

SEÇÃO I – ECONOMIA INTERNACIONAL

Fazem parte desta seção:

**Fuga para a frente,
rumo à fronteira final?**
Antonio Carlos Macedo e Silva
p. 18-37

**Fim de festa? Os países emergentes
e a economia global**
André Martins Biancareli
p. 38-56

SEÇÃO I – ECONOMIA INTERNACIONAL

Fuga para a frente, rumo à fronteira final?

Antonio Carlos Macedo e Silva¹

Introdução

São quatro meses de 2005 e tudo vai bem? Segundo o FMI e o Banco Mundial, a resposta é sim... mas até certo ponto. As previsões (e os desejos) de um crescimento menor do que no ano passado devem cumprir-se. A composição desse crescimento, porém, deverá divergir em alguns graus daquilo que se esperava alguns meses atrás. A frustração, mais uma vez, será debitada na conta das economias européias e japonesa. Já os Estados Unidos e o mundo em desenvolvimento como um todo – com destaque, mais uma vez para a China – deverão crescer mais do que se imaginava.

As instituições multilaterais não se furtaram, em seus últimos relatórios, a manifestar suas preocupações em relação a esse quadro. Sim, o cenário básico para 2005 é ainda de um crescimento bastante elevado. O que preocupa é a perspectiva de que a economia global receba mais uma dose do mesmo padrão desequilibrado dos últimos anos, movido (na síntese habitualmente expressa por Stephen Roach) pelo consumo norte-americano e pelo investimento chinês, ambos estimulados pela farta liquidez gerada pelo FED e repercutida por parte importante dos demais bancos centrais. Mais desequilíbrio pode ensejar – num futuro indeterminado, que pode tardar a vir ou despencar sobre nós a qualquer momento – processos de ajustamento tanto mais dolorosos, particularmente para aqueles países emergentes mais frágeis do ponto de vista das contas externas.

Este texto, em seu primeiro item, repassa dados relativos a 2004 e faz um apanhado das expectativas e dos indícios já existentes em relação à performance de 2005, para a economia global e particularmente para os países desenvolvidos. O segundo item concentra-se na situação corrente da economia norte-americana, enquanto o terceiro retoma, ainda com ênfase nessa economia, o debate sobre os riscos associados ao crescimento baseado na ampliação da dívida das famílias e do passivo externo líquido norte-americano.

1 O cenário global: desaceleração do crescimento

Em setembro passado, no *World Economic Outlook* (WEO), o FMI estimava que o crescimento global em 2004 seria de 5,0% reais, divididos entre países e regiões com rara (mas relativa) equanimidade. A estimativa se sustentava sobre o forte (e generalizado) crescimento global verificado entre fins de 2003 e inícios de 2004, que atingira a casa dos 6% (IMF, 2005a, p. 1). Com o segundo trimestre, viera a tão longamente anunciada reversão da política monetária norte-americana (com um impacto notável mas transitório sobre as taxas longas), juntamente com as notícias de que a maior economia do mundo atravessava um *soft patch* cujas conseqüências era ainda impossível medir. Do outro lado do Atlântico, bem como do Pacífico, porém, as notícias eram auspiciosas: “a recuperação européia finalmente ganhou algum momento” (IMF, 2004, p. 27); no Japão, a “perspectiva continuava sendo a de uma expansão sustentada e de base ampla” (IMF, 2004, p. 30).

Para o ano seguinte, a previsão era de 4,3% para o crescimento global; esperava-se uma desaceleração moderada e, mais uma vez, relativamente bem distribuída entre países e regiões. E mais: a desaceleração era vista como um movimento natural (considerando que, desde

¹ Com os agradecimentos aos bolsistas Silas Thomaz da Silva e Stella Buzatto.

1970, apenas em uns poucos anos o crescimento global resvalara a marca dos 5%) e desejável; a sustentação de um tal ritmo, no contexto vigente de desvalorização do dólar e de elevação acentuada nos preços das *commodities* (e particularmente do petróleo), poderia acentuar o choque de oferta e propiciar a intensificação de pressões inflacionárias até então contidas com certa facilidade.

A análise de conjuntura, quando feita por instituições multilaterais, tem a obrigação de ser sutil e fleugmática. Em regra, após a ponderada e objetiva descrição de um cenário *baseline*, segue-se uma lista enunciando, de forma sucinta, os principais riscos, às vezes distribuídos conforme tenham relevância imediata ou mediata. No relatório de setembro, os riscos de curto prazo eram justamente o petróleo e a inflação. Para além do curto prazo, o texto costurava gestos de boa vontade (como a declaração de que a redução da pobreza “deve permanecer no topo da agenda internacional”) com manifestações sobre temas mais candentes, como a persistência dos desequilíbrios de conta corrente e a necessidade de que “todos os países e regiões” (leia-se, Ásia) venham a “assumir sua parte” (via valorização cambial) no enfrentamento dos desequilíbrios globais (IMF, 2004, p. 10-21). Como veremos, a ênfase nos vários riscos potenciais ao cenário *baseline* do FMI foi em certa medida redistribuída na edição mais recente do WEO.

Em abril deste ano, os números do WEO para a economia global são praticamente os mesmos. Olhando para trás, o FMI estima que o crescimento tenha sido um pouco superior ao previsto em setembro: 5,1%. Já no que toca a 2005, a previsão estacionou em 4,3%.²

Então, tudo como dantes? – Não exatamente. Nem tudo se deu como previsto no ano passado. E as informações colhidas de setembro para cá delineiam um ano de 2005 que apenas superficialmente corresponde às previsões realizadas seis meses atrás.

Vejamos, em primeiro lugar, as diferenças entre previsão e realização em 2004 (ainda que, como se sabe, o passado só esteja “fixado” até a divulgação da mais nova série revista). O FMI previa um crescimento de 3,6% nos países avançados. O número mais recente é de 3,4%. Previa 6,6% nos países em desenvolvimento; colheu 7,2% (maiores detalhes sobre estes no próximo texto). O desvio na primeira casa decimal, no primeiro caso, parece menos desprezível quando confrontado com a diferença mais significativa no segundo.

A pequena queda nos “avançados” tem um nome: Eurolândia e Japão. Na primeira, a diferença, embora pequena – entre os 2,2% previstos e os 2,0% realizados – aponta para um ano de 2005 pouco auspicioso. Como lembra o FMI, a atividade contraiu-se, no quarto trimestre, na Alemanha, na Itália, na Holanda e na Grécia (acelerando-se porém na França e na Espanha). No Japão, o desvio foi grande, e sério: os 4,4% esperados esfumaram-se em meros 2,6%; a revisão da série do PIB explicitou, no final do ano, uma recessão que antes não havia aparecido nos números (ver Tabela 1). Embora tenha sido este o melhor número desde 1996, é obviamente insuficiente para sustentar as esperanças, nutridas durante o ano passado, de que a redenção da economia japonesa estivesse finalmente ao alcance. No plano da produção industrial, a desaceleração pode ser percebida no Gráfico 1.

² Para o Banco Mundial (cujos números para as variações reais do PIB globais são sistematicamente inferiores aos calculados pelo FMI), as taxas de crescimento real estimada e prevista para 2004 e 2005 são, respectivamente, 3,8% e 3,1%. World Bank (2005). *World Development Finance*, Apr.

Tabela 1

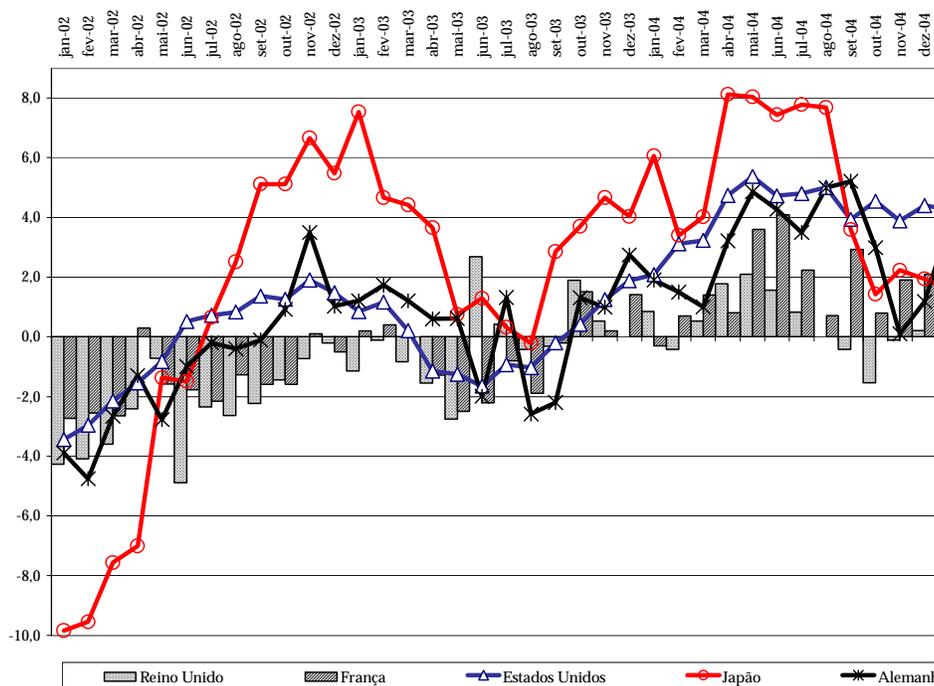
G-7 – Variação trimestral real do PIB, contra o trimestre precedente, com ajustamento sazonal

