

SEÇÃO I – ECONOMIA INTERNACIONAL

Economia global: o espetáculo do crescimento?

*Antonio Carlos Macedo e Silva*¹

Introdução

Em seu *Economic Outlook*, n. 73, publicado em junho deste ano, a OECD previa uma “progressiva e discreta (*unspectacular*) recuperação”. O tom de circunspeção era semelhante ao encontrado em publicações do FMI e do BIS. As duas últimas instituições mostravam-se apreensivas frente à percepção de uma economia global em crescimento, mas a um ritmo muito inferior àquele normalmente constatado tantos trimestres após uma desaceleração relativamente suave, como aquela ocorrida em 2001. Mesmo após dissiparem-se os temores mais agudos relacionados à guerra no Iraque e à SARS, instituições multilaterais, jornalistas e analistas de mercado mesclavam suas previsões de alguma melhora no crescimento, durante o segundo semestre, com alertas relativos aos riscos decorrentes dos desequilíbrios estruturais, como o endividamento das famílias e o agravamento do déficit corrente norte-americano.

Do ponto de vista das opiniões prevalecentes nos mercados financeiros, o cenário era distinto. Desde o segundo trimestre, o aumento dos juros longos sinaliza a expectativa de uma recuperação mais robusta (que permitiria descartar progressivamente as políticas monetárias frouxas adotadas nos países desenvolvidos), enquanto prosseguem a valorização das ações e a queda nos *spreads* para *bonds* privados e títulos de mercados emergentes, refletindo o aumento do apetite pelo risco (ver SEÇÃO II, Gráfico 1).

Durante o trimestre corrente, o noticiário relativo à economia internacional tem registrado

¹ Com os agradecimentos a Diego Martínez e Fábio Salim, bolsistas de iniciação científica do PIBIC-CNPq.

uma profusão de notícias favoráveis. A intensidade do crescimento norte-americano surpreendeu os mais otimistas. No terceiro trimestre, pela primeira vez desde o início da recuperação em novembro de 2001, a expansão da demanda permitiu um crescimento significativo do emprego não-agrícola. As demais boas novas vieram do oriente. A China retomou seu ritmo frenético, o impacto da SARS foi superado e... até mesmo o Japão produziu estatísticas mais alvissareiras. As previsões de um 2004 melhor para a América Latina e para a Europa continental completam o cenário de uma recuperação mais generalizada da economia global. Talvez, desta vez, os mercados tivessem razão... Mas o possível acerto não anula os riscos de que os desequilíbrios estruturais, acima mencionados, ainda venham a emergir de forma abrupta no cenário econômico.

O primeiro item deste texto começa por destacar algumas características do processo de crescimento da economia global após 2000, passando depois à análise do quadro recente. O item seguinte, em clima menos festivo, relembra os riscos antigos à sustentação do crescimento e chama a atenção para os novos, em parte derivados dos próprios sentimentos ambivalentes dos mercados em relação à retomada do crescimento.

1 A liderança do crescimento: Ásia emergente e Estados Unidos

Uma rápida consulta ao *site* do FMI permite constatar que, durante os anos de 2001 e 2002, o PIB (medido pela paridade de poder de compra) de um pequeno número de países respondeu por aproximadamente 60% do crescimento do PIB global. Os países são Estados Unidos, China, Japão, Alemanha, Índia, França, Reino Unido e Itália. No agregado, o resultado não é muito surpreendente: pelo mesmo critério de paridade de poder de compra, em 2000 eram estas as oito maiores economias do globo, em ordem decrescente.

Os dados individuais são mais interessantes. Em vários casos, a disparidade entre o tamanho relativo da economia em 2000 e sua participação no crescimento de 2001 e 2002 é marcante. A China, que gerava 11,5% do PIB global em 2000, respondeu por nada menos do que 26,1% do crescimento daquele em 2001 e 2002. A segunda maior diferença – desta vez negativa – é aquela entre a participação da economia norte-americana no PIB global, de 21,6%, em 2000, e no crescimento recente, de apenas 15,4%. A diferença negativa é também importante no caso do Japão, cuja economia, embora representasse 7,5% do PIB global, gerou apenas 2,4% do crescimento de 2001 e 2002. Diferenças negativas, mas menos importantes, observam-se também nos casos de Alemanha, França, Itália e Reino Unido. A Índia é o outro país cujo crescimento na margem (7,0% do crescimento global) superou seu peso no PIB global, de 4,6% em 2000.

Em uma palavra, nesses dois anos de baixo crescimento econômico, compreendendo a breve recessão norte-americana e parte da lenta recuperação subsequente, persistiram algumas das tendências que têm marcado a redistribuição do poder econômico global nas últimas duas décadas. Continua, por um lado, o fortalecimento do continente asiático como principal pólo dinâmico, em detrimento da União Européia e do Japão. Por outro lado, como se mostrou no boletim anterior, nos dois últimos ciclos de crescimento global, a economia norte-americana funcionou como uma espécie de âncora, crescendo a uma taxa próxima da média mundial e portanto mantendo seu peso relativo. Os dados recentes, a discutir abaixo, sugerem que esse papel logo será reassumido.

