

SEÇÃO I. ECONOMIA INTERNACIONAL

Fim de festa?

Os países emergentes e a economia global

*André Martins Biancareli*¹

Introdução

O acompanhamento da conjuntura econômica, entre outras armadilhas, tem o grave defeito de ser necessariamente atrasada. Dados econômicos, uns mais e outros menos, demoram para ser coletados, processados e divulgados; e muitas vezes análises, discursos e previsões são feitas com base em uma realidade que já não se verifica mais. Na edição anterior desse boletim, se qualificou o momento favorável pelo qual passava a economia internacional como uma “festa” para os países emergentes: crescimento alto e disseminado, robustos resultados nas contas externas, forte expansão do comércio e da liquidez internacionais.² (Se sabe agora que o auge da festa já tinha passado, no primeiro semestre de 2004). Já não era possível, no entanto, ignorar os desequilíbrios globais e as ameaças que representavam para o futuro. Os números relativos a 2005 ainda são poucos, mas já é perceptível um movimento de dupla natureza.

Ao mesmo tempo em que aumenta sensivelmente o tom e o número de observadores que visualizam o desmonte das condições atuais (com doses maiores ou menores de catastrofismo), os dados que vão sendo divulgados apontam para uma desaceleração do crescimento, dos fluxos de financiamento e do comércio internacional que, se sinalizam, ainda não permitem visualizar com

todas as cores a reversão. Se é correta a interpretação predominante de que o crescimento global é insustentável por desequilibrado – mais do que isso, se alimenta desse desequilíbrio – não é difícil compatibilizar um prolongamento das tendências em curso com a previsão de uma mudança de rota num futuro próximo. Quanto mais alto se vai, maior a queda?

O cenário com o qual se trabalha aqui é o que foi exposto no texto anterior dessa seção: baixa probabilidade de uma crise que resolva de forma abrupta os desequilíbrios globais, mas alta de que as tendências de desaceleração se mantenham sem eliminar os problemas de fundo.

Neste texto se procura tanto atualizar e detalhar a situação das principais economias emergentes, como aprofundar a reflexão sobre os efeitos de uma reversão do cenário benigno. Será mantido o privilégio aos grandes países asiáticos e latino-americanos, com a adição da Rússia e da Turquia como representantes da “Europa Emergente”; e o eixo continua sendo a análise comparativa – já que a divisão entre *trade* e *capital accounts*, apesar de ofuscada na fase de crescimento simultâneo, ainda parece bastante útil.³ Uma primeira seção dá conta das principais tendências macroeconômicas internas, enquanto o setor externo é analisado separadamente sob as óticas financeira e comercial (esta com destaque maior para o papel da China), nas duas seções subsequentes. Breves conclusões encerram o trabalho.

³ A denominação procura diferenciar os países dinâmicos do continente asiático, caracterizados por uma inserção externa baseada nos fluxos de comércio (em geral, com conteúdo tecnológico mais elevado) e de investimento estrangeiro direto, mantendo certo controle sobre as taxas de câmbio e algum grau de controle de capitais; daqueles marcados por elevados graus de abertura financeira, maior dependência de fluxos voláteis de capital e exportações de produtos básicos mais sensíveis aos ciclos de preços, tipicamente os latino-americanos. A referência básica é o polêmico texto de Dooley, M. Folkerts-Landau, D. & Garber P. (2003) *An essay on the Revived Bretton Woods System*. (NBER Working Paper n. 9971).

¹ Com os agradecimentos a Guilherme Alexandre de Thomaz, bolsista de iniciação científica.

² Biancareli, André M. A festa dos emergentes. *Política Econômica em Foco*, n. 4, maio/out. 2004.

1 Desempenho interno

Em meados de maio de 2005, já não é mais nenhuma novidade exaltar o desempenho da economia mundial no ano passado, e especificamente o alto crescimento das economias emergentes como um todo. A divulgação recente dos números finais permite apenas precisar melhor os contornos do que parece ter sido um pico de dinamismo, simultâneo. Dinamismo que, apesar de reduzi-las, manteve as diferenças de patamar de crescimento, notadamente entre os chamados *trade* e *capital accounts*, com performance superior dos primeiros, como destacado anteriormente.⁴ Os números da Tabela 1 comprovam.

Tabela 1
Crescimento anual do PIB (em %)

	Crescimento anual do PIB (%)			
	2003	2004	2005 ⁽¹⁾	média
Argentina	8,8	9,0	6,0	7,9
Brasil	0,5	5,2	3,7	3,1
México	1,6	4,4	3,7	3,2
China	9,3	9,5	8,5	9,1
Índia	7,5	7,3	6,7	7,2
Coréia	3,1	4,6	4,0	3,9
Cingapura	1,4	8,4	4,0	4,6
Hong Kong	3,2	8,1	4,0	5,1
Taiwan	3,3	5,7	4,0	4,3
Filipinas	4,7	6,1	4,7	5,2
Indonésia	4,9	5,1	5,5	5,2
Malásia	5,3	7,1	6,0	6,1
Tailândia	6,9	6,1	5,6	6,2
Rússia	7,3	7,1	6,0	6,8
Turquia	5,9	8,0	5,0	6,3

Fonte: FMI, World Economic Outlook Database April 2005.
Elaboração própria.

Nota:

(1) Projeções mais recentes do FMI (abril 2005).

Os dois grandes asiáticos (China e Índia), a Rússia, duas economias ainda em processo de recuperação após severas crises financeiras (Argentina e Turquia), e três dos grandes exportadores da chamada Ásia dinâmica (Hong Kong, Cingapura e Malásia) alcançaram, em 2004, marcas superiores a 7% de expansão no ano. Mesmo em patamares um pouco mais baixos, quase todos os outros países da amostra se expandem em ritmo superior ao crescimento global, acima de 5%, ficando as exceções para México e Coréia – o primeiro sendo considerado o grande prejudicado pela expansão chinesa sobre o mercado americano, e a segunda ainda envolta com as dificuldades decorrentes da crise creditícia de 2003, que continua limitando a transmissão dos impulsos do setor externo para a demanda doméstica.

Quando se amplia um pouco mais o foco, e leva-se em conta o estado atual das projeções (no caso, do FMI) para a expansão no ano em curso, percebe-se que os que mais destoam do alto crescimento no triênio são Brasil e México, e em menor medida a Coréia. Mas não é preciso se alongar na descrição do passado recente. As últimas análises sobre o comportamento das economias emergentes enfatizam, na realidade, o crescimento na margem: estariam também os países emergentes desacelerando, apesar da manutenção de taxas expressivas de expansão.

Apenas como um exemplo, em um dos relatórios sobre a economia internacional recém-divulgados, o Banco Mundial usa literalmente a mesma frase, no resumo dos tendências para cada uma das regiões em desenvolvimento, para projetar o desempenho futuro, menor do que o recente mas ainda robusto: “o crescimento na região como um todo deve se

⁴ Biancarelli (2004).

reduzir para uma taxa mais sustentável de...”.⁵ As previsões do FMI são, para todos os países com exceção da Indonésia, de uma desaceleração no ano corrente em relação ao ano passado, condizentes com a afirmação de que o ápice do crescimento mundial se deu, na realidade, na primeira metade de 2004. O *Institute of International Finance* aponta a mesma tendência, tanto para a América Latina (aonde o crescimento deve ser de 3,9% frente aos 5,9% de 2004) como para a Ásia, que praticamente manteria o ritmo (de 7,5% para 7,4%) por conta da continuidade nas duas maiores economias (China e Índia), já que nas demais a previsão é de desaceleração.⁶

Argentina continua a surpreender os analistas e o México ensaiava uma retomada a partir de patamares mais baixos. No caso da Rússia, já está disponível o número para os primeiros três meses de 2005, que não deixa dúvidas: crescimento de 4,9% contra os 6,7% do fim de 2004.

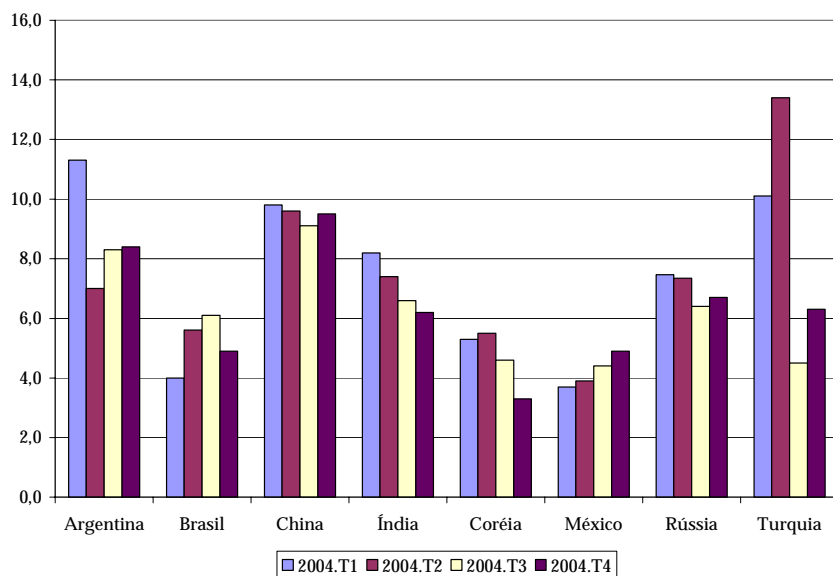
Destoando mesmo desse quadro, apenas o mais importante entre os países emergentes. A desaceleração – absolutamente marginal, de 9,6% para 9,1% – apresentada pela China do segundo para o terceiro trimestre, parece ter se perdido, já que o ritmo dos três meses finais de 2004 (9,5%) foi anunciado como tendo se mantido no primeiro quarto de 2005. As autoridades, em mais uma

saudação de números estrondosos⁷ (e, para grande parte dos observadores, duvidosos), apontam um misto de satisfação e preocupação: as medidas de controle do crescimento do investimento obtêm relativo êxito (a expansão desse item cai de 43% no início de 2004 para 22,8%), mas o montante total de inversões ainda é muito elevado, e persistem os gargalos de infraestrutura; alguns preços (notadamente os do mercado imobiliário) são objetos de preocupação e tentativas de controle, apesar das pressões

inflacionárias terem sido aparentemente contornadas. Compensando a perda de dinamismo de um dos componentes da demanda interna (enquanto o consumo privado e renda seguem em ritmos superiores a 10% reais), o setor externo agora aparece como principal fator a impedir uma desejada e controlada desaceleração, que minimamente sinalizasse na direção de um *soft landing*.

