamente, a permissão de uma forte valorização da taxa de câmbio, cujos efeitos sobre a balança comercial lentamente começam a ser sentidos, representa a maior ameaça à continuidade do bom desempenho. Em um cenário de desaceleração global e elevação das taxas de juros e da aversão ao risco, as tendências nos preços das principais commodities agrícolas que compõem a nossa pauta tendem a convergir para baixo. E, em relação aos manufaturados, a

³⁷ Os aspectos discutidos neste parágrafo são tratados de forma detalhada nas SEÇÕES II e III.

taxa de câmbio apreciada deve se fazer sentir de forma mais intensa, não apenas sobre os volumes exportados, mas também sobre as decisões de investimentos voltados para a exportação.

Enfim, quando se parte da concepção de que as variações cíclicas, tanto nas finanças quanto no comércio internacionais, são sobre-determinadas por fatores externos à ampla maioria dos países em desenvolvimento, e no momento em que esses fatores apontam para uma redução, mais ou menos brusca, dos impulsos favoráveis que têm predominado até aqui, o papel que cabe aos fatores internos – leia-se às opções de política econômica e inserção externa – é o de determinar a maior ou menor vulnerabilidade em cada caso. O caminho escolhido pelo Brasil, neste contexto, além de produzir resultados bastante decepcionantes em termos de crescimento (mesmo na comparação com países também “problemáticos”, tão ou menos beneficiados pelas condições externas), parece ensejar riscos crescentes, ainda ocultos nos robustos resultados do balanço de pagamentos.