| | 2002 T4 | 2003 T1 | 2003 T2 | 2003 T3 | 2003 T4 | 2004 T1 | 2004 T2 | 2004 T3 | 2004 T4 | 2005 T1 |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Estados Unidos | 0,2 | 0,5 | 1,0 | 1,8 | 1,0 | 1,1 | 0,8 | 1,0 | 0,9 | 0,8 |
| Japão | 0,3 | -0,4 | 0,7 | 0,4 | 1,4 | 1,5 | -0,3 | -0,3 | 0,1 | |
| Alemanha | 0,0 | -0,4 | -0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,5 | 0,4 | 0,0 | -0,2 | |
| Reino Unido | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 1,0 | 0,9 | 0,7 | 0,9 | 0,6 | 0,7 | 0,6 |
| França | -0,3 | 0,1 | -0,4 | 1,1 | 0,6 | 0,8 | 0,7 | 0,0 | 0,9 | |
| Itália | 0,3 | -0,2 | -0,1 | 0,4 | 0,0 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | -0,4 | -0,5 |
| Canadá | 0,5 | 0,7 | -0,2 | 0,3 | 0,8 | 0,7 | 1,1 | 0,7 | 0,4 | |

Fonte: OCDE, base dos *Main Economic Indicators*, à exceção do dado norte-americano para 2005 T1, proveniente do BEA.

Gráfico 1

G-5: Produção industrial (variação em 12 meses)



Fonte: OCDE. Elaboração própria.

No caso dos países em desenvolvimento, a surpresa favorável deveu-se fundamentalmente ao desempenho da chamada Ásia dinâmica. A expectativa de crescimento era de 7,6%. O número foi de 8,2%. A surpresa positiva no caso latino-americano foi até maior: de 4,6% esperados para 5,7%. Entretanto, enquanto o primeiro grupo responde por algo em torno de 25% do PIB global (com base na paridade do poder de compra), a participação do segundo não chega aos 8%. Descendo ao plano dos países, alguns dos destaques foram China (de 9,0% para 9,5%), Índia (de 6,4% para 7,3%) e Brasil (de 4% para 5,2%). É conveniente ressaltar que, a despeito dessas

surpresas favoráveis, a desaceleração no segundo semestre de 2004 não deixou de afetar os países em desenvolvimento,³ assim como o comércio internacional.⁴

³ Segundo o Banco Mundial, dados de alta frequência sugerem que, também para os países em desenvolvimento, deu-se uma desaceleração no crescimento ainda não revertida. World Bank (2005, p. 35).

⁴ As exportações globais de bens e serviços haviam crescido, segundo a OCDE, a 10,4% (taxas anualizadas) no segundo trimestre de 2004; as taxas despencaram, nos dois últimos trimestres do ano, para 5,3% e 5,2% (OECD, *Main Economic Indicators*, 4/05). O crescimento do comércio internacional da OCDE registrou, para os mesmos trimestres, trajetória semelhante, caindo de 11,3% para 6,4% e 5,0%.

Tabela 2
Variação real do PIB, global, regiões e países selecionados (%)

| | Dados, estimativas e previsões do FMI ⁽¹⁾ | | | | | | | | Poll do <i>Economist</i> ⁽²⁾ | |
|--|--|------|------|------|------|----------------------|----------------------|------|---|------|
| | 1992-2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005a ⁽³⁾ | 2005b ⁽³⁾ | 2006 | 2005 | 2006 |
| Mundo | 3,5 | 2,5 | 3,0 | 4,0 | 5,1 | 4,3 | 4,3 | 4,4 | | |
| Países avançados | 2,9 | 1,2 | 1,6 | 2,0 | 3,4 | 2,9 | 2,6 | 3,0 | | |
| Eurolândia | 2,0 | 1,6 | 0,9 | 0,5 | 2,0 | 2,2 | 1,6 | 2,3 | 1,4 | 1,8 |
| Estados Unidos | 3,7 | 0,8 | 1,9 | 3,0 | 4,4 | 3,5 | 3,6 | 3,6 | 3,5 | 3,2 |
| Japão | 1,2 | 0,2 | -0,3 | 1,4 | 2,6 | 2,3 | 0,8 | 1,9 | 1,1 | 1,8 |
| Alemanha | 1,6 | 0,8 | 0,1 | -0,1 | 1,7 | 1,8 | 0,8 | 1,9 | 0,9 | 1,5 |
| Reino Unido | 2,9 | 2,3 | 1,8 | 2,2 | 3,1 | 2,5 | 2,6 | 2,6 | 2,4 | 2,2 |
| França | 2,0 | 2,1 | 1,1 | 0,5 | 2,3 | 2,3 | 2,0 | 2,2 | 1,9 | 2,0 |
| Itália | 1,6 | 1,8 | 0,4 | 0,3 | 1,2 | 1,9 | 1,2 | 2,0 | 0,8 | 1,4 |
| Canadá | 3,5 | 1,8 | 3,4 | 2,0 | 2,8 | 3,1 | 2,8 | 3,0 | 2,7 | 3,0 |
| Países em desenvolvimento ⁽⁴⁾ | 4,4 | 4,2 | 4,7 | 6,4 | 7,2 | 5,9 | 6,3 | 6,0 | | |

Notas:

(1) Base do *World Economic Outlook*, abril de 2005.

(2) Estimativas publicadas em *The Economist* em 12 de maio 2005.

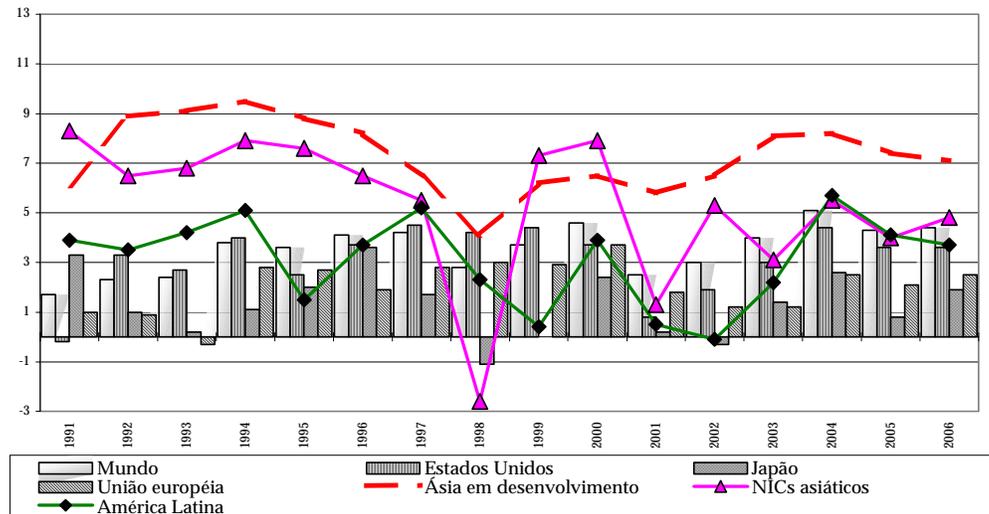
(3) 2005a: previsões do FMI em setembro de 2004; 2005b: previsões atuais.

(4) Corresponde ao grupo “*other emerging market and developing countries*”, que não inclui Hong Kong, Coréia do Sul, Singapura, Taiwan e Israel.

Gráfico 2

Variação real do PIB, global, regiões e países selecionados (%)

O Gráfico 2, também baseado em dados e previsões do FMI, deixa claras as expectativas de crescimento menor em 2005 e modesta aceleração em 2006.⁵ Segundo a instituição, já haveria indícios, neste início de 2005, de que a economia global estaria a re-emergir da desaceleração verificada a partir de meados do ano passado (IMF, 2005a, p. 1). A recuperação, assinala a instituição, “continua a ter o suporte de condições favoráveis do mercado financeiro, com *policy rates* na maior parte dos



Fonte: Base do *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

países ainda próximas de zero em termos reais, embora tenha havido algum aperto recente, com o aumento das taxas de juros de longo prazo norte-americanas e a ampliação dos *spreads* corporativos e relativos aos mercados emergentes” (IMF, 2005, p. 4). De forma geral, porém, as taxas de longo

⁵ Sobre a distribuição desse crescimento – desequilibrado, segundo o próprio FMI – voltaremos a falar mais abaixo.

prazo estariam ainda em nível bem inferior ao de “equilíbrio”.⁶

No cenário “básico” do FMI, o crescimento real do comércio internacional em 2005 será de 7,4%, inferior ao de 2004 (9,9%) , mas ainda significativo.⁷ Quanto à inflação, as expectativas são favoráveis: manutenção da taxa de inflação ao consumidor de 2% nos países avançados e queda da taxa, nos países em desenvolvimento, de 5,7% para 5,5%. E isso a despeito da expectativa de um aumento adicional de 23,2% nos preços em dólares do petróleo (contra 30,7% registrados em 2004).