Gráfico 1

Crescimento do PIB, contra mesmo trimestre do ano anterior (em %)



Fonte: Órgãos nacionais. Elaboração própria.

Mas a tendência, por enquanto, não está clara para todos os emergentes. Analisando trimestre a trimestre (sempre em relação ao mesmo período do ano anterior, Gráfico 1), a perda de fôlego parece mais nítida no Brasil, Índia, Coreia, Rússia e Turquia – já que a

⁵ Global Development Finance. World Bank, 2005.

⁶ Regional Overview: Latin America; e Regional Overview: Asia. Institute of International Finance, 25/03/2005a e 25/04/2005b.

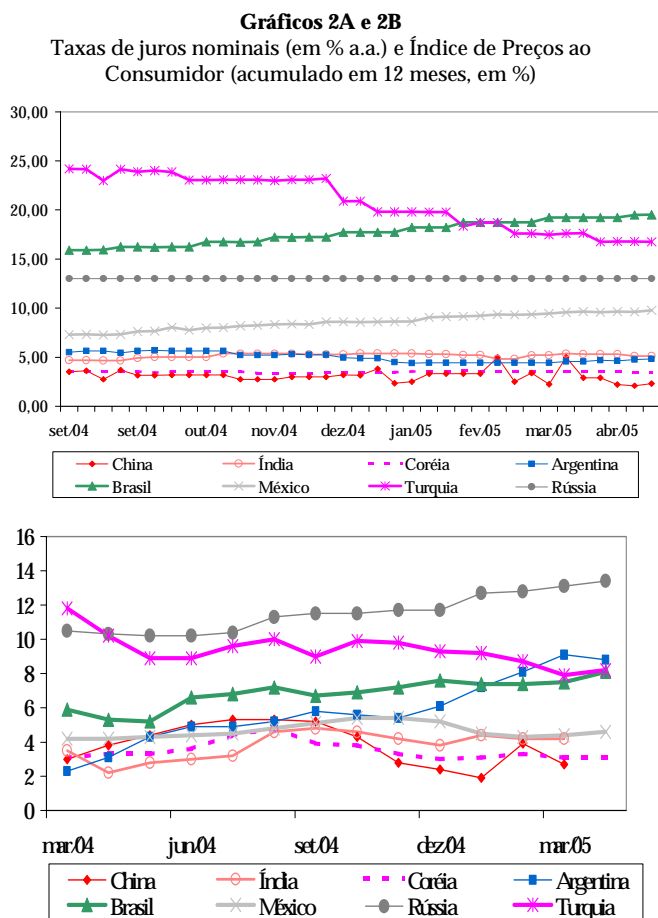
⁷ Good Start for National Economy in the First Quarter of 2005. National Bureau of Statistics of China, 2005/04/20.

Em relação a essas outras dimensões do desempenho macroeconômico – notadamente a gestão monetária e o movimento de preços, que podem ser observados nos Gráficos 2A e 2B – o que se assiste entre os emergentes em geral é uma pressão inflacionária crescente (ainda que suave) decorrente em grande parte da elevação do preço do petróleo e de outras *commodities*. Por enquanto, não é geral a necessidade de movimentos acentuados nas taxas de juros para contra-restar a tendência, sendo que em alguns deles – notadamente na Coréia – parte do controle de preços tem sido desempenhado pela apreciação da taxa de câmbio. Evidentemente, o prolongamento das atuais condições vigentes no comércio e nas finanças internacionais tende a intensificar essas pressões e pode exigir ações mais fortes, que tenderiam a comprometer – por esta via – o crescimento.

Posição peculiar ocupa o Brasil, aonde a forte apreciação cambial, e os níveis cada vez mais altos das taxas de juros não impedem que a inflação em 12 meses, já relativamente elevada, cresça. Destaque-se também a aceleração inflacionária na Argentina (cuja política econômica resiste a elevar o custo do dinheiro), e a aguda desinflação na Turquia, que permite a queda dos juros. Esses traços já permitem ilustrar essa outra face do cenário atual: apesar do crescimento generalizado, o padrão de política econômica é bastante distinto entre as regiões e países.

Mas em suma, o momento é de contabilização dos recordes e previsões sobre o tamanho da desaceleração, com os primeiros números de 2005 sendo divulgados. Parece claro, como discutido no texto anterior, que o pico do crescimento mundial já passou, e a manutenção de um altíssimo ritmo na economia chinesa – que em si aumenta a probabilidade de uma queda abrupta mais à frente – aparece como única variável capaz de manter o mundo em geral, e os emergentes em particular, em patamares de expansão próximos dos atuais.

Individualmente, cada um dos grandes países pode apresentar seus obstáculos específicos à manutenção ou retomada do nível de atividade (as variáveis climáticas na Índia, a concorrência os produtos chineses no México, os problemas de crédito na Coréia, os desafios à retomada do investimento na Argentina, ou a política econômica anti-crescimento no Brasil), mas o determinante principal – inclusive do ritmo em que a aterrissagem se dará – devem ser os acontecimentos na economia global. Estamos tratando, ainda que em graus variados, de economias periféricas, cuja dinâmica é dada sobretudo pelo comportamento dos países centrais. Estão portanto nas relações dos emergentes com o centro e, crescentemente, entre



Fonte: *The Economist*, órgãos nacionais. Elaboração própria.

eles, as chaves para o entendimento do ciclo atual de crescimento e sua reversão.

E, quanto a isso, o arranjo que tem prevalecido até aqui é amplamente favorável, ao mesmo tempo em que é descrito como desequilibrado e insustentável em termos globais. Às tendências do déficit em transações correntes nos Estados Unidos abordadas no texto anterior se contrapõem os números da Tabela 2, que comprovam a excepcionalidade da situação. À exceção de México e Turquia na amostra selecionada, os superávits em Conta Corrente estão presentes mesmo em países (como os *capital accounts* Brasil e Argentina) pouco acostumados a esses resultados. Igualmente geral é a previsão para a redução ou mesmo inversão desses resultados já em 2005. Se o quadro é esse, em situação pior ficarão aqueles países onde a demanda interna não puder substituir o impulso do setor externo.

Tabela 2
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)

	Saldo em Conta Corrente (% do PIB)			
	2003	2004	2005 ⁽¹⁾	2005 ⁽²⁾
	Argentina	5,8	2,0	-1,2
Brasil	0,8	1,9	1,1	0,5
México	-1,3	-1,3	-1,4	-1,7
China	3,2	4,2	4,1	2,3
Índia	1,2	0,3	-0,3	-0,1
Coréia	2,0	3,9	3,6	3,2
Cingapura	29,2	26,1	23,4	25,2
Hong Kong	10,3	9,6	9,4	7,9
Taiwan	10,2	6,2	6,6	5,7
Filipinas	4,3	4,6	2,6	3,0
Indonésia	3,0	2,8	2,2	0,8
Malásia	12,9	13,3	13,6	11,4
Tailândia	5,6	4,5	2,0	2,7
Rússia	8,2	10,2	11,4	7,1
Turquia	-3,4	-5,2	-4,5	-4,3

Fonte: FMI, WEO Database; *The Economist*. Elaboração própria.

Nota:

(1) Projeções do FMI (abril 2005); (2) projeções coletadas pelo *Economist* (fevereiro 2005).

Assim, além do padrão de resposta da política econômica em cada caso, são as relações externas que explicam o alto crescimento dos emergentes e ajudam a projetar os possíveis efeitos de uma reversão do cenário. Essas relações são, a seguir, detalhadas seguindo a divisão entre o lado financeiro e o lado comercial.

2 Finanças internacionais

Nos dois últimos anos o mundo tem assistido a um notável ciclo de liquidez que, no caso das economias emergentes, significou a recuperação de uma ampla disponibilidade de financiamento externo, nas suas diferentes categorias. Porém o clima no mercado financeiro internacional, desde os que o operam aos que o analisam (passando, é claro, pelos que dependem dos seus humores), é muito mais de apreensão do que de comemoração: em compasso de espera por uma reversão das condições, vai-se mantendo um estado favorável mas, aos olhos de cada vez mais gente, insustentável. Nesse caminho, tanto na fase de cheia como no refluxo que parece se aproximar, as diferenças entre os blocos de países emergentes são marcantes e com fortes conseqüências – apesar de estarem, todos, mais preparados para enfrentar adversidades.