O dinamismo da economia chinesa tem exercido enorme impacto sobre o comércio internacional; sua participação no comércio internacional passou de 2,7%, em 1995, para 4,7%, em 2002. Como ressaltam economistas do Morgan Stanley, é esta a primeira vez, no pós-guerra, em

que a recuperação dos fluxos comerciais,² após uma recessão, é determinada não por alterações na política econômica na OECD, mas pela aceleração no comércio asiático.³ E aqui, obviamente, a China desempenha um papel central. A elevação no valor das *commodities*, por exemplo, tem sido em parte creditada às importações chinesas, que, na América Latina, têm beneficiado em particular Brasil, Argentina e Chile (ver SEÇÃO II, Gráfico 7).⁴ Estima-se que o consumo de metais pela China tenha passado de 7-8% do total mundial, no início dos anos 90, para uns 20% hoje em dia.⁵ A China, que tende a ultrapassar o Japão como primeiro destino das exportações de minério de ferro, é já o terceiro consumidor de petróleo, atrás de Estados Unidos e Japão.⁶

É crescente, por outro lado, o papel da China como destino das exportações asiáticas (parte das quais é processada e re-exportada posteriormente). Segundo Stephen Roach, nos primeiros oito meses deste ano, a China absorveu parte substancial do aumento das exportações de vários países asiáticos: 73% no caso japonês, 99%

² A OECD prevê que o crescimento do comércio internacional, de apenas 3,4% em 2002, atinja 4,0% em 2003 e uma média próxima 8,5% nos dois anos subsequentes. (OECD. *OECD Economic Outlook* 74. Preliminary edition. Nov. 2003. p. 23).

³ Segundo o *Economist*, a Ásia é atualmente o destino de 48% das exportações japonesas, contra 24% para os Estados Unidos. As exportações japonesas para a “Grande China” (que inclui Hong Kong e Taiwan) já superariam aquelas para os Estados Unidos. Ainda conforme a revista, tanto Coreia do Sul quanto Taiwan exportam mais para a China do que para os Estados Unidos. (Cf. Learning to love a growing China. *The Economist*, Nov. 27, 2003; The world economy – boom or gloom? *The Economist*, Nov. 20, 2003; China’s economy – steaming. *The Economist*, Nov. 13, 2003).

⁴ Cf. Wolf, M. Wide-awake China. *Financial Times*, Nov. 11, (2003). Algumas considerações sobre a demanda chinesa por *commodities* podem ser encontradas em Yardeni, E. China for investors: the growth imperative. *Topical Study* 62. Prudential Financial. 2003.

⁵ Cf. *The Economist Global Agenda*. Testing their metal, Sept. 16, 2003. A desvalorização do dólar e a especulação capitaneada por *hedge funds* também têm sido responsabilizadas pela valorização das *commodities*. Segundo a coluna *Buttonwood*, acima citada, o “aumento dos preços em dólar reflete, entre outras coisas, uma tentativa de reaver parte do custo crescente de vender naquela moeda”.

⁶ Cf. On a roll. *The Economist*, Jun. 27, 2003.

no de Taiwan, 40% no sul-coreano.⁷ Dados do *Hong Kong Trade Development Council* mostram que, entre janeiro e setembro deste ano, as importações chinesas, medidas em bilhões de dólares, aumentaram 40,5%.⁸

As exportações, por seu turno, aumentaram 32,3%, no mesmo período. A notícia de um superávit comercial recorde com os Estados Unidos (US\$ 41,3 bilhões em setembro) ganhou recentemente as manchetes, juntamente com as iniciativas protecionistas do executivo e do legislativo norte-americanos. Em que pese o superávit no comércio com os Estados Unidos, a contração do superávit comercial chinês – de US\$ 9,1 bilhões entre janeiro e setembro deste ano, contra US\$ 30,4 bilhões em 2002 inteiro – é notável.

Estima-se que a economia chinesa, que havia sofrido um recuo de 3,5% no segundo trimestre deste ano (variação anualizada e dessazonalizada sobre trimestre anterior), tenha crescido 17,6% no terceiro trimestre. A expectativa do JP Morgan é de um crescimento anual de 8,3%. Dados citados no *Economist* dão conta de um aumento até outubro de 17% na produção industrial e de 32% no investimento.⁹ A braços com a notória precariedade das estatísticas chinesas, os analistas discutem os possíveis efeitos das medidas adotadas pelo governo no sentido de moderar o ritmo de crescimento. Ao que parece, predomina atualmente a opinião de que essas medidas – centradas antes na contenção administrativa do crédito do que na elevação dos juros – não têm por objetivo nem correm o risco de suscitar uma queda significativa do crescimento chinês em 2004.

Já no caso da economia norte-americana, tudo indica uma tendência oposta, no sentido da

aceleração do crescimento. Os dados preliminares para o terceiro trimestre, divulgados no fim de outubro, já haviam surpreendido os analistas, registrando um crescimento (contra o trimestre anterior, anualizado e dessazonalizado) de 7,2%, quando se esperava algo em torno dos 6%. A primeira revisão dos dados, divulgada em 25 de novembro, acrescentou mais um ponto percentual ao crescimento.¹⁰ A taxa “chinesa” de 8,2% é a mais elevada registrada pela economia norte-americana desde o primeiro trimestre de 1984.