Um conjunto de fatores tem contribuído, segundo vários analistas, para conter o *pass-through* dos preços do petróleo e de outras *commodities* aos preços ao consumidor: a ancoragem das expectativas inflacionárias à credibilidade dos bancos centrais (IMF, 2005a, p. 18), a valorização cambial (no caso das economias européia e japonesa) e o comportamento contido dos custos salariais unitários.⁸

⁶ Alimentando com isso os fluxos de capital privado para os países emergentes. Discretamente, porém, a tabela 1.2 do último WEO (p. 8) prevê uma queda de 10% nos fluxos líquidos *privados* de capital para os emergentes, comandada por uma redução do investimento líquido de portfólio de US\$ 28,8 bilhões em 2004 para US\$ 2,3 bilhões em 2005.

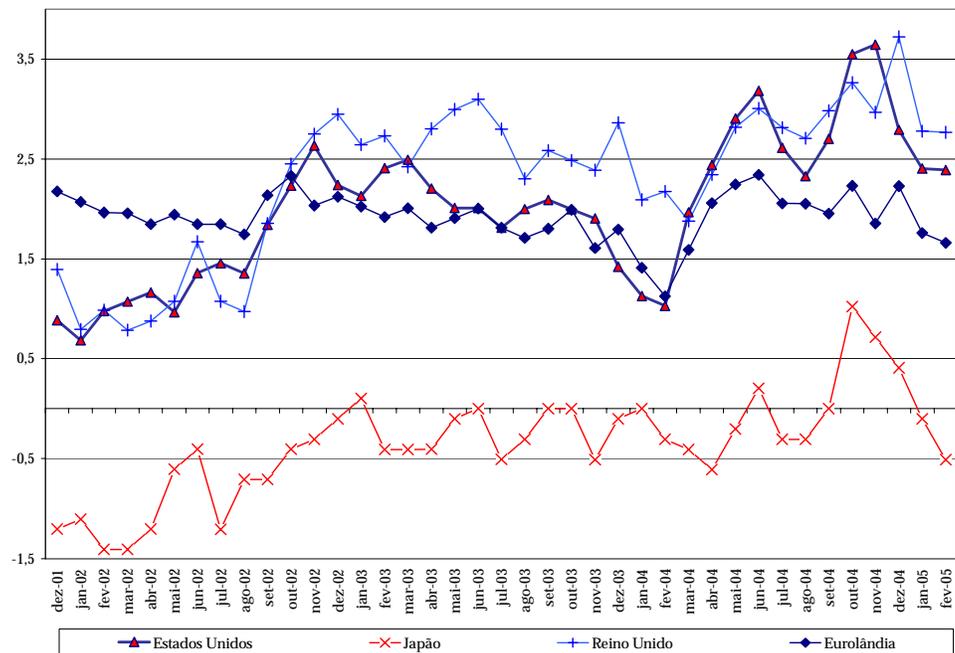
⁷ Já a OMC fala em uma desaceleração de 9% em 2004 para 6,5% em 2005. WTO (2005). World trade 2004, prospects for 2005. Press release/401, 14/4/2005.

⁸ Na avaliação do FMI (2005a, p. 214), estes caíram, em 2004, no conjunto dos países avançados e em todos os países do G-5 (à exceção do Canadá), e na Eurolândia como um todo, em virtude de combinações variadas de variações nos salários nominais e na produtividade. A expectativa do FMI, porém, é de variações positivas em 2005 tanto nos Estados Unidos quanto na Eurolândia.

É certo, porém, que o crescimento da inflação foi visto como justificativa suficiente, no Reino Unido e nos Estados Unidos, para a elevação das *policy rates*. De fato, nesses dois países, a aceleração nos índices cheios de preços ao consumidor foi mais intensa e persistente do que na Eurolândia (Gráfico 3), onde as *policy rates* mantêm-se estáveis desde junho de 2003. A escalada recente nas taxas de juros de curto prazo (ver o Gráfico 4) foi deflagrada pelo Banco da Inglaterra. Já a reversão da política monetária norte-americana começou somente em julho do

Gráfico 3

Índice de preços ao consumidor: Estados Unidos, Eurolândia, Reino Unido e Japão (variação em 12 meses, %)



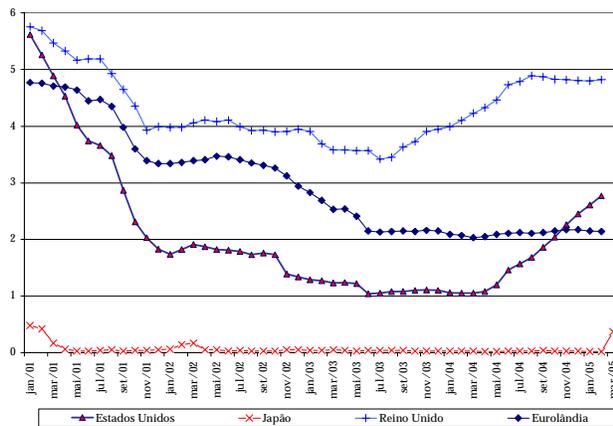
Fonte: OCDE. Elaboração própria.

ano passado,⁹ não sem antes ter suscitado, em mais de uma ocasião, nervosos movimentos de antecipação por parte dos mercados, com reflexos importantes nas taxas de juros dos *treasuries* de longo prazo e nos *spreads* dos *high-yield bonds* e dos títulos emergentes.

⁹ Em 2004, também Nova Zelândia, Austrália e Canadá, entre os países desenvolvidos, elevaram suas *policy rates*. Ver IMF (2005b). *Global Financial Stability Report*.

Gráfico 4

Taxas de juros de curto prazo ⁽¹⁾: Estados Unidos, Eurolândia, Reino Unido e Japão



Fonte: OCDE. Elaboração própria.

(1) Taxa interbancária de três meses.

(2) Taxas sobre *bonds* governamentais de 10 anos.

Gráfico 5

Spreads entre taxas de juros curtas e longas ⁽²⁾: Estados Unidos, Eurolândia, Reino Unido e Japão

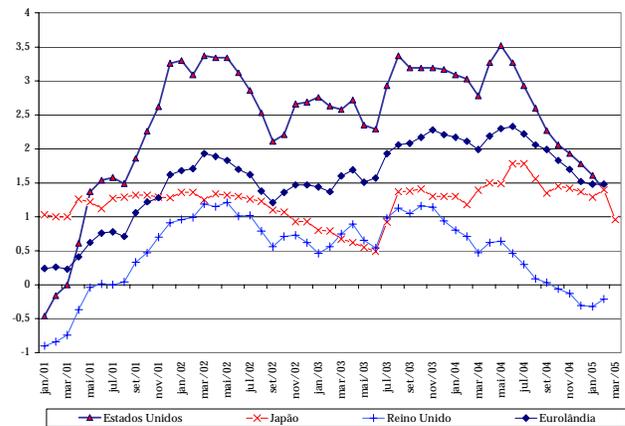


Tabela 3
Taxas longas de juros

| | Estados Unidos | Japão | Eurolândia | Alemanha | Reino Unido |
|--------|----------------|-------|------------|----------|-------------|
| jan-04 | 4,15 | 1,33 | 4,26 | 4,2 | 4,79 |
| fev-04 | 4,08 | 1,21 | 4,18 | 4,1 | 4,81 |
| mar-04 | 3,83 | 1,42 | 4,02 | 3,9 | 4,7 |
| abr-04 | 4,35 | 1,52 | 4,24 | 4,1 | 4,95 |
| mai-04 | 4,72 | 1,51 | 4,39 | 4,3 | 5,1 |
| jun-04 | 4,73 | 1,81 | 4,44 | 4,3 | 5,19 |
| jul-04 | 4,5 | 1,81 | 4,34 | 4,2 | 5,09 |
| ago-04 | 4,28 | 1,59 | 4,17 | 4,1 | 4,98 |
| set-04 | 4,13 | 1,39 | 4,11 | 4 | 4,9 |
| out-04 | 4,1 | 1,48 | 3,98 | 3,9 | 4,77 |
| nov-04 | 4,19 | 1,45 | 3,87 | 3,8 | 4,69 |
| dez-04 | 4,23 | 1,4 | 3,69 | 3,6 | 4,5 |
| jan-05 | 4,22 | 1,31 | 3,63 | 3,6 | 4,48 |
| fev-05 | 4,17 | 1,42 | 3,62 | 3,5 | 4,61 |
| mar-05 | | 1,33 | | 3,7 | |

Um desses momentos de tensão ocorreu em junho do ano passado, quando foram registrados, para todos os países do G-5, picos mensais das taxas longas não superados até aqui (ver tabela

3).¹⁰ O Gráfico 5 fornece uma visualização simplificada do *spread* entre taxas curtas e longas, calculado a partir dos mesmos dados mensais da OCDE. Percebe-se claramente como, no segundo trimestre do ano, o *spread* atinge um pico localizado e, a partir daí, passa a diminuir. Não é incomum constatar uma inversão da *yield curve* em momentos de choques de elevação das *policy rates*. Mas a situação recente não se encaixa nessa descrição. Os aumentos dessas últimas, onde ocorreram, foram comedidos, contribuindo, *juntamente com a queda das taxas longas*, para o “achatamento” das *yield curves*. Esta queda constitui, aliás, o “enigma” mencionado por Greenspan¹¹ em seu

depoimento no Senado norte-americano em 16 de fevereiro deste ano.¹² Para o BIS (2005, p. 2-5), a explicação reside na combinação de resultados

¹⁰ O mesmo vale para a série diária dos retornos dos *treasuries* de 10 anos do governo norte-americano que, em junho, alcançou o valor de 4,89%.