Começemos com a descrição do estado atual. Em muitos casos, os últimos números chegam a superar os recordes anteriores, datados do período pré-crise asiática, como mostra a Tabela 3 (construída de acordo com a divisão utilizada pelo *Institute of International Finance*⁸).

⁸ Update on Capital Flows to Emerging Market Economies. Institute of International Finance, March 31, 2005c. Cabe especificar aqui o conjunto de países englobados pelas estatísticas dessa instituição (que não são os mesmos de outras fontes): Ásia/Pacífico (China, Índia, Indonésia, Malásia, Filipinas, Coréia do Sul e Tailândia); América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru, Uruguai e Venezuela); Europa (Bulgária, República Tcheca, Hungria, Polônia, Romênia, Rússia, Eslováquia e Turquia); e África/Oriente Médio (Argélia, Egito, Marrocos, África do Sul e Tunísia).

Tabela 3
Economias emergentes: financiamento externo (US\$ bilhões)

	Total			Ásia/Pacífico			América Latina			Europa Emergente		
	2003	2004 ⁽¹⁾	2005 ⁽²⁾	2003	2004 ⁽¹⁾	2005 ⁽²⁾	2003	2004 ⁽¹⁾	2005 ⁽²⁾	2003	2004 ⁽¹⁾	2005 ⁽²⁾
Saldo Conta Corrente	<u>119,6</u>	<u>169,6</u>	<u>113,3</u>	<u>100,3</u>	<u>130,4</u>	<u>120,9</u>	<u>10,5</u>	<u>23,9</u>	<u>4,8</u>	<u>-1,4</u>	<u>5,3</u>	<u>-10,5</u>
Fluxos privados	<u>207,6</u>	<u>303,4</u>	<u>310,7</u>	<u>116,8</u>	<u>156,0</u>	<u>134,3</u>	<u>23,9</u>	<u>29,9</u>	<u>42,9</u>	<u>62,5</u>	<u>107,3</u>	<u>122,4</u>
Invest. em equity	125,1	176,7	184,9	91,6	103,9	109,5	21,7	35,1	35,4	7,6	29,1	31,4
Invest. direto	92,7	138,3	148,2	55,8	71,7	75,1	27,6	42,0	39,3	5,4	21,7	25,9
Invest. de portfólio	32,5	38,5	36,7	35,8	32,1	34,4	-6,0	-7,0	-4,0	2,2	7,4	5,6
Crédito privado	82,5	126,7	125,9	25,2	52,1	24,9	2,3	-5,1	7,5	54,9	78,3	91,0
Bancos comerciais	30,6	54,2	46,2	13,8	35,9	12,9	-9,7	-15,0	-4,2	28,2	32,7	37,1
Não-bancos	51,9	72,5	79,7	11,4	16,2	12,0	12,0	9,9	11,7	26,7	45,6	53,8
Fluxos oficiais	<u>-21,0</u>	<u>-27,9</u>	<u>-50,4</u>	<u>-14,4</u>	<u>-6,9</u>	<u>-1,6</u>	<u>0,5</u>	<u>-9,2</u>	<u>-11,4</u>	<u>-4,8</u>	<u>-9,2</u>	<u>-34,5</u>
Outros	<u>11,2</u>	<u>-53,5</u>	<u>-46,3</u>	<u>32,4</u>	<u>13,4</u>	<u>11,5</u>	<u>-1,6</u>	<u>-23,8</u>	<u>-15,7</u>	<u>-20,1</u>	<u>-44,4</u>	<u>-40,1</u>
Varição de Reservas	<u>-317,4</u>	<u>-391,8</u>	<u>-327,4</u>	<u>-235,1</u>	<u>-292,9</u>	<u>-265,1</u>	<u>-33,4</u>	<u>-20,8</u>	<u>-20,5</u>	<u>-36,2</u>	<u>-59,0</u>	<u>-37,4</u>

Fonte: Institute of International Finance (2005).

Nota:

(1) Estimativas do IIF (31/03/2005); (2) projeções do IIF (idem).

A segunda linha dá a dimensão exata do salto no financiamento externo total, em 2004 – ainda que, em relação aos anos anteriores, 2003 já tenha mostrado recuperação. Por tipo de fluxo, o número geral mostra um forte aumento do investimento direto e dos créditos privados. Em termos regionais, a divisão do bolo é bastante desigual: a América Latina permanecia com menos de 10% do total, enquanto a Ásia abocanhava mais de 50% e a Europa Emergente, 35%. Trabalhando com outros agregados e outras categorias, mas também retratando as condições gerais de financiamento externo, o FMI⁹ aponta a mesma trajetória, com ápice em 2004 e que mantém a forte concentração na Ásia e o aumento da participação relativa da Europa Emergente.

Uma primeira demonstração do ambiente favorável pode ser observada nos valores crescentemente negativos relativos aos fluxos oficiais – reflexo principalmente do pagamento dos empréstimos dos pacotes de ajuda que, num passado recente, auxiliaram diferentes países dessa amostra em crises financeiras. O movimento atinge agora também a América Latina, e deve aumentar com a não-renovação do acordo do Brasil com o FMI.

⁹ Global Financial Stability Report. International Monetary Fund, Apr. 2005.

Em relação ao investimento direto, retratado no Gráfico 3, outras fontes permitem destacar aspectos adicionais e algumas novidades.¹⁰ A forte concentração no continente asiático e, dentro deste, na China, Hong Kong e Cingapura está relacionada não apenas ao dinamismo que a região vem mantendo, mas também à internacionalização das cadeias produtivas, que passam a concentrar cada vez mais etapas nesses países de barata e qualificada mão-de-obra.¹¹ Mas Coréia, Rússia, Índia, México e Brasil também são grandes destinos dos fluxos, que assistem a uma recuperação para os países em desenvolvimento como um todo (enquanto se reduzem para os desenvolvidos), elevando a participação desse grupo no total global para 42%. Como destaca o Banco Mundial, ecoado pelo *Economist*, outra das novidades é a forte ampliação dos fluxos oriundos dos países emergentes, notadamente da China, em direção a outras regiões em desenvolvimento.¹²

¹⁰ World FDI flows grew an estimated 6% in 2004, ending downturn. Press Release, UNCTAD, 11/01/2005.

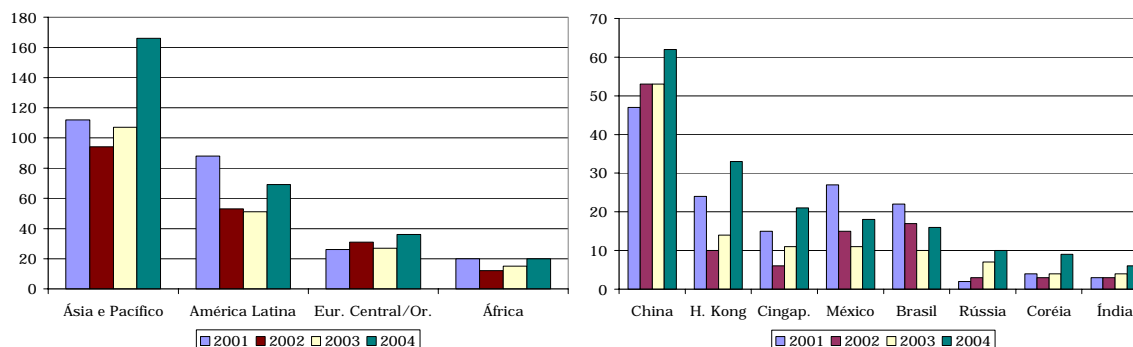
¹¹ Uma análise mais detalhada pode ser encontrada em Rajan, Ramkishan S. Foreign Direct Investment and the Internationalization of Production in the Asia-Pacific Region: Issues and Policy Conundrums. UNESCAP, *Asia Pacific Trade and Investment Review*, v. 1, n. 1.

¹² World Bank (2005). Ver também: Globalization with a third-world face. *The Economist*, Apr 7th 2005.

De qualquer forma, a recuperação desses fluxos – mais estáveis e menos suscetíveis a oscilações conjunturais, e que vinham em queda contínua para os emergentes desde o final da década anterior – é mais um sinal da pujança, desigualmente distribuída, desses países e seus mercados internos e externos.

Em termos de emissões, o ano foi de recordes sucessivos e, como destaca o BIS,¹⁴ permitiram o alongamento dos prazos das dívidas externas (principalmente na América Latina) e significaram a queda nos prêmios de risco a patamares historicamente baixos. A trajetória da principal medida desses prêmios (o EMBI+, calculado pelo J. P. Morgan), com destaque para o

Gráfico 3
Investimento direto estrangeiro, fluxos de entrada, em US\$ bilhões⁽¹⁾



Fonte: UNCTAD (2005). Elaboração própria.

Nota:

(1) Os dados de 2004 são estimativas preliminares feitas pela UNCTAD em janeiro de 2005.