Os Gráficos 1 e 2 ilustram o comportamento de alguns itens selecionados da demanda final. O [Gráfico 1](#) apresenta as taxas de variação trimestral (também dessazonalizadas e anualizadas) para cada um desses itens. No segundo, mostra-se qual a participação de cada um deles na composição do crescimento do PIB. Como se pode observar, uma característica comum aos dois últimos trimestres é o comportamento favorável de todos os grandes itens de demanda interna. O item de comportamento mais dinâmico foi o consumo de duráveis, que cresceu 26,5%, acumulados sobre os 24,3% do trimestre anterior.¹¹ O [Gráfico 2](#) deixa claro que, mais uma vez, coube a esse item realizar a principal contribuição ao crescimento do PIB. No trimestre anterior, porém, o consumo de duráveis fora responsável por 54% desse crescimento; no terceiro trimestre, as contribuições dos vários itens foram mais uniformes, e o consumo de duráveis gerou apenas 25% do crescimento. Outros 19% se deveram ao consumo de não-duráveis, que se expandiu a uma taxa de 7,6% no trimestre; o dispêndio em alimentos, vestuário e calçados respondeu por boa parte desse crescimento.

O investimento residencial, por seu turno, aumentou pelo sétimo semestre seguido, confirmando seu papel como um dos mais

7 Cf. Roach, S. Asia musings. The Global Economic Forum, Nov. 14, 2003. <www.morganstanley.com/GEFdata/digest/latdigest.html>.

8 Cf. *Market profile on Chinese mainland* <www.tdctrade.com/main/china.html>.

9 Cf. Steaming. *The Economist*, Nov. 13, 2003.

10 Cf. Bureau of Economic Analysis. *BEA News*, Nov. 25, 2003 <www.bea.gov>.

11 No terceiro trimestre, a demanda por “veículos motorizados e partes” cresceu... 38%. O mês de outubro forneceu porém indícios fortes de uma desaceleração no segmento. Cf. Slower car Sales weigh on US economy. *Financial Times*, Nov. 14, 2003.

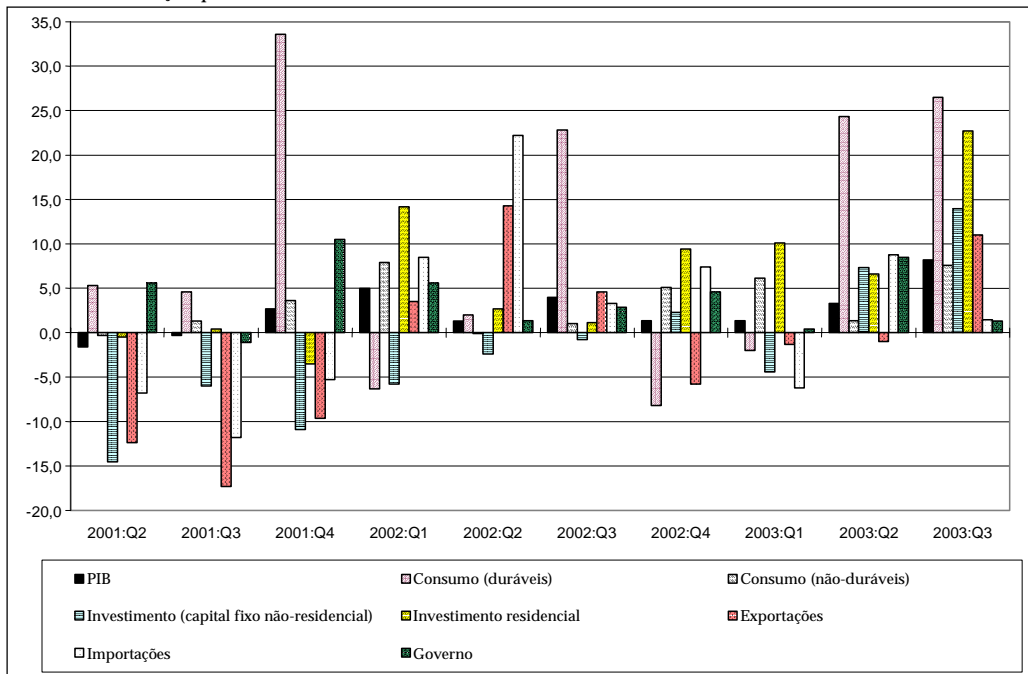
importantes sustentáculos da economia norte-americana após a recessão de 2001; de fato, emplacou seu recorde no período, crescendo

22,7% e respondendo por 12% do crescimento do PIB.

Gráfico 1

PIB dos Estados Unidos

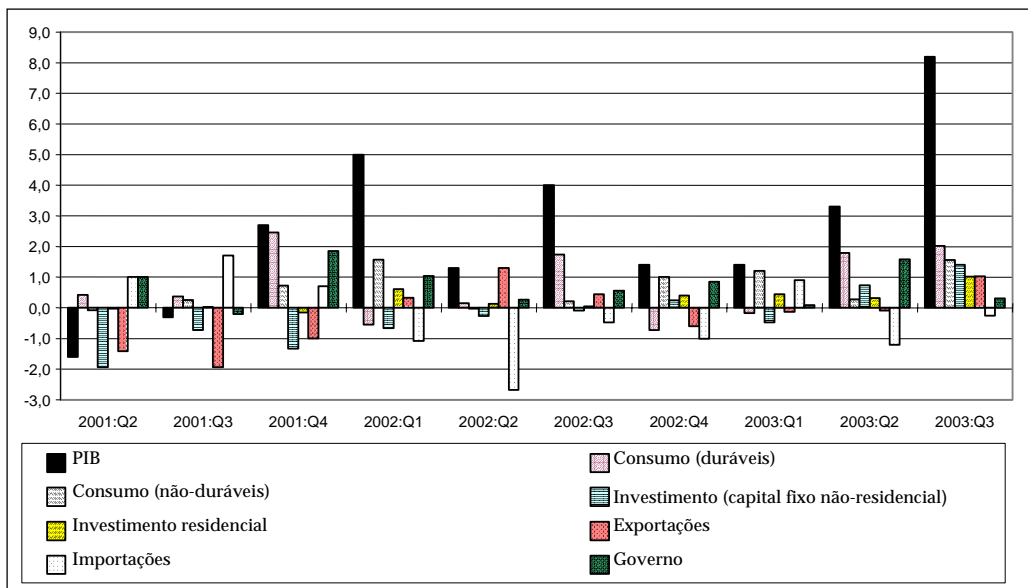
Variação percentual anualizada e dessazonalizada contra trimestre anterior, itens selecionados



Fonte: BEA (Elaboração própria).

