

Política Econômica

e m f o c o

Suplemento 1 do Boletim semestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica – n. 4 – maio/out. 2004.
9 de dezembro de 2004.

INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP

Diretor

Prof. Dr. Marcio Percival Alves Pinto

Diretor Associado

Prof. Dr. Jorge Ruben Biton Tapia

Diretor Executivo do CECON

Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro

Diretora Adjunta do CECON

Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates

ÁREAS DE CONCENTRAÇÃO

Política Econômica

Prof. Dr. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro

Economia Internacional

Prof. Dr. Antonio Carlos Macedo e Silva

André Martins Biancareli (Doutorando do IE)

Balanco de Pagamentos

Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates

Moeda e Finanças Privadas

Profa. Dra. Maryse Farhi

Finanças Públicas

Prof. Dr. Francisco Lopreato

Produção, Emprego e Renda

Cláudio Roberto Amitrano (Doutorando do IE)

Métodos Quantitativos

Dr. Emerson Fernandes Marçal

Gerência de Informações

Eliana Ribeiro da Silva

Bolsistas de Iniciação Científica

Ana Carolina de Carvalho Silva

Augusta Rodrigues de Oliveira

Bruno Martarello de Conti

Camila Cristina Belotti

Eduardo Roberto Zana

Flávia Akemi Koyama

Flávio Arantes dos Santos

Guilherme Alexandre de Thomaz

Isis de Cássia V. de Oliveira

João Henrique de Melo

Rafael Fagundes Cagnin

Raphaela Sayuri Yamamoto

Silas Thomaz da Silva

Secretaria do CECON

Mário Aparecido de Gobbi

Projeto visual/Normalização/

Editoração eletrônica

Célia Maria Passarelli

DESEQUILÍBRIOS GLOBAIS: CORREÇÃO OU “FUGA PARA FRENTE”?

Luiz Gonzaga Belluzzo

No início dos anos 80, com a vitória da *Reganomics*, as análises convencionais sobre a trajetória da economia americana concentraram suas preocupações na ampliação dos déficits gêmeos – fiscal e em conta corrente. O economista Stephen Marris, do Instituto de Economia Internacional publicou, então, o livro¹ sobre os déficits gêmeos e o inevitável colapso do dólar, *o hard landing*, tese que angariou grande popularidade no mundo acadêmico.

Mas os acordos do Plaza em 1985 e do Louvre em 1987 (o primeiro articulou a desvalorização ordenada da moeda americana e o segundo procurou conter os “excessos” dos vendidos em dólar e estabilizar as taxas de câmbio) mostraram que o raio de manobra da potência dominante e sua capacidade de “coordenar os mercados” e submeter os aliados do G-7 eram bem maiores do que poderia suspeitar nossa vã economia.

O crash da bolsa de Nova York em outubro de 1987 e a pronta recuperação dos mercados amparada na rápida reação da política monetária do Federal Reserve, ao mesmo tempo em que chamavam a atenção para os riscos implícitos na globalização, sob o comando do dólar e da finança “desregulamentada”, também sublinharam o aprofundamento da assimetria de poder entre as economias centrais. Tal disparidade de forças ficou ainda mais clara no final dos anos 80 e começo dos 90: os Estados Unidos experimentaram uma recessão branda, entre 1990 e 1992, enquanto a Europa assistia ao colapso da serpente monetária e o Japão mergulhava numa crise que iria durar uma década.

Durante a recessão americana, a despeito da persistência do déficit fiscal, foi alcançado o equilíbrio em conta corrente por conta da rápida contração dos gastos privados.

Depois da crise mexicana de 94-95, o dólar sofreu uma derrocada, sobretudo frente ao yen, logo revertida mediante uma ação coordenada dos bancos centrais. A moeda americana voltou a ganhar força, o que permitiu a lassidão da política monetária de Alan Greenspan, fonte da interação virtuosa entre expansão do crédito, valorização de ativos (efeito-riqueza) e expansão do gasto privado em consumo e investimento. Nestas condições, a partir da segunda metade da década dos 90, a aceleração do crescimento foi acompanhada da geração de um superávit fiscal (auxiliada pela reforma tributária de Clinton) e de uma ampliação rápida do déficit em conta corrente.

A curta e moderada recessão de 2001 foi eficazmente contornada pela imediata resposta da política monetária e por uma impressionante reversão do balanço fiscal, que transitou de um superávit de 1,1% para um déficit de 4,5% do PIB. Desta vez, no entanto, o déficit em transações correntes sofreu apenas uma ligeira queda entre 2000 e 2001 (de 4,5% para 3,5% do PIB) para depois retomar a escalada ascendente em direção à marca dos 5,5%.