Os fluxos de crédito privado, mais guiados pelas condições internacionais de liquidez e sujeitos a oscilações mais repentinas, apresentam forte elevação em 2004, localizada na Ásia e na Europa Emergente, já que na América Latina o movimento é de retração e o saldo permanece negativo, liderado pela retirada de créditos bancários. Porém, como também aponta a CEPAL,¹³ a absorção de recursos negativa, nessa região, se deve muito mais ao lado da demanda: está em curso um processo de redução do endividamento externo, principalmente privado, de forma espontânea – e o caso brasileiro, discutido na SEÇÃO II, é exemplar. Não se trata, portanto, de deterioração nas condições de oferta.

risco-Brasil, é retratada no Gráfico 4, e mostra a progressiva melhora desde meados de 2003, com solavancos no meio do caminho.

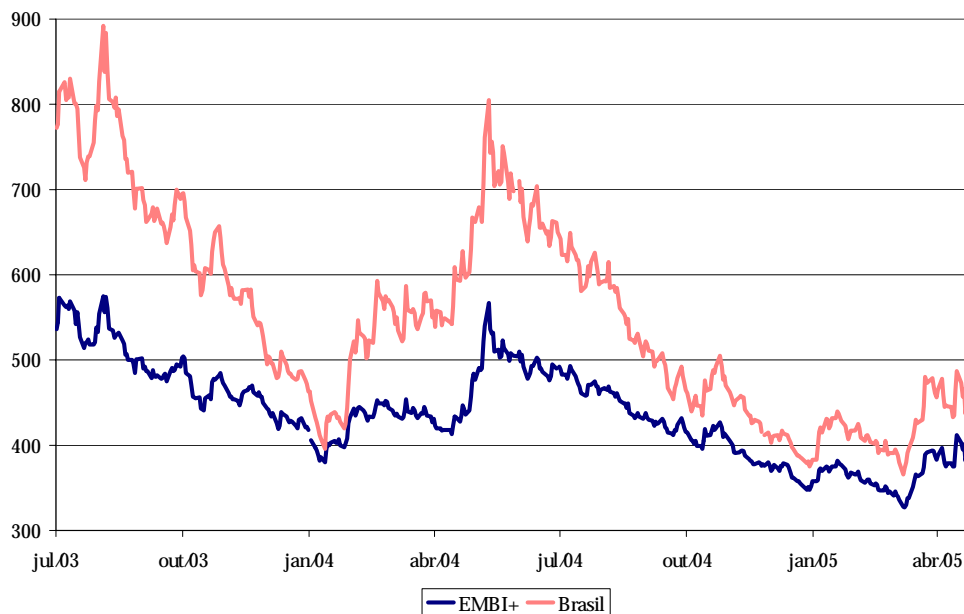
De forma inédita, assistiu-se inclusive a uma série de emissões – soberanas e corporativas – denominadas nas moedas locais de vários países latino-americanos. O que contribui para as pressões sobre as cotações cambiais (retratadas no Gráfico 6, à frente), mais fortes nos casos em que é maior o diferencial de juros e intensificado pelas operações alavancadas nos mercados de derivativos – e aqui é óbvio que de novo se trata do caso típico do Brasil.¹⁵

¹³ Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2004. Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Dic. 2004.

¹⁴ BIS Quarterly Review March 2005.

¹⁵ Ver Farhi, Maryse. Os vínculos entre a taxa de juros, o risco país e a taxa de câmbio do real. Suplemento 4 de Política Econômica em Foco n. 4, 11/03/2005

Gráfico 4
Prêmios de risco (EMBI), em pontos-base.



Fonte: J. P. Morgan, Ministerio de Economía y Producción – República Argentina. Elaboração própria.

Em paralelo, há um forte influxo de capitais de curto prazo, pelas diferentes modalidades de crédito privado, nos países asiáticos e na China em particular, mudando um pouco o padrão do financiamento naquela região (onde tradicionalmente o IDE tem uma importância relativa muito maior do que foi em 2004). No entanto, antes de representar uma aproximação ao perfil preferencial dos *capital accounts*, isso significa, na realidade, um movimento com acentuado caráter especulativo, que busca se antecipar a uma apreciação das moedas locais, a ser supostamente liderada pelo yuan chinês, em resposta às intensas pressões que vem sofrendo.

Esta descrição das linhas gerais, por si própria, enseja uma outra ordem de indagações, crucial para as perspectivas futuras: o que estaria por trás da tendência favorável, e também dos riscos de uma reversão? Vários dos relatórios internacionais que expressam a visão predominante têm dividido a “culpa” pelo cenário benigno entre os fatores externos e os progressos

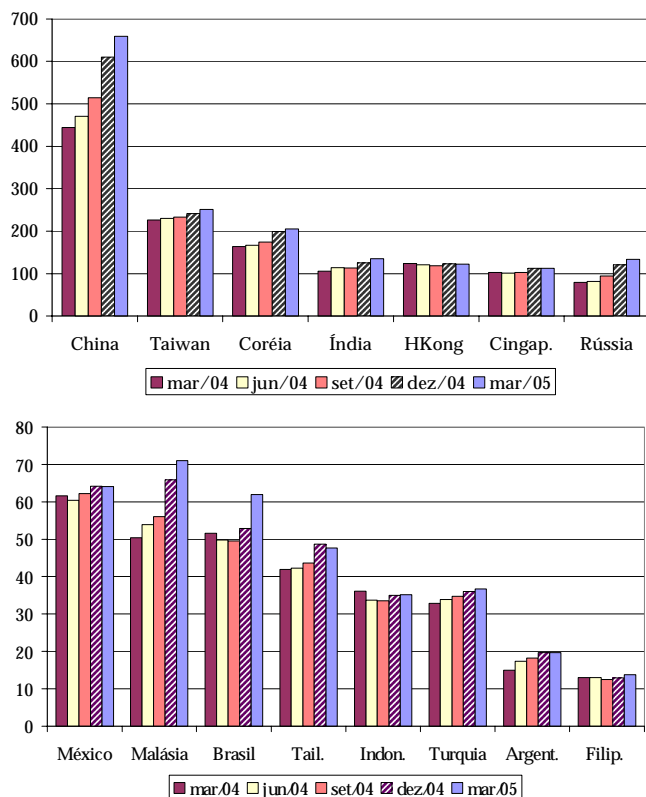
internos a cada economia – notadamente a melhora nos “fundamentos” e uma postura fiscal mais responsável, que sinaliza com a garantia do pagamento das dívidas.¹⁶

De fato, os números de crescimento, inflação, contas externas, etc. desenham um quadro de redução da vulnerabilidade desse heterogêneo grupo de países, que estão sem dúvida mais preparados para enfrentar dificuldades. Principalmente porque, de um modo bastante disseminado mas com ênfases diferentes, a combinação de superávits em Conta Corrente e atração de fluxos de capital se traduziu em elevações nos estoques de reservas internacionais, como mostra o Gráfico 5 – que recorre novamente à amostra maior de países e está dividido em duas partes por uma questão de escala.

¹⁶ Ver IIF (2005c), FMI (2005a e b), BIS (2005) e World Bank (2005).

Gráfico 5

Reservas Internacionais, fim de período, em US\$ bilhões.⁽¹⁾



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

Nota:

(1) Os dados mais recentes de Indonésia e Turquia são relativos a fevereiro de 2005.

Liderados com larga vantagem pela China, um conjunto de economias asiáticas (mais a Rússia) com reservas superiores aos US\$ 100 bilhões eleva o seu estoque de divisas num ritmo muito forte ao longo de todo o ano passado – e não apenas nos últimos meses como fez o Brasil, um dos que tem um montante de divisas significativamente menor, ainda que crescente. Seja como for, todos os indicadores de solvência e liquidez baseados nesse estoque sofrem os efeitos favoráveis da tendência.

Mas não se pode perder de vista a ordem de causalidade e nem a hierarquia entre os determinantes. As condições financeiras propícias a uma maior exposição ao risco – sintetizadas nas taxas de juros em níveis historicamente baixos nas

economias centrais – são o ponto de partida para a retomada das aplicações em emergentes. Aliado a isso, o dinamismo e as engrenagens em funcionamento no comércio internacional, tratados à frente, possibilitam os superávits disseminados em Conta Corrente. Nesse ambiente, os países aqui analisados se tornam mais atraentes, e assim a melhora dos fundamentos (principalmente os relacionados ao estoque de reservas internacionais), é mais um resultado do que uma pré-condição para o ciclo de liquidez. Como em outros episódios, a predominância dos fatores externos parece inquestionável.

Se assim é, os olhos devem se voltar para as economias centrais ao se indagar sobre as perspectivas futuras. Porém – e quanto a isso o entendimento é praticamente consensual – a definição do cenário financeiro passa necessariamente pelos acontecimentos e decisões de algumas economias emergentes. Apenas algumas, e de um modo bastante distinto do que ocorreu na segunda metade dos anos 90, quando a seqüência de crises originadas fora do centro reverteu um outro ciclo de financiamento externo, de proporções comparáveis ao atual.