Gráfico 2

Estados Unidos: contribuição de itens selecionados à variação do PIB
(anualizada e dessazonalizada contra trimestre anterior, %)



Fonte: BEA (Elaboração própria).

Não houvesse outras fontes significativas de expansão, a performance da economia norte-americana teria suscitado, em vários analistas, as mesmas inquietações tantas vezes reiteradas quanto à sustentabilidade da recuperação. Após a última recessão, o FED inflou as bolhas gêmeas do investimento imobiliário e do consumo de duráveis. Temia-se que o processo esgotasse seu fôlego – por exemplo, devido a uma contração da bolha imobiliária ou a uma retração no comportamento dos consumidores – antes que outros itens de demanda agregada pudessem assumir a liderança do processo.

Ainda é cedo para descartar tais temores.¹² Entretanto, o comportamento do investimento privado não-residencial em capital fixo, nos dois últimos trimestres torna respeitável a hipótese de que o crescimento norte-americano tenha passado a depender um pouco menos da sustentação da confiança do consumidor (a qual, de resto, manteve-se inabalável mesmo frente à incapacidade de gerar empregos que a economia mostrava até recentemente).

No segundo trimestre, o investimento privado não-residencial em capital fixo crescera 7,3%, após uma contração de -4,4% nos três primeiros meses do ano. No terceiro trimestre, o aumento foi de polpudos 14,0% (17% do crescimento do PIB no período). A vedete é ainda o investimento em equipamento de processamento de informação e *softwares*, que logrou uma variação anualizada de 22,6%.¹³ O

¹² No mês de outubro, a taxa anualizada e dessazonalizada de crescimento do crédito ao consumidor aumentou em apenas 0,6%, uma queda substancial frente às taxas de 6,0% em agosto e 10,4% em setembro (FED. *Federal Reserve Statistical Release*, G.19. Dec. 5, 2003.

¹³ O *Economist* lembra que o aumento do investimento em computadores é fortemente afetado pela variação de seus preços. “Se um computador tem agora o dobro da capacidade de um que custava o mesmo um ano atrás, seu preço é computado como tendo caído 50%. Essa computação ‘hedônica’ dos preços, que poucos países europeus utilizam, tem ajudado a inflar a medida do aumento real do investimento em tecnologia da informação nos Estados Unidos neste ano. O investimento das empresas em computadores cresceu 54% em termos reais desde 2000. Em dólares, caiu 8%” (The world economy – altogether now... *The Economist*, Nov. 20, 2003.

comportamento do investimento em equipamento industrial foi mais uma vez discreto, crescendo apenas 4%.

As exportações norte-americanas também se comportaram favoravelmente, com um aumento de 11% que reflete, em alguma medida, a desvalorização efetiva do dólar. O gasto governamental, por fim, não deixou de contribuir para o crescimento da demanda, embora não tão intensamente quanto no segundo trimestre.

A revisão para cima do crescimento do PIB se deveu em parte aos novos números relativos ao investimento em estoques. Os dados preliminares apontavam para um forte desinvestimento, muito superior ao do segundo trimestre e comum a todos os setores. Na revisão, constatou-se que, embora o setor manufatureiro de fato tenha reduzido ainda mais velozmente seus níveis de estoques, o comércio varejista aumentou seu investimento em estoques em relação àquele verificado no trimestre anterior.

O dinamismo da demanda interna acabou por repercutir também sobre o grau de utilização da capacidade na indústria manufatureira. O aumento da utilização, discreto para o total da indústria (passou de 74,1% para 74,7% entre o segundo e o terceiro trimestres), foi significativo para alguns setores, como na produção de automóveis e partes (de 77,9% para 80,7%) e no grupo selecionado de indústrias de alta tecnologia (de 62,0% para 64,5%).¹⁴ Convém destacar que, no caso dos equipamentos de comunicação, a utilização da capacidade caiu de 50,9% para 50,2%.

Outros indicadores sugerem também uma recuperação mais sustentada da economia. Os lucros domésticos das empresas não-financeiras engordaram em US\$ 83,8 bilhões, bem acima dos US\$ 70,8 bilhões registrados no trimestre anterior. Segundo o BEA, aumentaram também os lucros

¹⁴ Cf. FED. *Federal Reserve Statistical Release*, G.17 (49). Nov. 14, 2003.

unitários, refletindo o aumento dos preços dos produtos e a queda dos custos unitários das empresas.