Desde então, reapareceram as vozes que proclamam a necessidade de um ajuste dos déficits gêmeos, evocando o clima dos anos 80 contaminado pelo receio do *hard landing* do dólar. Os defensores do ajustamento dos dois déficits acenam outra vez com os riscos de um colapso da moeda

americana, com efeitos desastrosos sobre a taxa de juros, os mercados de ativos (sobretudo, neste momento o superaquecido mercado imobiliário) e o crescimento da economia global. Mas, na atual conjuntura, diferentemente do que ocorreu nos início dos anos oitenta – quando havia uma quase unanimidade em torno das conseqüências dos déficits gêmeos – já surgem opiniões que discrepam dos “catastrofistas” do ajustamento.

Estas opiniões revelam uma compreensão mais profunda da origem, desenvolvimento e riscos dos chamados desequilíbrios macroeconômicos globais, sob a égide da hegemonia americana. Na verdade, desde o imediato pós-guerra, a regeneração do comércio internacional foi conduzida pela expansão da grande empresa, sob a liderança americana. Numa primeira etapa, a rearticulação proposta pela hegemonia americana, pautada nas regras de Bretton Woods, permitiu a reconstrução dos sistemas industriais da Europa e do Japão, a industrialização de muitos países da periferia, impulsionada pelo investimento produtivo direto e o desenvolvimento de economias nacionais autônomas, apoiadas nas políticas de seus respectivos Estados Nacionais.

As condições internacionais mudaram significativamente depois das decisões cruciais dos anos 70, ou seja, a inconversibilidade do dólar decretada em 1971, a adoção do regime de flutuação cambial em 1973 e a elevação da taxa de juros americana em 1979. A partir de então e particularmente nas últimas duas décadas do século XX e no começo do XXI três

movimentos centrais e interdependentes promoveram profundas transformações na economia global: a liberalização financeira e cambial; a mudança nos padrões de concorrência; a alteração das regras institucionais do comércio e do investimento – todos conducentes ao reforço do poderio econômico americano.

Como já foi dito nas sucessivas edições do boletim *Política Econômica em Foco*, do ponto de vista espacial, a Ásia converteu-se num dos principais *locus* do investimento direto e da difusão acelerada do progresso técnico levados a cabo pelo deslocamento da empresa transnacional desde os anos 80. Segundo (Tavares & Belluzzo, 2004)¹

“No início da década, a política econômica de Reagan – com seu dólar supervalorizado, enormes déficits orçamentários e nas contas de comércio – foi fonte de dinamismo para os países da Ásia, em particular para o Japão, Coréia e Taiwan. Esse foi o período dos grandes superávits comerciais japoneses, taiwaneses e coreanos.... Quando, porém, em meados dos 80, os Estados Unidos resolveram reverter a brutal valorização do dólar, que já havia causado danos quase irreparáveis à sua indústria, foi dado um sinal claro de que pelo menos esta parte da festa estava prestes a acabar. Yoichi Funabashi em seu livro *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre* afirma que o acordo do Plaza foi uma resposta às pressões protecionistas já disseminadas no Congresso americano. Os japoneses foram obrigados a engolir a valorização do yen, o que, por um lado, afetou suas exportações para a área de predominância da moeda americana e, por outro, causou sérios prejuízos para os bancos, corretoras e seguradoras que carregavam em suas carteiras ativos em dólar.... A famosa

‘endaka’ dará impulso ao movimento de ‘deslocalização’ da indústria japonesa para os países da região, apoiado na capacidade de financiamento de seus bancos, que tentavam compensar as perdas incorridas nos ativos denominados em dólar”.

A China, e seu já desvalorizado yuan iriam completar a primeira década de crescimento acelerado. Este novo e gigantesco protagonista do “milagre asiático” vinha executando seus programas de reforma econômica com grande eficácia. Estas reformas buscavam a combinação entre uma agressiva estratégia exportadora, atração de investimentos diretos estrangeiros nas zonas liberadas e a forte intervenção do Estado. A ação estatal concentrou-se no estímulo à agricultura familiar, em maciços investimentos em infra-estrutura e na utilização das empresas públicas como “âncora” para a constituição de grandes conglomerados industriais. Tudo isso foi acompanhado de uma cuidadosa transição do sistema de preços da antiga economia de comando para a “nova” economia de mercado.