Voltemos ao Gráfico 5, na sua parte superior, e aos números da Tabela 2, agregando a eles os dados citados no texto anterior sobre os déficits em Conta Corrente nos Estados Unidos e se terá a noção exata do que se denomina hoje “desequilíbrios globais”.¹⁷ Objeto de controvérsias, a idéia segundo a qual os bancos centrais asiáticos garantiriam indefinidamente a sustentação dos déficits americanos através da aplicação das reservas nos seus títulos – garantindo as baixas taxas de juros e a competitividade em dólar das suas exportações – tem sido posta em xeque por insinuações e

¹⁷ Uma descrição mais aprofundada dos problemas, das opiniões em disputa e da visão que guia esse boletim estão feitas na Introdução e no texto anterior dessa SEÇÃO.

movimentos marginais de diversificação da denominação dos estoques de divisas. É pouco provável que parta daí, mas paira no ar a sombra de uma contestação mais séria do papel da moeda reserva do sistema – e isso certamente alteraria o estado de coisas que prevalece hoje. Seja pela desorganização que uma mudança estrutural desse tipo tenderia a causar, seja por possíveis tentativas americanas de reverter o movimento, através da subida mais forte das taxas de juros – o que, por sua vez, encontra claros obstáculos no tamanho do endividamento das famílias americanas.

De qualquer forma, e mesmo sendo pouco prováveis mudanças drásticas em breve, a economia global segue “caminhando sobre gelo fino”, e está em curso um ajuste nas taxas de juros curtas nos Estados Unidos, por conta das pressões inflacionárias (decorrentes em grande parte da alta nos preços do petróleo e de outras *commodities* importadas). O movimento, também presente no Reino Unido, trouxe desde junho de 2004 a *federal funds rate* de 1% para 2,75% e deve seguir até terminar o ano mais próxima dos 4% do que dos 3%. Seus impactos nas taxas longas, por enquanto, continuam aguçando a curiosidade de autoridades e analistas.

Adicionando incerteza, as sérias dúvidas sobre a saúde financeira de grandes corporações automobilísticas, que se traduziram em rebaixamento dos *ratings* da Ford e da GM, e os rumores sobre o rebatimento disso em alguns *hedge funds* europeus são outros elementos perturbadores do cenário, que já provocam estragos e indicam que é cada vez maior o risco de se apostar na continuidade da situação atual nos mercados financeiros globais.¹⁸

O papel dos emergentes na evolução desse quadro é, assim, duplo e desigual. De um lado,

como vimos, alguns poucos podem atuar como vilões, mais pelo estoque de munição que acumularam, que lhes confere o poder de alterar as cotações entre as moedas centrais. Não está no horizonte, no entanto, uma crise com maiores proporções originada nestas economias, como no final da década de 90. De outro lado, uns mais e outros menos, certamente atuarão como vítimas do desenrolar dos fatos: como sempre, é clara a vinculação entre os juros nos países centrais e a busca por papéis emergentes. Mesmo sem uma crise, trata-se da reversão do ciclo de liquidez, e mais cedo ou mais tarde os riscos deixarão de ser compensados pelo diferencial de rendimento.

Diante dessa perspectiva, não é difícil apontar quais dos países aqui analisados sofreriam maiores impactos. No encontro dos grandes bancos, membros do IIF, no final de março, o recado parecia claro: a disponibilidade de financiamento externo para os emergentes atingiu um ponto a partir do qual o espaço para crescer é limitado. As previsões da instituição para o ano de 2005, que constam da Tabela 3, são de manutenção dos patamares atuais, ou de um crescimento apenas marginal. Pintando um quadro ainda pior do que os números, as explicações verbais dão conta não apenas da reversão do ciclo, mas do fim da não-diferenciação entre os tomadores de recursos, devendo os países com o setor público mais endividado serem os primeiros a sentirem os efeitos.¹⁹ Mesmo que não nomeados, Brasil, Turquia, e em menor medida Indonésia e Filipinas, são os sujeitos ocultos do discurso.

¹⁸ Bautzer, Tatiana e Lucchesi, Cristiane Perini, Rumores de quebra de fundos derrubam mercados no mundo. *Valor Econômico*, 11/05/2005.

¹⁹ IIF Leadership Stresses Importance of New Debt Principles, Releases Forecasts for Capital Flows to Emerging Markets, Raises Issues of Bank Regulation. Press Release, Madrid, March 31, 2005. Na ocasião, o vice-chairman do instituto declarava com todas as letras: “*It seems unlikely that today’s record liquidity conditions, along with record low spreads and a lack of differentiation among borrowers can could indefinitely in an environment of rising interest rates. (...) the historically high public debt ratios of many emerging market countries need to be seen as a warning signal.*”

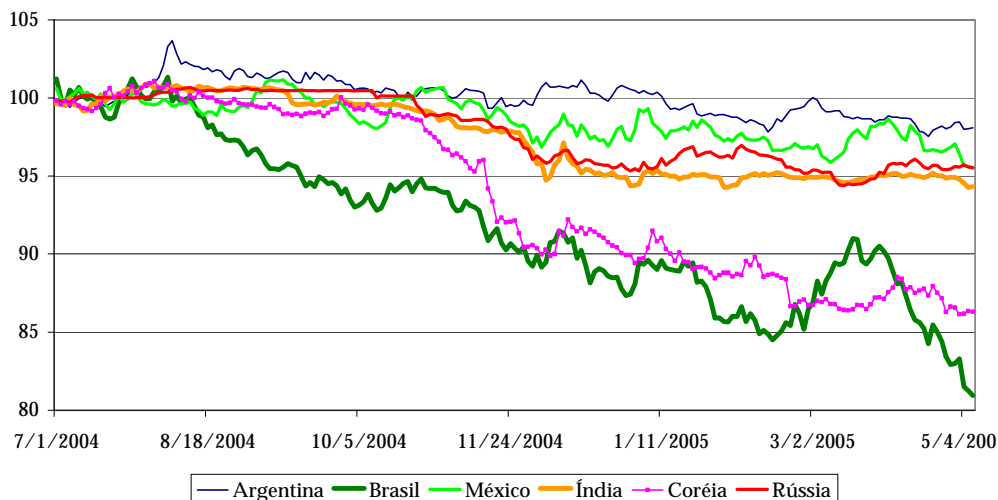
Não por acaso, o comportamento dos prêmios de risco, particularmente do Brasil, nas últimas semanas vem apresentando grande sensibilidade a vários tipos de notícias: dados sobre o nível de atividade e inflação nos EUA, insinuações sobre o ritmo do aperto monetário americano, previsões acerca da desaceleração do PIB e do comércio mundiais, rebaixamento da Ford e GM, suspeitas sobre *hedge funds*. Como mostra o Gráfico 4, são intensas as variações bruscas no apetite por risco dos investidores – depois de cair a menos de 400 pontos entre o final de fevereiro e início de março, o risco-Brasil volta a oscilar em torno de patamares mais altos a partir de abril. E, como aponta o BIS (2005), tudo parece indicar a repetição do padrão de *sell-off* ocorrido no segundo trimestre de 2004, quando os títulos de países emergentes, e de alguns em particular, se depreciaram muito mais do que os papéis corporativos de *rating* similar.

Não apenas o estoque de dívida pública, o nível de reservas e o tamanho do superávit em Conta Corrente são determinantes na necessária “diferenciação” exigida pelos banqueiros. Poderíamos acrescentar o padrão de política econômica na fase de bonança, outra das diferenças marcantes entre os *trade* e os *capital accounts*, que podem ser vistas no comportamento das taxas de câmbio, retratado no Gráfico 6.

Enquanto a Argentina mantém quase o mesmo nível de julho de 2004 e Índia, Rússia e México não permitem apreciações

superiores a 5%, as moedas de Coréia e principalmente do Brasil se apreciam fortemente, a última ganhando valor frente ao dólar em quase 20%. O acréscimo dos diferenciais de inflação só acentuaria a apreciação maior da moeda brasileira e, entre os dois que mais permitem a flutuação da moeda, não é preciso muito esforço para fazer a diferenciação, seja pelo estoque de reservas, seja pela estrutura do comércio exterior (tratada à frente), seja pelo próprio estágio de desenvolvimento. O curto período de depreciação do real após meados de fevereiro parece ter respondido ao movimento concentrado no tempo de aquisição de reservas pelo Banco Central, após o qual este preço volta a oscilar ao sabor do diferencial de juros ponderado pelas condições externas de propensão ao risco, cumprindo papel deliberado no esforço de controle interno de preços.²⁰ Papel que, repita-se, pode ser cumprido de forma menos problemática na Coréia e na Rússia (ainda que sem muito sucesso nesse caso), e é recusado pela política econômica argentina.

Gráfico 6
Taxa de câmbio nominal, moeda nacional/US\$ (base: média julho/2004 = 100)



Fonte: Bancos centrais. Elaboração própria.

²⁰ Ver SEÇÕES II e III.

Além de sinalizar na direção contrária à sustentação do ritmo corrente do crescimento nas exportações, um câmbio muito apreciado significa a acumulação de um “passivo” que, no caso de reversão das tendências que o sustentam, pode ser cobrado de uma forma abrupta. O que significaria agudos e rápidos processos de depreciação, com pressões inflacionárias provavelmente maiores do que as em curso.