¹¹ BIS (2005). *Quarterly Review*, Mar.

¹² Contribuindo, por sinal, para um dos picos dos juros longos deste ano (facilmente visualizado nas séries diárias do FED).

macroeconômicos, nos países centrais, um pouco aquém dos esperados, com a segurança dos mercados quanto aos rumos da política monetária e à capacidade desta de conter as pressões inflacionárias. Já para os países em desenvolvimento, não é muito preocupante que as taxas longas continuem enigmáticas... desde que continuem baixas, fomentando com isso a sustentação da conjuntura de baixa aversão ao risco. Vez por outra, porém, agentes estrategicamente situados (no BIS, no FED ou no IIF) voltaram a advertir quanto aos perigos decorrentes da subestimação dos riscos por parte dos mercados.

Se voltarmos à Tabela 1, constataremos que, no que toca aos países desenvolvidos, as previsões de crescimento para 2005 são muito próximas daquelas provenientes do “mercado”, ao menos tal como este se reflete no *poll* de instituições consultadas pelo *Economist*. Paira no ar, porém, uma intranqüilidade que a mera leitura desses números não pareceria sugerir.

Já no início de abril, os indicadores antecedentes da OCDE (atualizados até o mês de fevereiro) previam desaceleração em todos os países do G-7, à exceção do Canadá.¹³ Na Europa, segundo analistas do Morgan Stanley, os indicadores de curto prazo para a indústria manufatureira confirmam a tendência.¹⁴ No Japão, onde a perspectiva é de continuidade da deflação,¹⁵ os recentes atritos políticos com a China geraram uma preocupação proporcional ao papel crescente que as exportações japonesas para

lá têm desempenhado.¹⁶ Para alguns, como Stephen Roach, a economia global – a norte-americana inclusive – atravessa um novo *soft patch*.¹⁷

O próprio FMI considera que o “balanço dos riscos” pende para baixo (“*is tilted to the downside*”). Essa avaliação, aliás, está conectada às mudanças mais acima referidas na composição do crescimento global, e que são condensadas pelo próprio FMI em três proposições: a “expansão tornou-se menos equilibrada” (leia-se, mais dependente dos sucessos nos Estados Unidos e na China); os “desequilíbrios globais nas contas correntes ampliaram-se”; noutros termos, ampliou-se o fosso entre o colossal déficit corrente norte-americano e os superávits da maioria esmagadora de seus principais parceiros comerciais. Por fim, “refletindo em parte tais desenvolvimentos, o dólar norte-americano depreciou-se ainda mais” (IMF, 2005, p. 1-2). A despeito da relativa calma reinante nos mercados cambiais, a preocupação com o déficit corrente norte-americano e com suas implicações para o dólar não diminuiu; o debate, de fato, tornou-se ainda mais intenso.¹⁸

Percebe-se com facilidade que, como de hábito nos últimos anos, a principal fonte de choques – reais, potenciais ou simplesmente imaginários – reside na economia norte-americana, que é sempre conveniente analisar de forma um pouco mais detida.

2 Estados Unidos: sintonia fina e sinais de estática

No dia 18 de fevereiro deste ano, o boletim de preços ao produtor do Bureau of Labor

¹³ OECD Composite Leading Indicators, Feb. 2005, 8/4/2005.

¹⁴ Chaney, E. & Bartsch, E. (2005). Europe: From slow growth to stagnation. Morgan Stanley, GEF: 30/3. O índice de confiança do instituto alemão IFO sofreu sua terceira queda consecutiva. Segundo o *Financial Times*, a “queda inesperadamente aguda” na confiança empresarial – fazendo retornar o índice ao nível de setembro de 2003 – “forneceu a mais clara evidência até aqui de uma desaceleração marcada na eurozona”. *Financial Times* (2005). German business data adds to eurozone gloom, 25/4.

¹⁵ Sato, T. (2005). Japan: Peeling an onion. Morgan Stanley, GEF: 31/3/2005.

¹⁶ *The Economist*. China and Japan: managing unrest, 21/4/2005.

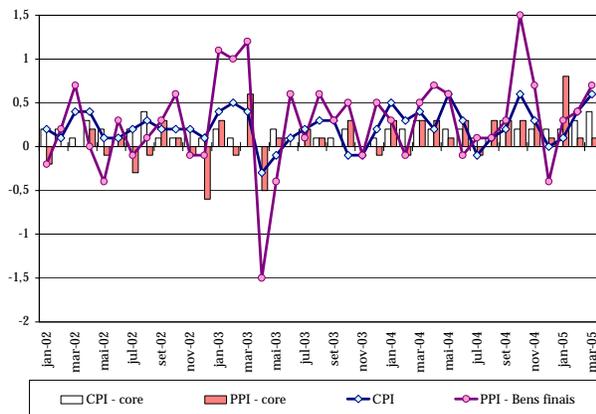
¹⁷ Roach, S. (2005). Global: Tilt! Morgan Stanley, GSF, 18/4.

¹⁸ Para um apanhado sucinto das várias intervenções, ver, no *blog* de Nouriel Roubini (roubiniglobal.com), Global Imbalances: a contemporary Rashomon tale with five interpretations.

Statistics do governo norte-americano (BLS) divulgou que a variação do índice, em janeiro, havia sido de 0,8% (contra dezembro, com ajustamento sazonal) – simplesmente o valor mais elevado desde setembro de 1999 (Gráfico 6). A 4 de março, o mesmo órgão anunciou a criação de 262 mil novas vagas em fevereiro – número que, mesmo antes da posterior revisão para cima (300.000), já assinalava o maior crescimento desde outubro do ano anterior. Doze dias depois, o público foi informado – pelo Bureau of Economic Analysis (BEA), em seu boletim U.S. International Transactions – de um novo recorde do déficit da conta corrente. O valor superou as expectativas de Wall Street: foram US\$ 187,9 bilhões no quarto trimestre de 2004; em relação ao PIB, o déficit do ano atingiu os 5,7% do PIB (contra 4,8% em 2003).¹⁹

Gráfico 6

Estados Unidos: variações mensais dos índices de preços ao consumidor (CPI) e ao produtor (PPI) *core* e cheios (variação contra o mês anterior, com ajustamento sazonal)



Fonte: BLS. Elaboração própria. Os índices CPI e PPI *core* excluem preços de alimentação e energia.

Aceleração da inflação e da geração de empregos, mais crescimento do déficit corrente,

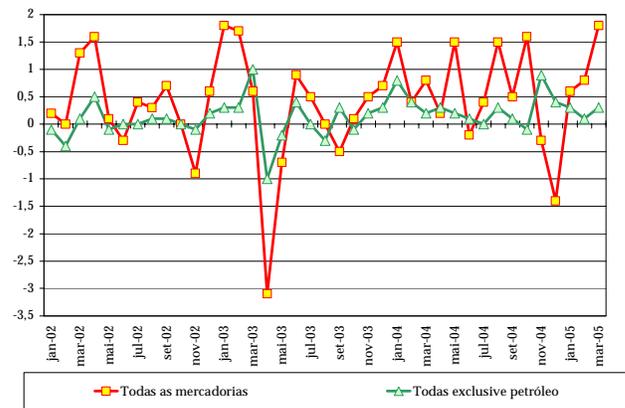
¹⁹ O déficit comercial em 2004 foi de 5,3% do PIB. A partir dos dados da balança comercial de fevereiro, Roach estima um déficit corrente da ordem de 6,6% do PIB no primeiro trimestre de 2005. Roach, S. (2005). Global: Tough love. Morgan Stanley: GEF, 15/4.. Um número semelhante é sugerido por Roubini, N.. & Setser, B. (2005). Will the Bretton Woods 2 regime unravel soon? The risk of a hard landing in 2005-2006. <<http://www.Stern.nyu.Edu/globalmacro/>>.

tiveram o efeito que se poderia esperar sobre as taxas de juros longas. Estas subiram de um vale de 4%, no início de fevereiro, até o pico do ano (até 30/4) no dia 22 de março (4,63%).