Dados do *Bureau of Labor Statistics* (BLS) registram um crescimento (contra o trimestre anterior, dessazonalizado e anualizado) da produtividade no setor não-agrícola de 9,4% no terceiro trimestre; o BLS destaca o crescimento das horas trabalhadas, pela segunda vez desde o início da queda no segundo trimestre de 2000. Porém, no caso da indústria (onde o aumento da produtividade foi de 9,0%), o total de horas trabalhadas sofreu uma queda de 5,0% – a décima-terceira queda trimestral consecutiva.¹⁵

Os dois últimos episódios de recuperação da economia norte-americana – o de 1991 e o atual – foram marcados por demoras inusitadas para a retomada do crescimento do emprego. Por essa razão, como pela importância do consumo e do investimento residencial na sustentação do crescimento desde 2001, as cifras relativas ao emprego vinham sendo acompanhadas com ansiedade e, em geral, frustração. O quadro alterou-se com o boletim do BLS divulgado no início de novembro, contendo os números de outubro e a revisão dos números de agosto e setembro. O emprego não-agrícola, que até então insistia em cair, voltou a crescer, com o acréscimo (dessazonalizado) de 35.000 novos postos em agosto, 125.000 em setembro e 126.000 em outubro.¹⁶ Os dados preliminares para novembro,¹⁷ porém, voltaram a suscitar inquietação, dado que o crescimento do emprego não-agrícola despencou para 57.000 postos. O emprego na indústria de transformação, porém, persistiu em sua longa queda.

¹⁵ Cf. Bureau of Labor Statistics. *BLS News*. Productivity and costs, third quarter 2003, revised. Dec. 3, 2003.

¹⁶ A taxa de desemprego, com os novos números, moveu-se de 6,2%, em julho, para 5,9%, em novembro. São necessários 125.000 (segundo o *Economist*) ou 170.000 (segundo Jared Bernstein, do *Economic Policy Institute*) novos postos mensais para evitar o aumento da taxa de desemprego.

¹⁷ Cf. Bureau of Labor Statistics. *BLS News*. The employment situation: November 2003. Dec. 3, 2003.

Mas o terceiro trimestre foi pródigo em notícias favoráveis provindas de outros cantos do mundo. Talvez a principal diga respeito ao Japão, onde o crescimento – lento, mas positivo nos seis trimestres anteriores – também superou as expectativas, alcançando a marca (como sempre, contra o trimestre anterior, dessazonalizada e anualizada) de 2,2%.¹⁸ Tanto o investimento privado quanto as exportações aumentaram quase 12%; a demanda doméstica cresceu somente 1,6% (com o consumo expandindo-se minguados 0,2%), mostrando a importância do comércio exterior. O crescimento chinês e a desvalorização do iene contra o euro – fruto do esforço do governo no sentido de conter a tendência à valorização da moeda¹⁹ – foram lembrados para explicar o comportamento das exportações. Causou excitação, também, a notícia do primeiro aumento no núcleo do índice de preços ao consumidor (0,1% em outubro) desde abril de 1998.²⁰ O Banco do Japão, por seu turno, ao mesmo tempo em que persiste em sua política de ampliação das reservas bancárias, procura assegurar os mercados de que a política monetária frouxa não será revertida enquanto não houver sinais consistentes de uma inflação positiva.

Ainda na Ásia, o crescimento do terceiro trimestre deverá alcançar números expressivos (em alguns casos refletindo a recuperação frente ao abalo no primeiro semestre decorrente da SARS): 28% em Hong Kong, 24% em Taiwan, 17% em Singapura, algo próximo a 7% na Índia e na Malásia e a 5% na Coreia (cuja economia vem de dois trimestres seguidos com contração da atividade).²¹ Para ficar nos emergentes, destacam-

¹⁸ Porém, muitos analistas acreditam que o cálculo do deflator do PIB gere, no Japão, uma superestimativa do crescimento do PIB real de até 1% anual.

¹⁹ O governo japonês tem se esforçado para conter a valorização do iene, tendo despendido US\$ 147 bilhões para isso nos primeiros 10 meses do ano (Forbes.com. *More good Japan data, overshadowed by geopolitics*. Nov. 20, 2003).

²⁰ Parte importante da explicação, porém, parece residir em fatores circunstanciais, que vão de uma colheita fraca de arroz a aumentos de alguns impostos (Japan's deflation may be nearing end. *Financial Times*, Nov. 28, 2003).

²¹ Ver, por exemplo, The world economy – altogether now... *The Economist*, Nov. 20, 2003.

se ainda as taxas de crescimento esperadas para Argentina (13%) e Rússia (8%).

Na Europa, o crescimento britânico (3%) suscitou já uma primeira puxada nas taxas de juros pelo Banco da Inglaterra. Na eurolândia, França, Alemanha e Itália apresentaram variações que, embora baixas (entre 1% e 2%), pelo menos são positivas, revertendo o quadro de contração que caracterizara a todas nos últimos dois ou três trimestres.

Mensalmente, o *Economist* calcula a média das previsões, elaboradas por um selecionado conjunto de instituições,²² para 15 países desenvolvidos. Em dezembro, o “mercado”, tal como representado por esse grupo, espera para 2004 crescimento em todos os 15 países, e crescimento mais acelerado em 14 deles; só no Japão o crescimento seria um pouco inferior ao deste ano.

Parece haver, de fato, uma recuperação global, “em vias de consolidação (*‘firming’*) mas desigual”, segundo a edição preliminar do *Economic Outlook* de novembro, da OECD. Mas a desigualdade – por exemplo, entre o *timing* e a intensidade da retomada norte-americana, quando confrontada àquela dos demais países desenvolvidos – é apenas um dos problemas no caminho de um novo *boom* expansivo.