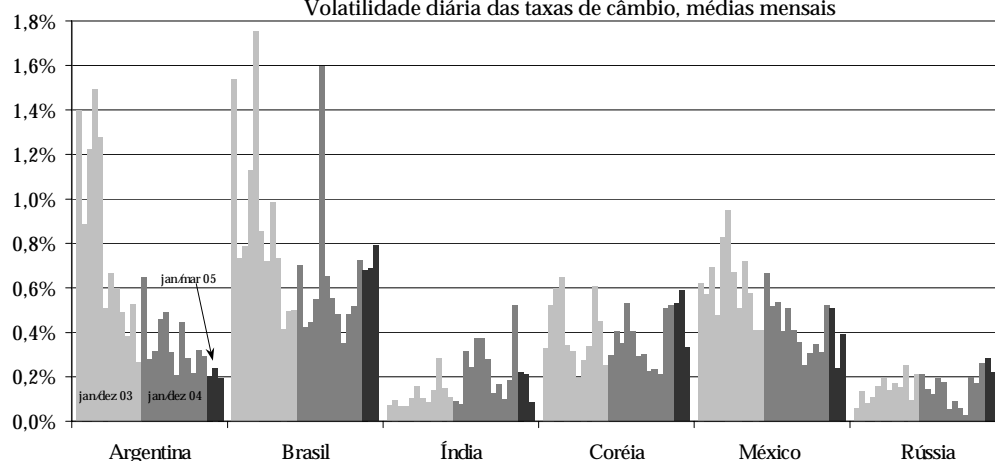
E em relação às vendas externas e aos investimentos voltados a elas, não apenas o nível, mas a oscilação do preço da moeda estrangeira aparecem como fatores determinantes das decisões. O Gráfico 7 – que mostra, para os meses entre janeiro de 2003 e março de 2005, quanto em média variou o câmbio por dia – não deixa dúvidas: as moedas dos *capital accounts*, com folgada liderança brasileira, são as mais voláteis, tornando maior a incerteza enfrentada pelos exportadores e investidores.

Assim, para ficarmos no exemplo caseiro, se é verdade que o estoque de reservas, a composição e o perfil do endividamento externo e principalmente os resultados do comércio exterior, tornam a situação brasileira melhor do que num passado recente, o mesmo não pode ser dito quando o contraste é feito com outras economias emergentes: o país é claramente mais vulnerável pelo lado financeiro. Ou seja, entre as duas principais declarações das autoridades brasileiras nas conversas semestrais com a “comunidade financeira internacional” – o tradicional “estamos mais preparados para mudanças externas” e a confissão “rezamos por um ajuste suave” – a segunda parece mais realista, à luz da comparação aqui feita. Com o mundo em compasso de espera por uma reversão nos fluxos internacionais de capital, talvez seja essa mesmo a atitude mais coerente com o caminho de política econômica escolhido.

3 Comércio internacional

No que se refere aos outros tipos de fluxos, agora de mercadorias, entre as economias emergentes e, mais importante, entre essas e os países centrais, o cenário não é muito distinto: resultados muito fortes em 2004, e perspectivas de desaceleração à frente. Em termos regionais, as características das principais engrenagens em funcionamento conduzem a três conjuntos de questões. Em primeiro lugar, as diferenças quantitativas foram menos pronunciadas do que em relação aos fluxos financeiros, com o bom desempenho atingindo também países do tipo *capital account*. Por outro

Gráfico 7
Volatilidade diária das taxas de câmbio, médias mensais



Fonte: Bancos centrais. Elaboração própria.

É mais uma indicação de que, em adição ao perfil estrutural de inserção externa, as posturas de política econômica – ao longo do período favorável e no caso de mudança de cenário – podem ser decisivas para os resultados de tais países em um futuro próximo.

Em termos regionais, as características das principais engrenagens em funcionamento conduzem a três conjuntos de questões. Em primeiro lugar, as diferenças quantitativas foram menos pronunciadas do que em relação aos fluxos financeiros, com o bom desempenho atingindo também países do tipo *capital account*. Por outro

lado, as perspectivas futuras sugerem impactos distintos entre os países, dependendo de como sejam desmontadas as condições benignas vigentes. Por fim, paira a dúvida a respeito da capacidade das economias asiáticas manterem o vigor do seu comércio externo mesmo com a redução da demanda pelas economias centrais. Tratem-se, na seqüência, desses três aspectos.

Os dados mais recentes sobre o comércio global, divulgados pela OMC em 14/04²¹ são um bom ponto de partida para a descrição do atual estágio da troca internacional de mercadorias. Lado a lado com a robusta taxa de expansão para o mundo como um todo – 21% em termos nominais, a maior cifra em 25 anos, na seqüência dos 17% de 2003 –, o destaque vai para o ganho de participação dos países emergentes nas exportações totais: atinge-se o pico histórico de 31%.

O resultado expressivo foi uma combinação de crescimento nas quantidades (9%) e nos preços (11%), puxados pelos mais de 5% de crescimento real do PIB global e também pela forma como têm se organizado as ligações comerciais entre os principais atores em ação. Para entendê-las, é necessário detalhar um pouco mais o papel de cada região.

Primeiro e mais importante, não há como escapar da já citada tendência de deterioração das contas externas americanas. Nos Estados Unidos, encontramos um crescimento das exportações não tão intenso (13%), menor do que a elevação das importações (17%) e, mais do que isso, um déficit comercial em 2004 de mais de US 700 bilhões – que, sozinho, correspondia a quase 8% das exportações do mundo. Na Europa como um todo, as taxas de expansão são mais altas que as

americanas (19% e 20%, respectivamente) e sustentam um déficit cerca de sete vezes menor do que o apresentado pela economia líder. Em relação ao Japão, superavitário em US\$ 90 bilhões, as taxas nominais de expansão também são muito próximas (20% para as exportações e 19% para as importações).

Como uma compra sempre corresponde a uma venda, não há como ter grandes dúvidas: é o desequilíbrio comercial nos Estados Unidos, comprador de 16% das vendas externas do mundo, quem sustenta em última instância as tendências em curso. Decorre daí que uma correção desses “desequilíbrios globais”, por menos abrupta que seja e venha de onde vier, levará necessariamente a uma redução dos impulsos dinamizadores.

Mas enquanto o rumo não muda, quem mais se beneficia são os diferentes países emergentes, com resultados robustos por exemplo para as exportações africanas (crescimento nominal de 30%) e dos países oriundos da antiga União Soviética (35%). Na América Latina, na esteira das recuperações de Venezuela e Argentina, há um forte crescimento das importações, mas o dinamismo exportador não acompanha o ritmo – à exceção do Brasil, que expande as vendas externas em 32% e as compras em 30%. Se tomarmos a região asiática como um todo, as importações crescem a uma taxa ligeiramente superior: 27% contra 25%. Olhando por outro ângulo, o da importância relativa, dos 11 países emergentes incluídos na lista dos 30 maiores exportadores em 2004 (85% do total do mundo), as vendas apenas de México e Hong Kong cresceram menos de 20%; sendo que China, Coréia, Rússia, Brasil e Polônia superaram os 30%.

Para além desses números, o fato de países com pautas exportadoras bastante distintas terem desempenho igualmente forte sugere que o

²¹ World trade 2004, prospects for 2005 – Developing countries goods' trade share surges to 50-year peak. Press release, WTO, Apr. 14, 2005.

dinamismo inicial, oriundo dos crescentes desequilíbrios americanos, se transmite ao resto dos países. O elo essencial tem sido a China e suas conexões com as demais economias asiáticas.

Este país atingiu em 2004 o posto de terceiro maior importador e exportador do mundo. Economia mais aberta entre as grandes emergentes, a soma das suas vendas e compras do exterior ultrapassou os 70% do PIB ao fim do ano passado – culminando uma trajetória crescente que parte de 30% em 1980, ainda no início do processo de abertura econômica. Seu saldo em 2004 foi de pouco mais de US\$ 30 bilhões, o que não dá a exata noção da sua importância.

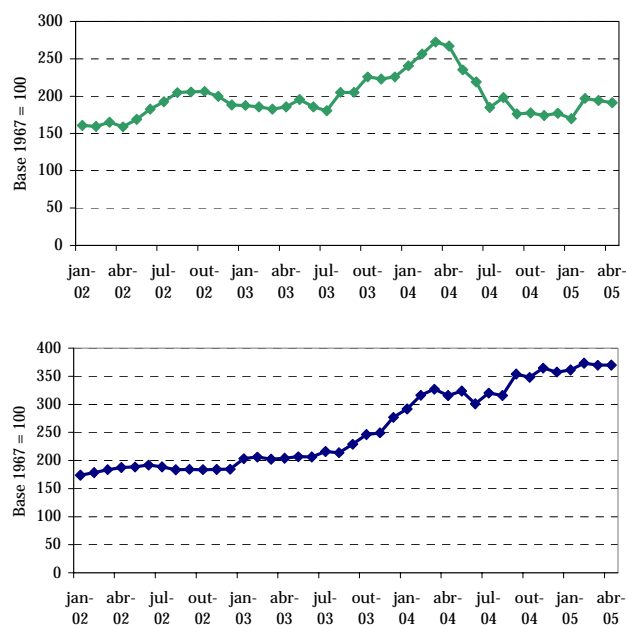
Olhando para os dados mais completos, disponíveis apenas até o ano de 2003,²² é possível descrevê-la melhor. Em termos qualitativos e seguindo as divisões tradicionais, há uma diferença importante no que entra e no que sai da China pelo comércio. Das exportações, apenas 9,2% poderiam ser classificadas como *commodities* (produtos agrícolas e minerais, incluindo os combustíveis), sendo o restante composto por produtos manufaturados, com destaque absoluto para maquinaria e material de transporte (US\$ 188 bilhões dos US\$ 236 bilhões exportados dessa grande categoria) e, mais especificamente, equipamentos de escritório e telecomunicações. Já a estrutura de sua demanda mostrava uma participação bem mais elevada, superior a 20%, dos produtos básicos – com participações igualmente importantes dos minerais e produtos agrícolas.