Entretanto, quase que simultaneamente, teve início uma longa safra de surpresas negativas de natureza um pouco distinta. No mesmíssimo 16 de março em que saíram os números da conta corrente, a General Motors divulgou uma redução de 80% em sua previsão de lucros, ensejando apreensão nos mercados de *bonds* corporativos e de países emergentes. Na esteira desses dados, durante o mês de abril, vieram aqueles concernentes ao comportamento (em março) do emprego (apenas 110.000 novas vagas, metade do esperado),²⁰ das vendas no varejo (0,3% de crescimento, contra 0,8% esperados) e da produção industrial (essa cresceu os 0,3%

Gráfico 7

Estados Unidos: variações mensais dos preços de produtos importados (todos os produtos e todos exclusive petróleo)



previstos, mas conformando um crescimento anualizado de 3,6% no primeiro trimestre, bem inferior aos 4,5% do último trimestre de 2004).²¹ Apenas o déficit comercial superou as expectativas, mas ao atingir o fosso histórico de US\$ 61 bilhões (em fevereiro), resultado de um

²⁰ O dado foi depois revisto para 146.000.

²¹ Ver *The Economist* (2005). American shares – looking for trouble, 21/4.

aumento das importações e de uma inesperada estagnação nas exportações, que por sinal se arrasta desde o mês de dezembro.

A desaceleração da produção, do emprego e das vendas teve o efeito oposto sobre as taxas longas, que caíram até os dias 19 e 20 de abril. No primeiro dia, o Department of Commerce divulgou a notícia da maior queda em 14 anos dos *housing starts*, de 17,6%, enquanto o BLS publicava um ameno boletim de preços ao produtor, registrando um aumento do índice cheio juntamente com um comportamento moderado do *core*. No dia seguinte, porém, os números relativos aos preços ao consumidor foram um pouco menos auspiciosos: enquanto o índice cheio aumentou em 0,6% (contra uma expectativa de 0,5%), o índice *core* passou de 0,3% para 0,4%, configurando a maior variação desde agosto de 2002 (Gráfico 6) e surpreendendo os mercados, que esperavam uma variação de apenas 0,2%. Foi nesse contexto que Krugman ousou publicar seu diagnóstico – que o futuro transformará em objeto de admiração ou, talvez, de escárnio – de que a economia norte-americana via-se novamente às voltas com o fantasma da estagnação.²²

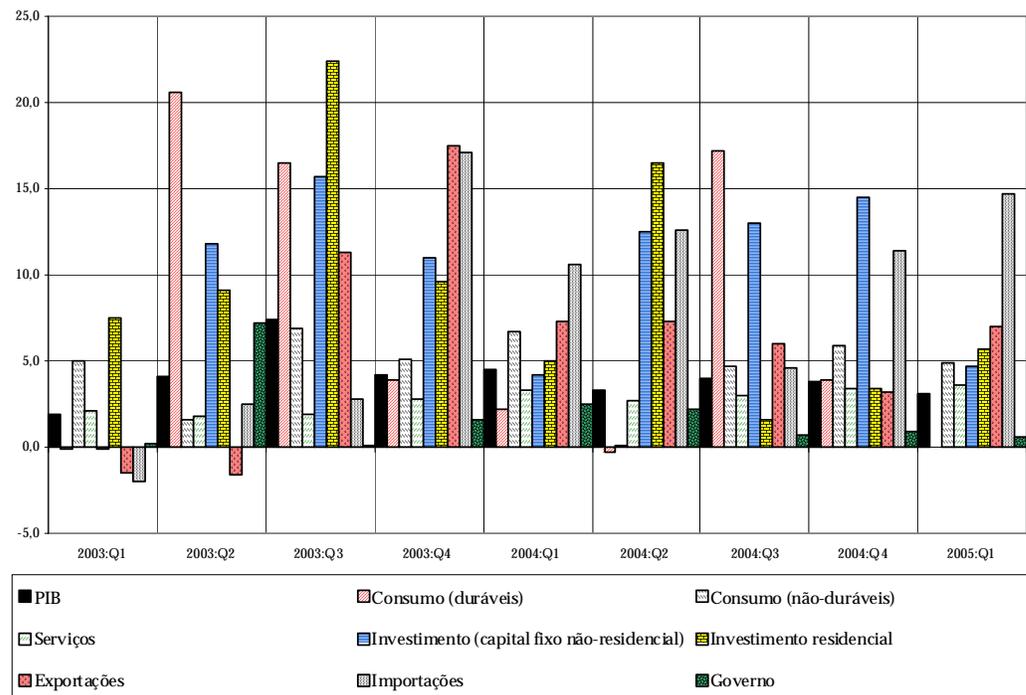
O fato é que os juros longos tornaram a subir com os dados de

inflação, tornaram a cair com os dados do PIB do primeiro trimestre e... voltaram a subir com os dados do emprego de abril.

As cifras preliminares para o crescimento da economia norte-americana no primeiro trimestre de 2005, divulgadas a 28 de abril, registraram uma queda da taxa de crescimento (anualizada) de 3,8%, no quarto trimestre de 2004, para 3,1%, no primeiro deste ano, frustrando uma expectativa em Wall Street de um número em torno dos 3,6% (ver Gráfico 8); parte importante da taxa de 3,1% deveu-se ao maior investimento em estoques em quase cinco anos.²³ A queda no crescimento, causada pela desaceleração significativa no consumo e no investimento em capital fixo não-residencial, reforçou a

Gráfico 8

Estados Unidos: variações contra trimestre anterior de itens selecionados de demanda agregada (com ajuste sazonal e anualizadas)



Fonte: BEA. Elaboração própria.

²² Krugman, P. (2005). A whiff of stagflation. *New York Times*, 18/4.

²³ Richard Berner, analista do Morgan Stanley, atribui a queda do investimento às pesadas aquisições realizadas pelas empresas no ano anterior, de forma a aproveitar incentivos governamentais programados apenas até o final de 2004.

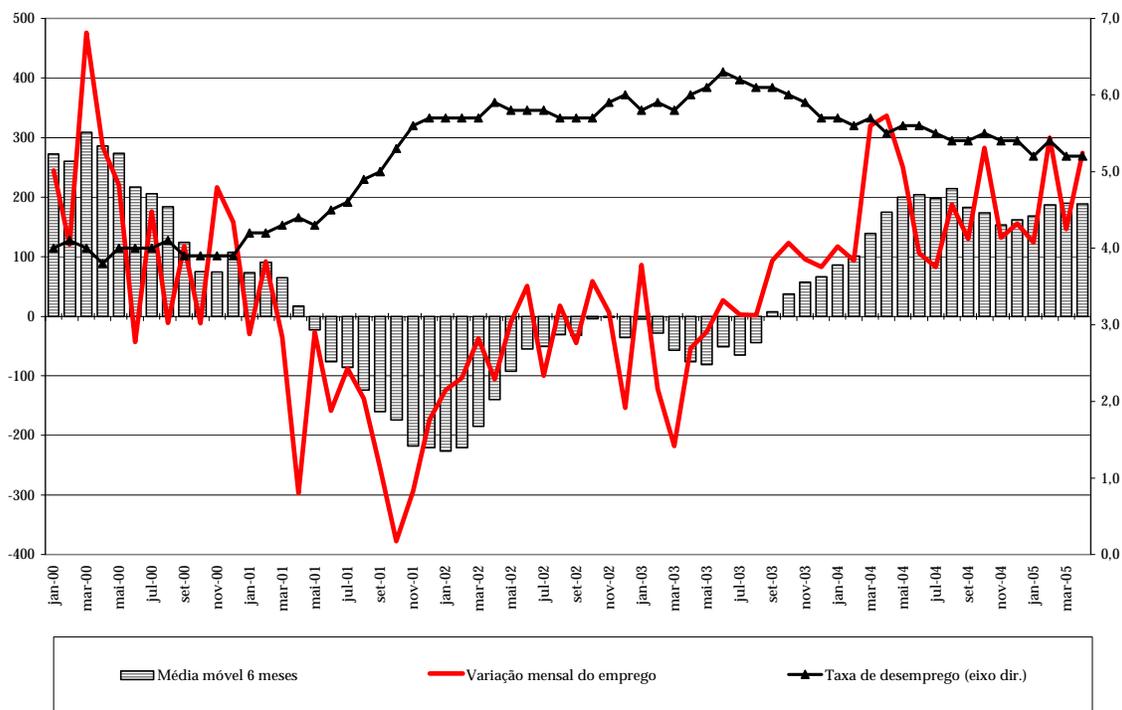
preocupação com o *soft patch*, gerou tensões no mercado acionário e fuga para os *treasuries* (a remuneração dos T-10 caiu para 4,17%).