2 O espectro do crescimento assola os mercados

Não é prudente subestimar a autonomia na definição das políticas econômicas por parte de um governo como o norte-americano. Durante a presidência Bush, enquanto Greenspan prosseguiu no corte dos juros, o executivo fez aprovar três pacotes de redução de impostos, sem deixar de promover, ao mesmo tempo, um aumento significativo do dispêndio federal.²³ O superávit fiscal de 2,4% do PIB, no final da gestão Clinton, converteu-se num déficit de 3,5% no

último ano fiscal,²⁴ com a previsão oficial para o próximo já na casa dos 4,3%. Frente à morosidade da recuperação econômica e à inelutável aproximação do ano eleitoral, o governo resolveu também abandonar a política do dólar forte, o que se evidenciou pelas declarações nem sempre cristalinas do secretário do Tesouro, pelas pressões abertas sobre o governo chinês²⁵ e, finalmente, por meio da obscura declaração emitida pelo G-7 em setembro, por ocasião do encontro em Dubai.²⁶

Recorrendo ao vocabulário enxadrístico, Stephen Roach²⁷ afirma que o governo norte-americano repete agora o mesmo gambito empregado no início dos anos 90. Na vida política e econômica, como no xadrez, o sacrifício deliberado de uma peça pode ser compensado por enormes ganhos estratégicos. Os anos de 1991 e de 2001 marcaram o final das duas últimas recessões na economia norte-americana e o início de duas fases de recuperação excepcionalmente lenta, particularmente no que tange ao emprego. Nos dois casos, nos anos subsequentes, as *policy rates* reais foram levadas a níveis próximos a zero ou negativos; o déficit fiscal sofreu aumento considerável.

O gambito dos anos 90 favoreceu o longo *boom* da economia norte-americana. Nas atuais circunstâncias, segundo Roach, a estratégia envolve riscos consideravelmente maiores. Por volta de 1993 (quando, como possivelmente no ano corrente, o ritmo e o padrão do crescimento

²⁴ O *Congressional Budget Office* estima que, na elevação do déficit, pesaram mais as novas iniciativas de dispêndio do que os cortes de impostos, e que aproximadamente metade da deterioração nas contas públicas norte-americanas desde 2000 provenha da desaceleração econômica.

²⁵ Pressões no sentido da valorização do yuan e da liberalização dos fluxos de capital na China.

²⁶ A declaração tem suscitado interpretações variadas, entre as quais a de que marcaria uma espécie de re-edição do acordo do Plaza, de 1985, o qual propiciou uma desvalorização ordenada do dólar. Não está claro, porém, que no encontro do G-7 tenham sido definidas políticas claras para a relação entre o dólar, o euro e o iene.

²⁷ Cf. Roach, S. Growth at what cost? The Global Economic Forum, Dec. 01, 2003. <www.morganstanley.com/GEFdata/digests/latestdigest.html>.

²² Todas financeiras, à exceção da *Economist Intelligence Unit*.

²³ Cf. America's deficit – a flood of red ink. *The Economist*, Nov. 6, 2003.

pareciam finalmente caminhar para a normalidade), o déficit fiscal definia uma trajetória rumo ao equilíbrio, que acabaria por gerar um superávit nos últimos meses de 1998. A economia não vinha de um processo de crescimento construído sobre uma inédita expansão do endividamento do setor privado (o qual, de resto, não deixou de aumentar após a recessão de 2001). E, por fim, em 2003, o déficit corrente, da ordem de 1% do PIB, estava muito aquém do nível atual (e tendendo a aumentar nos próximos anos) de 5%.²⁸

Em meio ao debate sobre a política de “canhões e manteiga” do governo Bush, a imprensa reabilitou, há pouco, a expressão “déficits gêmeos”, que originalmente designava a coincidência de déficit público e déficit corrente nos Estados Unidos. Trata-se, nos dias de hoje, de um eufemismo. Os déficits norte-americanos são triplos, pois englobam, ainda, o déficit do setor privado. E, como se sabe, déficits sustentados geram acúmulo de dívida: privada e pública, interna e externa.

Comparados ao PIB norte-americano, os números não são muito assustadores. A dívida pública está em 37% do PIB. O passivo externo líquido, em fins do ano passado, era de 25% do PIB. Mais significativa é a dívida das famílias, por volta de 80% do PIB em meados deste ano. Porém, o tamanho desses estoques e a velocidade com que se expandem significam que alterações nas disposições dos agentes que financiam a economia norte-americana podem exercer impactos significativos sobre variáveis como taxas de juros e de câmbio.

Até aqui, o movimento de ambas, de fato, tem sido relativamente ordenado. Desde o primeiro trimestre de 2002 o dólar engatou numa

trajetória de desvalorização (ver o [Gráfico 3](#)). Em relação ao euro, a perda foi da ordem de 29%; em relação ao iene, da ordem de 20%. Em relação à cesta “ampla” de moedas, a desvalorização (real) do dólar foi bem menor (por volta de 12%).