O exuberante ciclo de expansão americano dos anos 90 – outra vez escoltado por gigantescos déficits em transações correntes – vai reforçar não só o papel de grande investidor, mas também de demandante e devedor de última instância dos Estados Unidos. A China, cuja “competitividade” é crescente, tanto nos mercados menos qualificados, quanto, em ritmo acelerado, nos de tecnologia mais sofisticada torna-se o maior receptor do investimento direto americano e, ao mesmo tempo, ganha participação crescente no mercado dos Estados Unidos. Sobretudo

¹ Tavares, M. C.; Belluzzo, L. G. A mundialização do capital e a expansão do poder americano. In: Fiori, J. L. *Poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2004.

depois da desvalorização de 1994, o *drive* exportador chinês vai deslocando a participação de seus parceiros asiáticos em terceiros mercados, ao mesmo tempo em que estimula as importações de peças e componentes dos países da região. Simultaneamente, os chineses sustentam a continuada elevação da taxa de acumulação de capital e a rápida incorporação de novas tecnologias mediante o estímulo às joint-ventures com empresas coreanas, japonesas e de Taiwan.

Este movimento de transnacionalização do espaço asiático, particularmente da China, é, ao mesmo tempo, uma mudança de escala no processo de deslocalização da estrutura manufatureira americana para o resto do mundo. Este fenômeno pode ser observado de vários ângulos. Primeiro, o mais singelo, revela uma aceleração da queda da participação da indústria manufatureira no PIB e no emprego, muito mais intensa do que seria justificado pelos ganhos de produtividade. Segundo, os trabalhos recentes² que buscam estimar a participação de insumos e componentes importados no total de *inputs* consumido anualmente pela indústria manufatureira, mostram que, entre 1987 e 2002, esta participação subiu de 12,4% para 22,1%. Os ramos mais afetados – acima da média da indústria – são os de produtos eletrônicos e de informática, vestuário e artigos de couro, veículos motorizados, trailers e partes, equipamento elétrico e componentes. São os mesmos setores em que foi maior a destruição de postos de trabalho.

² Burke; Epstein; Choi. *Rising foreign outsourcing and employment losses in US manufacturing*. Amherst: University of Massachusetts, 2004. (Peri Working Papers).

A isto se junta o rápido crescimento das importações de bens finais de consumo e de capital, não só da Ásia como também da Europa, igualmente superavitária em suas relações comerciais com os Estados Unidos.

As relações de interdependência entre as economias asiáticas e delas com os Estados Unidos suscitam questões que tornam muito arriscadas respostas simples. Os otimistas, diz Barry Eichengreen, sustentam que a ampliação do déficit americano em conta corrente pode continuar por mais uma década, escorado na disposição dos chineses de incorporar mais 200 milhões de trabalhadores nas indústrias voltadas para a exportação. Até completar o ciclo, os chineses estarão dispostos a defender o yuan desvalorizado e, portanto, a acumular reservas e adquirir títulos do Tesouro americano. Isto significa evitar quaisquer alterações nas taxas de câmbio relativas nas relações intra-asiáticas, e particularmente mudanças no valor do yuan em relação ao dólar.

Os pessimistas advertem para a não sustentabilidade do aquecimento da economia chinesa, determinado pela excessiva expansão do crédito ao setor privado. Impulsionado pela ampliação das reservas em moeda forte, o crescimento dos empréstimos não só vem realimentando a especulação imobiliária e os investimentos mal concebidos, como provoca o aumento dos créditos *non performing* na carteira dos bancos. Para os pessimistas, a recente elevação da taxa de juros é apenas a primeira de uma série que fatalmente levará a uma desaceleração mais forte do crescimento e fatalmente a uma revalorização do yuan.

As duas posições são problemáticas. É possível imaginar – tal com pretendem os otimistas – um cenário de estabilidade nas condições de financiamento do déficit americano em conta corrente, dada a natureza das inter-relações comerciais e financeiras que “solidarizam” a economia americana com os parceiros asiáticos.

A consolidação do papel do dólar como moeda de reserva é o fenômeno crucial da segunda metade do século XX. A soberania monetária americana garantiu a expansão da grande empresa – com efeitos sobre a distribuição espacial da indústria manufatureira e mais recentemente dos serviços – e permitiu a adoção das políticas de crédito e de gasto público que sustentam taxas elevadas de crescimento da demanda nominal e, a cada ciclo de expansão, provocam a elevação do déficit em conta corrente, gerando demanda para o resto do mundo. De outra parte, as estratégias mercantilistas dos países asiáticos, concebidas para a geração de superávits comerciais e acumulação de reservas implicam necessariamente na demanda de ativos denominados em dólar.