Uma semana depois, porém, o boletim do BLS já divulgava números robustos (e superiores às expectativas) para o emprego no mês de abril, com a criação de 274.000 novos postos (ver Gráfico 9). A notícia do crescimento das vendas no varejo em abril (divulgado a 12 de maio), de 1,4% (o dobro do esperado em Wall Street) joga também a favor da dissipação dos temores quanto a um novo *soft patch*, ao sugerir que a contenção do dispêndio em consumo, no primeiro trimestre, pode ter sido apenas uma breve pausa.

interpretação menos benigna, como sendo um novo sintoma da perda de fôlego do consumidor. No entanto, argumenta o *Economist*,²⁴ o mais provável é que as importações – e o déficit comercial – muito rapidamente voltem a crescer com a rapidez que as tem caracterizado.

Caso se consolide o otimismo em relação ao crescimento econômico, a atenção dos mercados rapidamente se voltará para os dados relativos aos preços. Nesse sentido, a trajetória dos preços do petróleo é uma das incógnitas mais importantes a pesar sobre os rumos das economias norte-americana e global. A forte variação de março do índice cheio dos produtos importados (ver

Gráfico 9
Estados Unidos: taxa de desemprego e variação do emprego não-agrícola



Fonte: BLS. Elaboração própria.

Já a inesperada queda do déficit comercial no mês de março (o mais baixo em 6 meses, 9% abaixo do de fevereiro) permite esperar uma revisão para cima dos números do PIB do primeiro trimestre. O fato de que essa queda tenha se concentrado nas importações não-petróleo autorizaria arriscar uma

Gráfico 7), de 1,8%, deveu-se fundamentalmente ao petróleo.

²⁴ *The Economist* (2005). America's trade deficit – surprise shrinkage, 12/5.

O fim do ciclo de alta do petróleo foi já objeto de comemorações no mínimo prematuras.²⁵ Para além da variação nas cotações, porém, importa a percepção que dela têm os mercados. Segundo analistas do Morgan Stanley, o choque foi inicialmente encarado de forma benevolente: sendo equivalente a um aumento na tributação, teria como principal efeito, num contexto de elevada capacidade ociosa e baixo poder de mercado por parte das empresas, a contenção do crescimento do consumo privado. Tal percepção estaria a mudar, com o aumento da preocupação com o impacto inflacionário. É bem verdade que o preço do petróleo está ainda distante, em termos reais, dos picos dos anos 70. Está porém aproximadamente 70% mais caro, em termos reais, do que dois anos antes; uma tal variação é de toda forma significativa. E, durante este período, o grau de capacidade instalada da indústria norte-americana aumentou significativamente (embora sem ter recuperado o pico dos anos 90).²⁶ Com ele, o poder de mercado das empresas, aumentando o risco de um repique inflacionário.²⁷

Ainda no Gráfico 7, chama a atenção o comportamento discreto – talvez discreto demais para que se possa apostar em sua continuidade – dos preços de importação exclusiva petróleo. Entre março de 2002 e março de 2005, o índice

aumentou apenas 6,5%. No mesmo período, o índice “amplo” da taxa de câmbio efetiva do dólar, calculado pelo FED (*price-adjusted broad index*), sofreu uma variação de 15,1%. A explicação, segundo Greenspan, estaria no fato de que “condições concorrenciais cada vez mais rigorosas” teriam induzido os exportadores para os Estados Unidos “a segurar os preços em dólar em níveis competitivos, de forma a assegurar *market share* e presença na maior economia do mundo”. Para ele, porém, as condições propícias a esse tipo de estratégia²⁸ estariam a esgotar-se.

As variações em 12 meses dos mesmos índices de preços acima referidos mostram, a partir do primeiro trimestre de 2004, um mesmo padrão: o índice de preços de produtos importados (no eixo direito do Gráfico 10) cresce à frente de todos os demais, puxado pelos preços do petróleo – o que se revela no comportamento moderado dos preços das importações exclusivas petróleo. A pressão do petróleo é parcialmente repassada ao índice cheio de preços ao produtor. O amortecimento prossegue, verificando-se valores cada vez mais baixos, para o índice cheio de preços ao consumidor e para os índices *core* de preços ao produtor e ao consumidor. O comportamento do chamado *personal consumption expenditures index* – tido como a medida da inflação mais atentamente seguida pelo FED – registra (Gráfico 11) igualmente uma aceleração moderada, conduzindo a taxas nem baixas nem altas demais, e portanto situadas dentro da chamada “zona de conforto” do banco central norte-americano.

²⁵ O *Economist*, recentemente, levantara alguns argumentos a favor da hipótese. *The Economist* (2005). Oil prices – the bears appear, 14/4/05. O *survey* da revista sobre o petróleo, publicado duas semanas depois, é um pouco mais evasivo: “de fato, a única coisa sensata que se pode dizer sobre os preços do petróleo hoje é que dificilmente permanecerão estáveis. Um ataque terrorista contra a infra-estrutura petrolífera saudita poderia levá-los acima de US\$ 100; uma crise dos mercados financeiros poderia empurrá-los abaixo de US\$ 10”. *The Economist* (2005). Oil in troubled waters, 28/4. Para previsões de longo prazo, ver o capítulo 4 do último WEO.

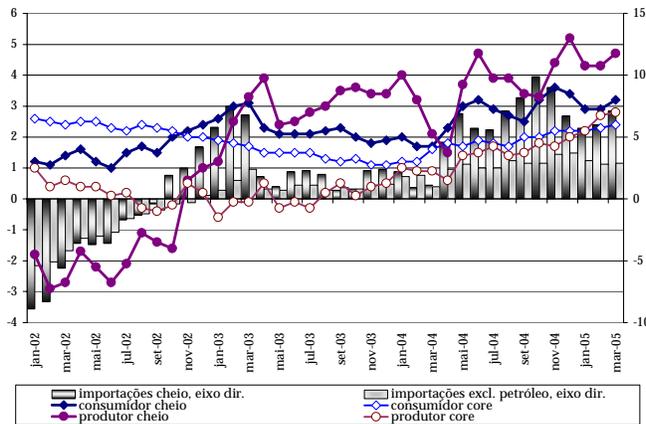
²⁶ No ciclo expansivo anterior, o pico do grau de utilização da capacidade produtiva industrial, de 84,9%, deu-se em 1994-95. Em março, o grau de utilização era de 79,4%. Considerando apenas o grupo selecionado (pelo FED) de indústrias *high-tech*, os valores eram, respectivamente, de 86,4% e 71,7%. FED G.17. Industrial production and capacity utilization, 15/4/2005.

²⁷ Berner, R. & Chaney, E. (2005). Global: Oil alert – products drive prices higher. Morgan Stanley: GEF, 13/4.

²⁸ Margens de lucro elevadas em 2002 e o recurso (custoso) a operações de *hedge*. Greenspan, A. (2005). Current account. Remarks at Advancing Enterprise 2005 Conference, London, England, 4/2.

Gráfico 10

Estados Unidos: índices de preços ao consumidor, ao produtor e de produtos importados (variações em 12 meses)



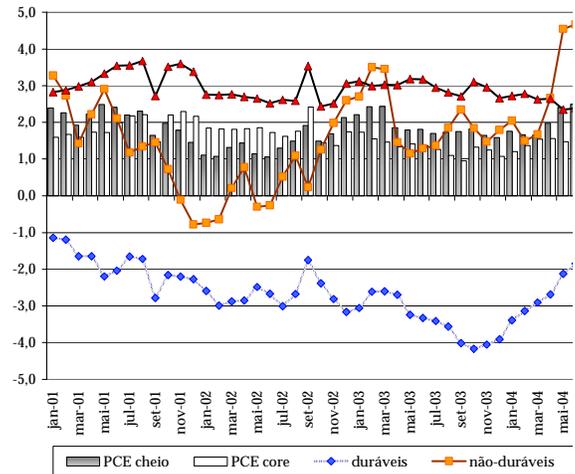
Fontes: BLS (Gráfico 10) e BEA (Gráfico 11). Elaboração própria.

Entretanto, é difícil aferir a robustez desse padrão. Haverá alívio, com certeza, caso os preços do petróleo venham a ceder de forma persistente. A mera manutenção do patamar já atingido por esses preços, porém, poderia propiciar um processo de repasses que viesse a abalar de forma mais significativa os índices ao consumidor. Vale ressaltar, no Gráfico 11, a pressão sobre o índice exercida, a partir de fins de 2003, pelos preços de duráveis e não-duráveis.