Boa parte dos analistas espera (e acredita ser necessária) uma desvalorização ainda maior da moeda. Parte da preocupação reside na hipótese de que, mais uma vez, a economia norte-americana retome (e sustente) um crescimento mais acelerado do que o dos demais países desenvolvidos. A implicação disso seria o aumento da relação entre déficit corrente e PIB.²⁹ Mesmo tendo em conta a posição peculiar dos Estados Unidos na economia global, o fato é que o limiar de 5% de déficit corrente em relação ao PIB é visto como uma espécie de indicador prático de problemas no front externo.³⁰ As estimativas da desvalorização efetiva adicional que seria necessária para reduzir o déficit corrente para um valor mais confortável, em torno dos 3% do PIB, distribuem-se num largo espectro, entre 15% e 50%.³¹

Porém, garantir a obtenção de um tal resultado por meio de um processo controlado pode estar acima até mesmo das forças de um governo como o norte-americano. E isso ainda que este possa contar, até certo ponto, com o suporte dos bancos centrais dos vários países (em geral asiáticos) que, por conta de sua estratégia de inserção internacional, têm estado dispostos a acumular enormes reservas em ativos denominados em dólares.³²

²⁸ O leitor interessado na comparação entre os dois últimos ciclos expansivos na economia norte-americana pode consultar os vários trabalhos de Wynne Goddley citados em *Política Econômica em Foco*, n. 1. Para um “instantâneo”, basta passar os olhos pelo Gráfico 9, na página 15, construído com base nas séries e na metodologia empregadas por Godley.

²⁹ Cf. The not-so-mighty dollar. *The Economist*, Dec. 4, 2003.

³⁰ Ver The price of profligacy. *The Economist*, Sept. 18, 2003.

³¹ Cf. Shrink-proof. *The Economist*, Sept. 18, 2003.

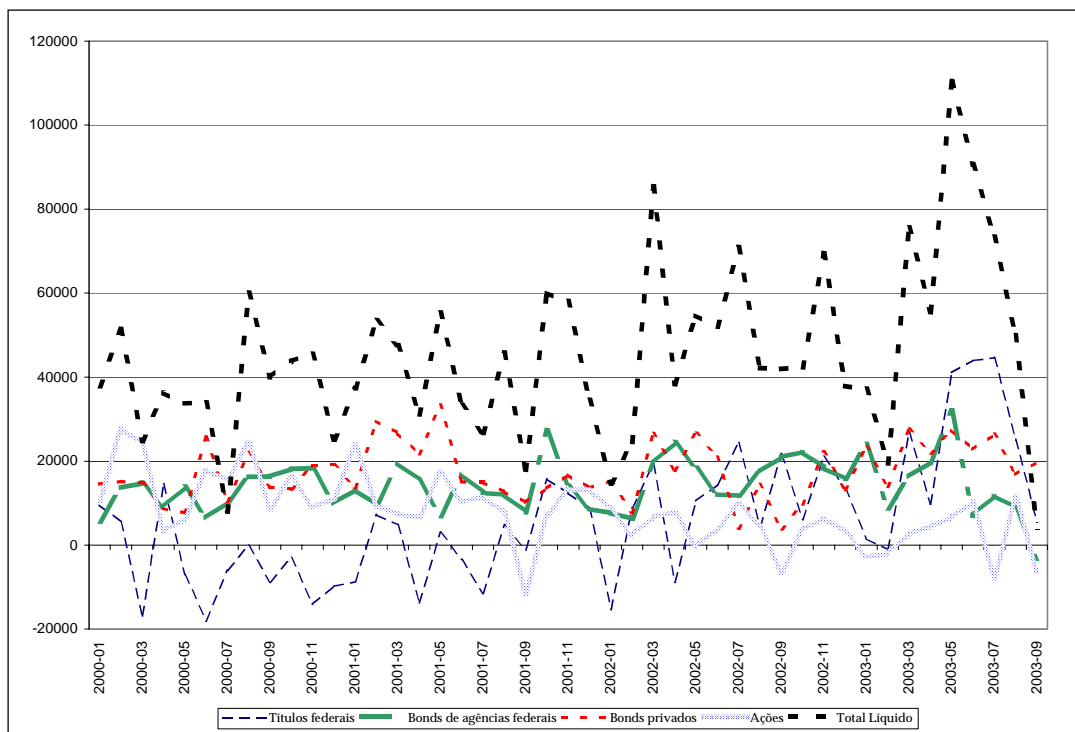
³² Ver, a respeito, o artigo de Dooley, M., Folkerts-Landau, D., Garber, P. An essay on the revived Bretton Woods system. *NBER Working Paper* 9971, 2003, bem como os comentários a ele por Belluzzo e Carneiro, na seção anterior.

Gráfico 3
Taxas de câmbio: euros e ienes por dólar



Fonte: Oanda (Elaboração própria).

Gráfico 4
Estados Unidos: investimento de portfólio (total e itens selecionados)