Traduzindo as cifras, trata-se de uma máquina de exportação de produtos manufaturados, que concentra as etapas mais intensivas em trabalho de várias cadeias produtivas, e por isso mesmo é forte demandante tanto de componentes de mais alto conteúdo

tecnológico quanto, por suas dotações de recursos naturais e opções estratégicas, de matérias-primas minerais e agrícolas e outras *commodities*. O comportamento dos preços desses produtos – cuja trajetória para grãos e metais é mostrada no Gráfico 8, indicando que no caso dos primeiros o ápice já foi deixado para trás e dos segundos parece próximo – não há como desvincular a demanda chinesa, ainda que a desvalorização do dólar e os processos especulativos com estoques (na esteira das baixas taxas de juros centrais) possam desempenhar papel também fundamental.

Gráfico 8

Índice de preços CRB de grãos (acima) e metais (abaixo)



Fonte: Commodity Research Bureau. Elaboração própria.

Mas esse duplo papel qualitativo embute também em uma divisão geográfica. A Tabela 4 detalha as trocas comerciais da China com seus principais parceiros, e através dos números fica bastante clara a ordem das determinações: o saldo com os Estados Unidos – o maior mercado para os produtos chineses, que aumenta suas compras muito mais rapidamente do que suas vendas – é mais de duas vezes o saldo total do país. O

²² Trade Statistics 2004. World Trade Organization, 2004.

Tabela 4

China: participação e importância dos principais parceiros comerciais

	Participação nas exportações ⁽¹⁾	Crescimento das exportações ⁽²⁾	Participação nas importações ⁽¹⁾	Crescimento das importações ⁽²⁾	Saldo bilateral ⁽¹⁾	Saldo relativo ^{(1),(3)}
EUA	21,1	30,6	8,2	14,2	58,7	2,3
Hong Kong	17,4	28,0	2,7	8,7	65,2	2,6
UE (15)	16,5	33,7	12,8	22,7	19,1	0,8
Japão	13,6	15,2	18,0	31,8	- 14,7	- 0,6
Coréia	4,6	26,7	10,4	36,6	- 23,0	- 0,9
Taiwan	2,1	34,2	12,0	34,5	- 40,4	- 1,6
Total	100,0	28,5	100,0	30,5	25,5	1,0

Fonte: WTO, (2004). Elaboração própria.

Nota:

(1) Dados de 2003; (2) média 2002 e 2003; (3) saldo bilateral/saldo total.

impulso principal, crescente e que transcende em muito as relações bilaterais, está aqui.

Além disso, o fato de nenhum dos países listados na tabela acima possuir mais do que 10% de sua pauta exportadora concentrada em *commodities* sugere que, para os especializados nesses produtos, tipicamente os *capital accounts* sul-americanos, a relação é assimétrica: como tem sido repetido no Brasil, a China é (muito) mais importante para nós do que nós somos para eles.

O caso brasileiro talvez seja o melhor exemplo desse tipo de efeito-China, país que foi em 2004 o quarto maior destino individual das nossas exportações. Estas são, mais do que em relação a outros mercados, fortemente concentradas em produtos de baixo valor agregado: agropecuários, metalurgia básica, minerais metálicos, celulose e papel e alimentos e bebidas respondiam por quase 80% do total. O saldo bilateral é significativo (US\$ 1,73 bilhões em 2004), ainda que menor que o de 2003, e as importações são em grande parte (70%) compostas de eletrônicos e comunicação, produtos químicos, combustíveis, máquinas e materiais elétricos, equipamentos de informática e instrumentos de precisão.²³

Ou seja, para países como o Brasil, a China representa uma demanda derivada e dependente do seu dinamismo interno, concentrada em produtos básicos e com preços sujeitos ao comportamento cíclico – do qual a atual tendência é exemplo perfeito. Tratou-se, até aqui, de uma fase amplamente favorável, fazendo com que essa parte do mundo (à exceção do México, cujo padrão de especialização o faz concorrente prejudicado pela oferta chinesa no mercado americano) também participe da euforia no comércio internacional, fundamental tanto para a melhora das contas externas como para a própria retomada do crescimento ocorrida em 2003 e 2004.

Voltando aos principais parceiros mostrados na Tabela 4, que trocam essencialmente produtos manufaturados com a China, o único país que rivalizaria com os Estados Unidos na importância para os saldos seria Hong Kong, território agregado e cujo dinamismo tem escassa autonomia. Da União Européia, outra região importante como destino das exportações e com alto crescimento da demanda nos últimos anos, os impulsos ao saldo são menores devido à também alta participação nas importações. Japão, Coréia e Taiwan, demais parceiros comerciais robustos, são mais fornecedores do que demandantes da China.

²³ As ameaças e oportunidades da China para o Brasil são objeto de reportagem na edição de março de 2005 da revista *Desafios do Desenvolvimento*. Na mesma edição, ver De Negri,

Fernanda. O que queremos com a China?. Sobre o mesmo tema, outro artigo na imprensa, também fruto de pesquisa mais completa, é Moreira, Maurício M. A China e o futuro do Brasil. *Folha de São Paulo*, 24/10/2004.

Outras economias asiáticas já dividem a responsabilidade pelo comportamento das suas vendas externas entre os países centrais e o gigante regional. Cingapura, o quarto país considerado industrializado da região, abastece a China indiretamente, através de Hong Kong; e Filipinas, Malásia e Tailândia também têm nos Estados Unidos, na Europa e/ou no Japão seus maiores mercados, mas estão intimamente ligados à demanda chinesa através do comércio intra-asiático.

Quanto a este, como mostra o trabalho de Wong (2004),²⁴ a China vem representando o principal papel dinamizador, repetindo de forma ampliada o ocorrido com o Japão nos anos 60 e 70, e com os NIEs nas duas décadas seguintes. O autor aponta estes países como os maiores beneficiários da ascensão chinesa, enquanto que os ASEAN-4 (Filipinas, Indonésia, Malásia e Tailândia) seriam mais competidores do que complementares, na disputa pelo abastecimento de mercados mais desenvolvidos. Os dados mais recentes sugerem uma evolução desse perfil, já que, fora a Indonésia, todos os demais possuem, entre os principais destinos de suas exportações, ou a própria China ou alguns dos seus grandes fornecedores: Hong Kong, Taiwan e em menor medida Cingapura. Os progressos nas conversações sobre acordos de livre-comércio na Ásia só tendem a reforçar essa tendência.

Mas o fato, indisputável, é que para esses países asiáticos – todos com correntes de comércio superiores a 70% do PIB e que têm no setor externo o elemento principal da sua estratégia de desenvolvimento²⁵ – os impulsos vindos das

economias centrais se manifestam tanto de forma direta como através da intermediação da China, mas com os fluxos concentrados em produtos de alto conteúdo tecnológico, com predominância de equipamentos eletrônicos e de telecomunicações. Nitidamente, um papel no cenário do comércio global de natureza distinta do ocupado pelos *capital accounts*, especializados em *commodities* e localizados na América Latina.

Em termos relativos, porém, não seria exagero afirmar que se estes últimos se beneficiaram mais e por mais tempo do ciclo recente, já que o comércio de semicondutores dá sinais de desaceleração desde a metade de 2004, devido ao excesso de capacidade ociosa, à concorrência entre os produtores asiáticos e à falta de dinamismo da demanda europeia e asiática. Os preços sofreram forte queda ao longo do segundo semestre de 2004, se descontado o aumento sazonal da demanda, e as perspectivas para o futuro permanecem preocupantes.²⁶ Isso não significa, evidentemente, que inverteram-se as tendências de longo prazo desfavoráveis aos exportadores de produtos básicos, apenas que a desaceleração veio antes para alguns dos produtos mais elaborados. As *commodities* “strictu sensu” continuam sendo mais sensíveis às oscilações na demanda.

De qualquer forma, a semelhança nos dados de desempenho exportador não deve apagar estas diferenças qualitativas, que são fundamentais inclusive para se projetar os efeitos da reversão do crescimento mundial e indagar sobre a capacidade

²⁴ Wong, John. China's economic rise: implications for East Asian growth and integration. *Bulletin on Asia-Pacific Perspectives* 2004/05. UNESCAP.

²⁵ Um capítulo especial do último *Asian Development Outlook* (ADB, 2005) contesta, empiricamente, uma suposta transição do modelo *export-led growth* para um dinamismo baseado na demanda interna para a trajetória nas últimas décadas de Tailândia, Filipinas, Coreia e, principalmente, Índia e China.

Indo além, se chega à conclusão de que é nos períodos em que se combina elevação nas categorias internas de demanda e nas exportações líquidas que os países apresentam melhores resultados.

²⁶ IMF (2005b), chapter 1, Appendix 1.1. Recent Developments in Commodity Markets. O já citado relatório do banco regional de desenvolvimento (ADB, 2005), assim como a UNESCAP (2004) também citam a desaceleração no mercado de semicondutores prejudicando o comércio asiático.

da manutenção do dinamismo comercial intra-asiático.