O processo dependerá também do que venha a ocorrer com os salários nominais e com a produtividade. Até aqui, o crescimento da compensação nominal (soma de benefícios e salários) e, particularmente, salários, ficou muito aquém do normal numa fase de recuperação econômica. Como o crescimento da produtividade foi excepcionalmente elevado, resultou uma tendência à queda dos custos salariais unitários. Para alguns analistas, porém, tal curso está prestes a ser revertido: a progressiva expansão do emprego não tardará a expressar-se numa aceleração do crescimento salarial, ao mesmo

Gráfico 11

Estados Unidos: *personal consumption expenditures index* (variações em 12 meses)



tempo em que o crescimento da produtividade voltará a seus valores de longo prazo.²⁹

A sintonia fina da economia norte-americana, enfim, prossegue. O FED, ao comando, quer que a economia cresça (mas não demais); que a poupança das famílias aumente, mas não abruptamente; que o investimento se sustente; que a alavancagem financeira por ele próprio instigada desinfe com suavidade. O FED parece querer também outras coisas, infelizmente mais distantes de sua alçada: uma maior austeridade fiscal nos Estados Unidos, a redução da poupança privada no exterior, a recuperação européia e japonesa, a conclusão do reordenamento cambial iniciado com a valorização do euro e do iene. Seus instrumentos, não desprezíveis, são lábia, credibilidade e taxa de juros. Não seriam poucos instrumentos para tão numerosos fins? Bem, há também a confiança na boa estrela e talvez, como o ministro Palocci, a fé na eficácia da reza forte. Com tudo isso, o FED tem conduzido o mundo a lugares “onde ninguém jamais esteve”. Resta

²⁹ Berner, R. (2005). United States: Compensation Poised to Accelerate; Will Wages Follow? Morgan Stanley: GEF, 25/4.

saber se o arranjo já não está perigosamente próximo de alguma “fronteira final”.

3 Rumo à fronteira final?

É interessante ressaltar que, na mesma peça há pouco referida, Greenspan assina o que Roach considera uma verdadeira “confissão”.³⁰ Segundo Roach, jamais o presidente do FED havia reconhecido tão claramente que (nos termos do primeiro) “um *boom* de consumo induzido pelo endividamento conduziu a um maciço déficit na conta corrente”. Greenspan, em outros termos, teria ratificado a seqüência causal há tanto tempo identificada por (entre outros analistas) Stephen Roach: num pólo, o FED. No outro, o déficit corrente. Entre ambos, a economia norte-americana, sempre abarrotada da liquidez provida pelo Banco Central norte-americano: numa primeira etapa, pela atitude conivente em relação à bolha bursátil e ao sobre-investimento dos anos 90; numa segunda, pela estratégia deliberada de evadir-se às conseqüências potencialmente explosivas do esgotamento do ciclo expansivo anterior, “fugindo para frente” por meio de uma sucessão de novas bolhas (de imóveis, de *commodities*, de *bonds* públicos, privados e emergentes).³¹ Nas asas dos ganhos de capital – dificilmente definitivos – as famílias norte-americanas, sustentam, com endividamento crescente, seu dispêndio em consumo e investimento residencial. O primeiro, em particular, ao mesmo tempo em que contribui

significativamente para manter o tônus da produção interna, vaza para o exterior, na forma de importações que incentivam o investimento na China e em outros parceiros comerciais.³²

O Gráfico 12, atualizado até o último trimestre de 2004, é a melhor ilustração possível desse processo. Mostra ele o declínio inusitado do saldo financeiro do setor privado,³³ sua recuperação parcial após a recessão de 2001 – patrocinada pela eliminação do também inusitado superávit fiscal verificado nos anos finais da presidência Clinton – e sua nova queda a partir do último trimestre de 2003. O déficit corrente, por seu turno, prossegue impassível rumo a abismos nunca dantes penetrados; por sinal, seu aprofundamento, nos últimos dois anos, parece espelhar mais o comportamento do saldo financeiro privado que o do público, numa economia de déficits *trigêmeos*. Como veremos a seguir, a trajetória do saldo financeiro privado reflete fortemente o comportamento dos consumidores. Eis aí duas das possíveis “fronteiras” do padrão de crescimento da economia norte-americana e da economia global: a disposição de gastar das famílias norte-americanas e a disposição de acumular ativos em dólares por parte do resto do mundo. Falemos primeiro das famílias.

³⁰ Roach, S. (2005). Global: Confession time. Morgan Stanley: GEF, 7/2.

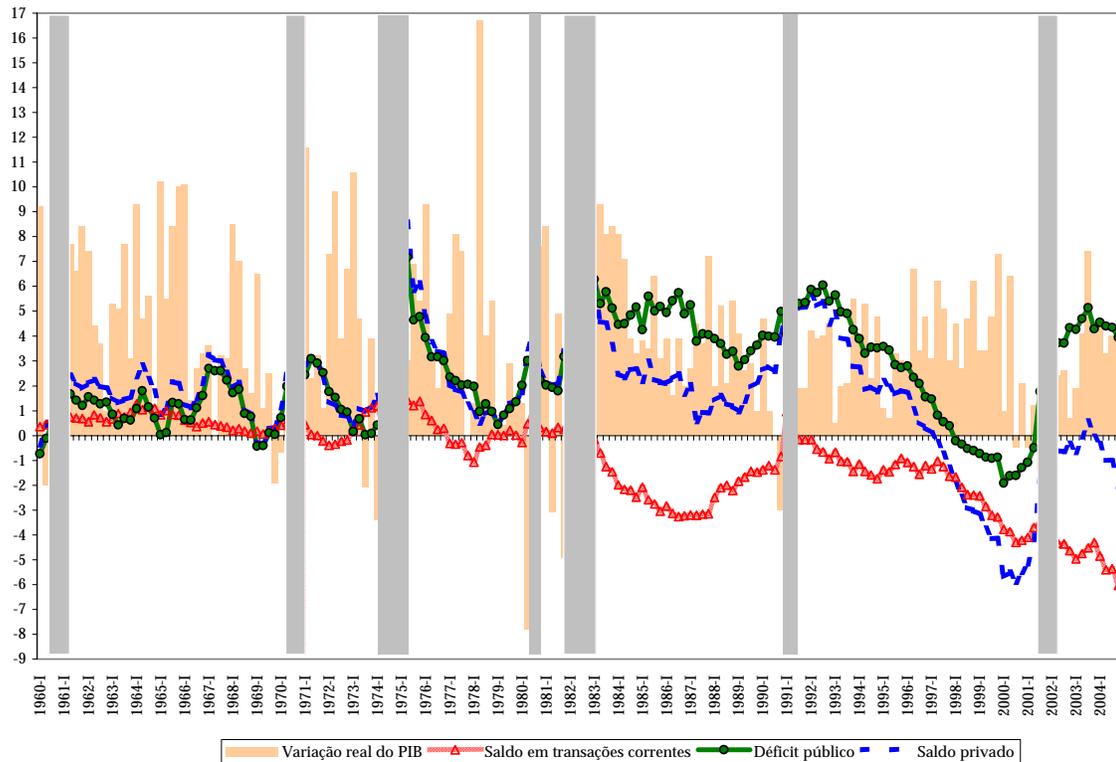
³¹ Segundo Jane D’Arista, o “enigma” greenspaniano pode ser visto como “o resultado previsível do extraordinário crescimento da liquidez global nos anos recentes. Durante esse período, um aumento sem precedentes na disponibilidade de *funding* estimulou uma escalada da especulação alavancada na forma de *carry trades*, na qual o efeito da contração de empréstimos de curto prazo a baixas taxas é reduzir as taxas sobre os ativos mais longos e de retornos mais elevados em que os fundos são investidos”. D’Arista, J. (2005). Causes and consequences of the buildup in global liquidity. *Capital flows monitor*, 7/3.

³² As importações de bens de consumo são responsáveis por parte substancial do déficit comercial norte-americano. Ver Santos, C. (2004). Notas sobre a crescente (e peculiar) fragilidade financeira do capitalismo norte-americano. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 23, jul./dez. Roach, entre outros, salienta a conexão entre a expansão do consumo e do déficit corrente norte-americanos, de um lado, e o crescimento frenético do investimento chinês, de outro.

³³ Para um esclarecimento sobre a metodologia, desenvolvida por Wynne Goddley, aqui empregada, ver, por exemplo, Santos (2004), op. cit.

Gráfico 12

Estados Unidos: saldos financeiros dos setores privados, público e externo (% do PIB)
e variação real trimestral anualizada do PIB



Fonte: BEA. Elaboração própria.

O Gráfico 13 desagrega o saldo financeiro privado em seus dois componentes básicos: firmas e famílias. Ambos exibem um comportamento surpreendente. As famílias estão em déficit desde 1990, em franco contraste com a constância superavitária dos trinta anos precedentes. Em março de 2004, a relação entre poupança e renda disponível pessoais atingiu um piso histórico de 0,4%.³⁴ A relação entre consumo e PIB, por seu turno, atingiu, em 2002-2004, a marca dos 71%, contra uma média de 25 anos de 67%.³⁵ Já as firmas acumulam ativos financeiros, de forma sustentada, desde o último trimestre de 2001.