Isto significa que a hegemonia americana e seu enorme mercado nacional ensejaram a construção de um espaço monetário EUA-Ásia. A relação entre a taxa flutuante da moeda soberana e as taxas fixas ou controladas das moedas subordinadas (asiáticas) não só permitiram a ampliação dos déficits e superávits entre os parceiros, como reforçaram o poder de seignoriage da moeda americana.

Mas isso não afasta, senão provavelmente agrava as características negativas do crescimento “desequilibrado” dos Estados Unidos, antes e depois da recuperação de 2002.

Com mostra o mais recente boletim do Economic Policy Institute, a economia americana, no terceiro trimestre de 2004 cresceu (3,7%), impulsionada pela evolução do consumo de duráveis e pelos gastos militares, com um desempenho medíocre do investimento privado. O crescimento do consumo decorre muito mais da ampliação do endividamento das famílias (4,6% anualizado), apoiado na valorização dos imóveis residenciais, do que da expansão da renda disponível (1,4%).

Nos últimos três anos e meio, contrariando a experiência dos ciclos anteriores, o crescimento do consumo está desconectado da evolução da renda, particularmente, dos salários e do emprego, e cada vez mais dependente do efeito-riqueza. Por isso, uma desvalorização adicional do dólar tem de levar em conta, sobretudo, os riscos envolvidos na precificação dos ativos denominados na moeda americana.

A avaliação dos riscos envolvidos nas flutuações mais pronunciadas da moeda americana exige que sejam tomadas na devida conta as transformações ocorridas nos mercados financeiros e cambiais, na posteridade da desregulamentação e liberação nos mercados financeiros. É na esfera financeira que se concentra o maior potencial de instabilidade. Isto vale tanto para a nova “bolha” americana formada nos mercados imobiliários quanto para as

moedas dos países emergentes que embarcaram, outra vez, na onda de valorização de suas moedas nacionais.

Neste momento, a ampliação do risco sistêmico, já denunciada pelo Federal Reserve de Nova York, nasce não só de das pressões sobre o dólar, como, por incrível que possa parecer, das medidas destinadas a evitar este desfecho. Na verdade, nos últimos meses houve uma grande concentração de posições vendidas nos mercado futuros de câmbio. Um sinal claro a advertir que os gestores de portfólios apostam com força num movimento ulterior de desvalorização da moeda americana. Sendo assim, os efeitos sobre a inflação interna, bem como sobre os preços dos ativos denominados na moeda dos Estados Unidos não devem ser desprezados e podem, sim, determinar uma queda ulterior mais acelerada do dólar.

Nos episódios anteriores de periclitado do valor da moeda americana – descontada a elevação traumática dos juros em 1979 – o caminho preferido foi o da intervenção coordenada dos Bancos Centrais, sob o comando do Federal Reserve e do Tesouro americano.

Neste momento, seria ainda mais arriscada a elevação da taxa dos Fed Funds. Esta medida provocaria perdas importantes nos mercados em que prevalecem posições mais alavancados, ou seja, nos próprios mercados cambiais e imobiliários. Muitos entendem que é pouco provável a elevação mais acentuada da *policy rate*, mas as circunstâncias não afastam o risco de elevação das taxas de juro de longo prazo (a que incide sobre os *treasuries* de 10 anos).

Estas são determinadas pelas expectativas prevalentes no mercado e, como é óbvio, reagem nervosamente a qualquer sinal de subida da inflação. Seja qual for o “gatilho”, os yields dos papéis do Tesouro podem avançar em sua tendência de alta e ultrapassar os 5%, o que é considerado perigoso para os mercados imobiliários e para os papéis dos emergentes.

A solução aparentemente menos custosa apontaria para uma intervenção conjunta dos bancos centrais. Se concretizada, esta providência pouparia, no curto prazo, os mercados imobiliários e de crédito dos Estados Unidos da “matança”, mas não deixaria de causar prejuízos aos fundos especulativos e outros nem tanto, com maiores posições vendidas na moeda americana. Os dados da serie sobre as relações dólar/cestas regionais de moedas(ponderadas pelos volume de transações) construídas pelo Federal Reserve de Atlanta (<http://www.frbatlanta.org/>) mostram que depois de intervenções coordenadas, a moeda dos EUA costuma apresentar forte tendência à valorização, acompanhada de rápidos rearranjos de portfólios, com prejuízos para os que apostaram na direção contrária.