De partida, voltemos aos números da OMC: prevê-se que o crescimento real do comércio global se reduza dos 9% para 6,5%; e o alerta é de que, à semelhança do PIB do mundo, o auge da troca internacional de mercadorias já ficou para trás. Para os impactos que mais interessam aqui, importa notar que, novamente, o cenário futuro passa necessariamente pelos acontecimentos na economia central. É certo que qualquer desaceleração mundial impacta o comércio, mas dado o já rastejante crescimento europeu e japonês, está nas mãos da demanda americana, acima de tudo, marcar o ritmo dessa marcha.

Mais precisamente, para o primeiro elo da engrenagem comercial montada, tratar-se-á de um enfraquecimento do impulso inicial: os Estados Unidos importando menos significa menos exportações diretas dos asiáticos e, certamente, uma redução no ritmo das compras chinesas nesses fornecedores locais. Ou seja, um menor saldo bilateral com os Estados Unidos fará a China desempenhar de maneira mais discreta seu papel de motor do comércio regional. E quanto a isso, o sucesso das pressões por uma valorização do yuan, ainda mais se acompanhadas pelos demais países asiáticos, projetam uma desaceleração adicional do comércio internacional e regional. Tudo isso sem falar nas perspectivas de redução do elevadíssimo crescimento do PIB chinês.

Nesse quadro, que deve se refletir nos preços e quantidades, as previsões do ADB para

os países asiáticos, apresentadas na Tabela 5, são particularmente pessimistas, projetando uma tendência de enfraquecimento dessa via principal de crescimento.

O confronto das estimativas e previsões com os números já disponíveis permite, na realidade, aprimorar a descrição do cenário. Os dados divulgados pela China indicam que o ritmo das exportações se manteve forte no primeiro trimestre em comparação com o mesmo período do ano anterior: 34,9%, um indicativo de que o primeiro elo da cadeia ainda não se enfraqueceu. Porém, pelo lado das importações, provavelmente em consequência do sucesso em restringir a expansão do investimento, o ritmo já é muito menor do que o do ano passado, inferior inclusive ao projetado pelo banco regional para o ano todo: 12,2%. Na realidade, se não fosse pelo dinamismo do setor exportador, o PIB da China já estaria crescendo menos por conta dos seus determinantes internos, e possivelmente reduziria ainda mais a expansão de suas compras no exterior. Como consequência desses resultados, é de se esperar não apenas a continuidade do esforço das autoridades em frear o ritmo através

Tabela 5
Crescimento anual de exportações e importações, em %

	Exportações			Importações		
	2004	2005 ⁽¹⁾	2006 ⁽¹⁾	2004	2005 ⁽¹⁾	2006 ⁽¹⁾
China	35,4	20,4	14,8	36	22,1	19,6
Coréia	30,6	11,8	9,6	25,2	13,5	10,6
Índia	23,2	14,1	13,8	39	19,7	15,4
Hong Kong	15,9	12,2	12,3	17	12,6	12,1
Taiwan	20,7	12,1	8,2	32,2	18,2	12,6
Malásia	20,5	12	10,2	25,8	15,8	13,5
Tailândia	23	10	5	26,9	13,5	6
Cingapura	24,2	8	8	27,1	7,6	8,5

Fonte: Asian Development Bank (2005). Elaboração própria.

Nota:

(1) Estimativas do ADB (março 2005).

da política monetária, como também uma intensificação das pressões por uma taxa de câmbio mais apreciada.

Respondendo à terceira questão, portanto, parece pouco provável que o comércio intra-asiático possua autonomia suficiente para fazer dessa região um pólo alternativo, que substitua os impulsos (provavelmente decrescentes) da economia americana e os já não tão fortes da Europa e do Japão. Não apenas porque cada uma dessas regiões possui influência direta sobre os asiáticos, mas também porque a demanda chinesa parece continuar sendo muito dependente dos saldos com os Estados Unidos, a Europa e o Japão.

Se o quadro é esse para os *trade account* asiáticos, ele parece um pouco menos animador para os exportadores de *commodities*, por pelo menos três razões. Em primeiro lugar pelos impactos diretos, oriundos da desaceleração global, que tendem a reverter o ciclo de preços e afetar também as quantidades; e em segundo de forma derivada: a se confirmar a falta de autonomia do comércio intra-asiático e a queda no ritmo das importações chinesas, esse terceiro elo tende a sofrer mais. A terceira razão, talvez com impactos mais velozes, decorreria das mudanças pelo lado financeiro, aonde a elevação das taxas de juros americanas reduziria o incentivo para a especulação com os estoques de *commodities*.

A continuidade do ritmo atual de crescimento das exportações, neste caso, dependeria de uma conjunção mais complicada de fatores: manutenção do crescimento, dos desequilíbrios comerciais e das baixas taxas de juros nos Estados Unidos, da demanda chinesa e dos preços dos produtos básicos (além de sofrer o desestímulo dos movimentos das taxas de câmbio, em alguns países). O cenário de “fuga para a frente”, que atenua mas não elimina os desequilíbrios que sustentam o crescimento do comércio mundial, não autoriza grandes esperanças em relação a todas essas frentes, conjuntamente.

Cabe ressaltar, novamente, que o quadro até agora não confirma a tendência, com os preços ainda em alta,²⁷ mas com temores crescentes em relação a essa nova bolha, que para alguns analistas do mercado financeiro se parece cada vez mais com a das ações da “Nova Economia” que vigorou nos anos de 1999 e 2000.²⁸

Conclusão

Não são muitas as certezas a respeito da economia mundial, e dos emergentes em particular. Agarremo-nos, portanto, ao que é (ou parece ser) conhecido: o ápice do crescimento do PIB e do comércio mundiais já passou, os desequilíbrios externos nos Estados Unidos persistem, os fluxos de capital continuam fortes para a Ásia e menores e mais instáveis para a América Latina. A economia central desacelera, enquanto Japão e Europa continuam rastejantes. A China continua crescendo muito, e essa parece ser a única força que pode frustrar as previsões de desaceleração. Mas mesmo esse caso, em que as tendências atuais seriam prolongadas, não seria um cenário tranquilo.

Em primeiro lugar, pelo grau de autonomia desse país e da Ásia em geral – que aumentou mas não a ponto de substituir a economia americana como locomotiva global. E em segundo pelos efeitos que a continuidade de alguns dos “efeitos colaterais” do padrão de crescimento vigente: reforço nos desequilíbrios globais e na alta dos preços do petróleo e demais *commodities*, com acentuação das pressões inflacionárias. Neste último caso, ganha relevância a resposta da política econômica de cada país, sendo que alguns – o Brasil em particular – já se utilizam de forma

²⁷ Carpenter, Claudia. Commodities batem recorde no primeiro trimestre. Matéria da *Bloomberg* reproduzida pelo *Valor Econômico* em 04/04/2005.

²⁸ Bowers, David. Are Resources the new Tech? Merrill Lynch Strategy # 84, Apr. 4, 2005.

intensa de um expediente perigoso: a combinação de altas taxas de juros e apreciação cambial.

Perigoso principalmente diante do cenário mais provável de desaceleração da economia global e elevação das taxas de juros nos Estados Unidos. Ainda que em ritmos moderados, esses processos ampliam em muito a incerteza.

Frente a ela, o comportamento dos mercados financeiros, que sempre antecipam e precificam os eventos futuros (com a base precária de conhecimento que lhe é característica) ajuda a explicitar a situação aqui descrita, já que parece não ter dificuldades para formar suas convenções – nesse caso sobre quais papéis vender em um cenário de desmonte das condições vigentes e “fuga para a qualidade”. Quando da divulgação dos dados e previsões da OMC sobre a desaceleração no PIB e no comércio mundiais, e em meio às dúvidas sobre a saúde financeira da General Motors, as principais bolsas de valores do mundo tiveram quedas simultâneas, assim como pioraram as cotações de ativos mais arriscados. Apenas no dia 14/04, o risco-Brasil medido pelo EMBI elevou-se em 7%, fechando a 466 pontos-base.²⁹ Algumas semanas depois, o episódio se repetiu: com os rumores de quebra de hedge funds na esteira dos problemas da GM e Ford, o salto foi de 3,78%, subindo para 439 pontos-base, e o dólar interrompeu uma sequência de sete quedas consecutivas.³⁰

São demonstrações pontuais do clima de vulnerabilidade e “compasso de espera”, e um sinal de quais países seriam mais atingidos por uma reversão. A volta de uma diferenciação mais nítida – em termos do desempenho interno, do acesso ao financiamento externo e dos fluxos comerciais – entre os *trade* e *capital accounts* é,

assim, o cenário mais provável para o futuro dos países emergentes, mesmo que o crescimento global continue alto para os padrões históricos recentes. Se não é o fim da festa, tudo indica que ela se tornará mais seletiva e menos animada, e persistem as chances de um evento que gere uma ressaca maior. E mesmo na ausência de grandes abalos, parece claro que os convidados mais atrasados terão aproveitado o impulso por menos tempo.

²⁹ Luchesi, Cristiane. Risco-Brasil sobe 7% em meio a temores de desaceleração global. *Valor Econômico*, 15/04/2005.

³⁰ Guimarães, Luiz Sérgio. Turbulência externa faz estragos no Brasil. *Valor Econômico*, 11/05/2005.