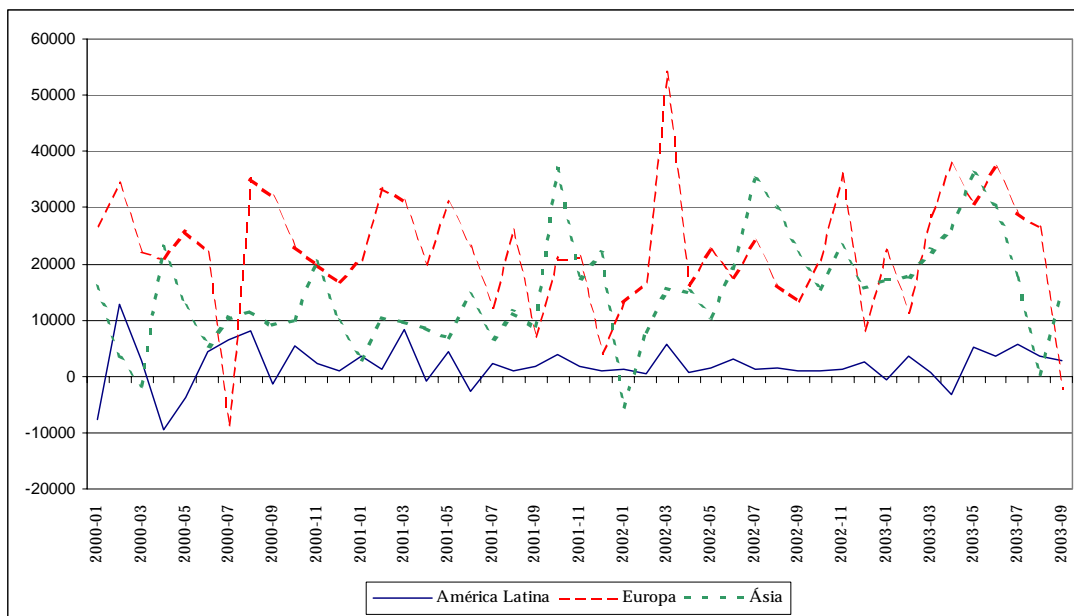


Fonte: Department of the Treasury.

Nesse sentido, os últimos dados relativos ao investimento de portfólio nos Estados Unidos³³ surpreenderam e preocuparam os analistas. Em setembro, o investimento de portfólio caiu a seu mais baixo nível desde a crise do *Long Term Capital Management*, em outubro de 1998. O influxo líquido tombou de US\$ 62,4 bilhões em agosto para US\$ 4,3 bilhões em setembro. O [Gráfico 4](#) mostra que a queda atingiu vários tipos de instrumento, inclusive os *treasuries* e os *bonds* emitidos pelas agências federais que operam como intermediários no segmento imobiliário (Freddie Mac & Fannie Mae).

Para alguns, tratou-se de um resultado isolado, refletindo a reação dos mercados privados ao comunicado de setembro do G-7 e a acomodação natural ao forte aumento do investimento de portfólio que ocorreu, no primeiro semestre, após a dissipação dos maiores temores quanto aos resultados da guerra no Iraque. A hipótese é razoável, tendo em vista que a trajetória de queda do dólar, de outubro até aqui, não chegou a ser dramática. Seja como for, não deixa de ser interessante observar, no [Gráfico 5](#), que não foi só o investimento de portfólio realizado a partir da Europa que caiu.³⁴

Gráfico 5
Estados Unidos: investimento de portfólio por região de origem



Fonte: Department of the Treasury.

³³ Department of the Treasury <www.ustreas.gov/tic/index.html>.

³⁴ Os dados registram o local onde a transação é feita, mas não o local de residência dos agentes envolvidos. Transações realizadas por (por exemplo) chineses em Luxemburgo serão registradas no bloco europeu. Sobre a metodologia desses dados, ver Grier, W. L., Lee, G. A. & Warnock, F. E. The U.S. system for measuring cross-border investment in securities: a primer with a discussion of recent developments. *Federal Reserve Bulletin*, Oct. 2001.

A persistência dos déficits, assim como as perspectivas de desvalorização do dólar são fatores que, tomados isoladamente, jogam no sentido de uma elevação das taxas de juros de longo prazo. Dá-se o mesmo no caso das expectativas de uma aceleração da inflação, que têm sido fomentadas pela valorização das *commodities* e pelas notícias de retomada do crescimento.³⁵ Até aqui, o impacto recaiu principalmente sobre os títulos do governo federal. O aumento do apetite pelo risco, durante este ano, tem levado à valorização dos *bonds* corporativos e dos títulos dos países emergentes, e a *spreads* anormalmente reduzidos. Mas os fundamentos sobre os quais repousam os preços desses *bonds*, como também de ações³⁶ e imóveis, não parecem particularmente sólidos.

Não se pode descartar a possibilidade de que um crescimento inesperado dos preços (entre outros muitos possíveis eventos) venha a suscitar

overshooting dos juros e aumento da aversão ao risco, afetando com isso um espectro mais amplo de ativos e instrumentos financeiros. Segundo a OECD (2003, p. 25),

“se as taxas de juros viessem a subir mais rapidamente do que o explicitamente assumido na projeção central, o gasto das famílias poderia perder momento de forma bastante abrupta (...) o consumo tem sido amparado, com certo *lag*, pela recuperação dos mercados acionários. Se ocorresse um enfraquecimento dos preços, o consumo seria afetado adversamente”.

Um feliz 2004 para a economia global? – Talvez sim, na esteira do ciclo político norte-americano e, é claro, desde que as várias bolhas de ativos sobrevivam a si próprias e de que eventos adversos de ordem política ou militar não venham a marcar o calendário. Não parece razoável, nessas condições, apostar as fichas na possibilidade de que estejamos realmente às portas de um novo *boom* econômico sustentado.

³⁵ O virtual sucateamento, na União Européia, do pacto de estabilidade, bem como a existência de pressões no sentido de redefinir mandato e autonomia do Banco Central Europeu têm sido vistos, em documentos de instituições financeiras, como possíveis indícios de um (preocupante) recuo a posturas mais tolerantes em relação aos processos inflacionários.

³⁶ Segundo o Citigroup, a relação p/l para o S&P500, de mais de 19, é aproximadamente 25% superior à média histórica. No caso do setor intensivo em tecnologia, o p/l está em torno de 33, muito acima de seu nível pré-bolha de 18.