A fragilidade, pelo lado das famílias norte-americanas, consiste na inconsistência intertemporal entre, de um lado, endividamento e serviço da dívida (ver Gráfico 14) e, de outro, e o

comportamento do emprego e da renda disponível.³⁶ A relação entre dívida familiar e renda disponível tem crescido velozmente – o aumento da primeira permanece, desde 2002, num patamar de 9,0% (taxa anualizada), muito superior à taxa de crescimento da segunda.³⁷ Já o comprometimento da renda disponível com o serviço da dívida (medido pela taxa de obrigações financeiras calculada pelo FED) tem oscilado de 2001 para cá, mantendo-se porém próximo de seus picos históricos. A disparidade entre os dois indicadores reflete justamente a política de redução dos juros que o FED desenvolveu entre 2001 e junho de 2004. Tudo mais constante, o ônus da dívida aumentará com as taxas de juros.

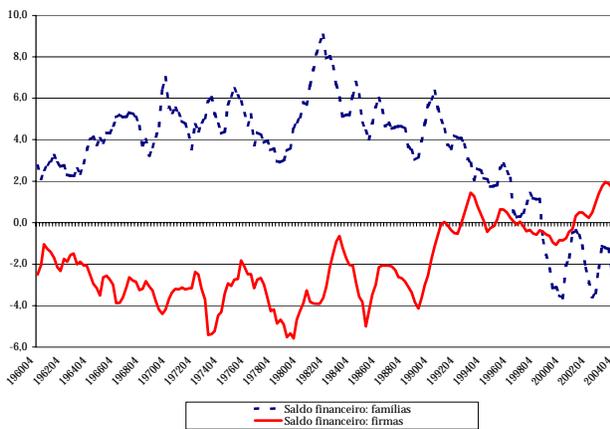
³⁶ Ver, a respeito, Papadimitriou, D. B., Shaikh, A. M., dos Santos, C. H. & Zezza, G. How fragile is the U.S. economy? *Strategic Analysis*, 3/05.

³⁷ O acompanhamento da relação dívida/renda disponível é feito por intermédio dos *Flow of Funds*, publicação trimestral do FED. A última edição, publicada em março deste ano, contém dados até o quarto trimestre de 2004.

³⁴ O saldo financeiro das famílias é negativo (ao contrário da poupança) porque inclui no dispêndio também o investimento residencial.

³⁵ Roach, S. (2004). *Global: Tough Love*. Morgan Stanley: GEF, 15/4.

Gráfico 13
Estados Unidos: saldos financeiros líquidos das famílias e das firmas (média móvel de 4 trimestres)



Fonte: FED, elaboração própria.

(1) Dívida: hipotecas mais crédito ao consumidor.

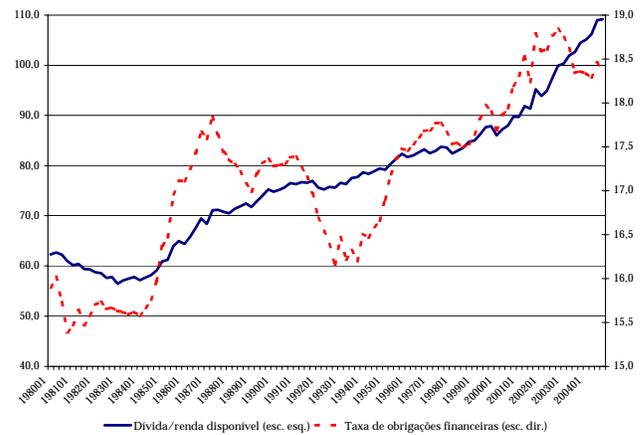
(2) Taxa de obrigações financeiras: o chamado FOR (*financial obligations ratio*) é utilizado pelo FED como uma medida mais ampla do serviço da dívida familiar. Inclui, além do serviço da dívida relativa ao consumo e aos imóveis, itens como aluguéis, seguro residencial, *leasing* de automóveis e impostos sobre a propriedade.

Do ponto de vista do emprego e da renda pessoal, a performance da economia norte-americana, após a recessão de 2001, continua aquém da verificada em períodos anteriores de recuperação.³⁸ São essas, por sinal, duas das variáveis empregadas pelo NBER para delimitar picos e vales do ciclo econômico norte-americano.³⁹ Esse tipo de comparação, tradicionalmente realizado pelo National Bureau of Economic Research (NBER), fornece alguns *insights* interessantes (a interpretar, é claro, com o devido cuidado, especialmente quando se comparam períodos mais distantes no tempo). Nos gráficos 15 e 16, a trajetória em torno ao vale de 2001 é comparada com aquela em torno de 1991 e com as performances médias antes e depois das cinco recessões ocorridas dos anos 60 aos 80.

³⁸ De 2001 para cá, a taxa de desemprego reduziu-se significativamente, mas, ao que se sabe, refletindo fortemente a contração da oferta de trabalho. Ver *The Economist*. (2005). The global locomotive loses steam, 29/4.

³⁹ Juntamente com as vendas no atacado, a produção industrial e uma estimativa da variação mensal do PIB.

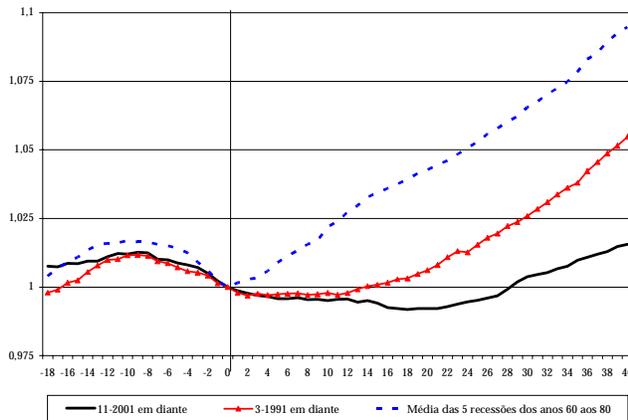
Gráfico 14
Estados Unidos: dívida familiar/renda disponível (1) e taxa de obrigações financeiras (2)



Um padrão de crescimento baseado em bolhas de ativos, endividamento crescente e baixo crescimento do emprego e da renda pessoal não parecer representar um modelo em matéria de sustentabilidade. O que não quer dizer que esse padrão não possa durar – como, aliás, tem durado. O que preocupa a muitos é sua fragilidade. Bolhas costumam implodir de maneira imprevista. Além disso, situações de alto endividamento já desembocaram, em outros países desenvolvidos, em acessos mais ou menos violentos de parcimônia smithiana por parte das famílias, com resultados um tanto menos benignos do que aqueles que o fundador da economia política teria podido prever.

Gráfico 15

Estados Unidos: comportamento do emprego não-agrícola em torno do mês final da recessão



Fonte: BLS e NBER, elaboração própria.

O Gráfico 17, por seu turno, elaborado com a mesma metodologia, mostra que, na comparação com períodos anteriores, a trajetória do índice do investimento privado em capital fixo é também menos dinâmica. A recuperação do investimento a partir de 2003 não deixa de ser expressiva (ver as taxas de variação trimestral no Gráfico 8 e a contribuição à variação trimestral do PIB no gráfico 18). Por um lado, porém, tal recuperação mostrou-se até o momento insuficiente para ocupar o papel até aqui desempenhado pela soma de consumo e investimento residencial.

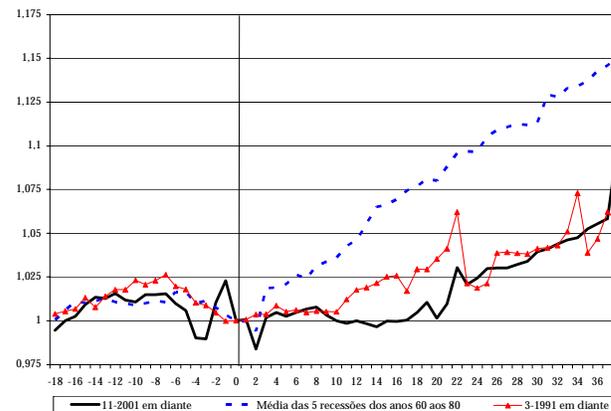
Por outro, a sustentação do crescimento norte-americano com base no comportamento da absorção interna e num contexto de baixo crescimento dos demais países desenvolvidos⁴⁰ continua a gravar a balança comercial (e, conseqüentemente, o déficit em transações correntes, do qual a primeira é o principal componente), a despeito da desvalorização real efetiva do dólar, e certamente contribuindo para a tensão em torno às perspectivas da taxa de câmbio⁴¹ e ao papel do dólar como moeda de

⁴⁰ Sendo que a economia norte-americana, como é sabido, possui uma elasticidade-PIB das importações particularmente elevada.

⁴¹ Segundo o FMI (2005a, p. 21), “as preocupações do mercado com a sustentabilidade de médio prazo do déficit corrente têm sido o principal fator determinando o enfraquecimento do

Gráfico 16

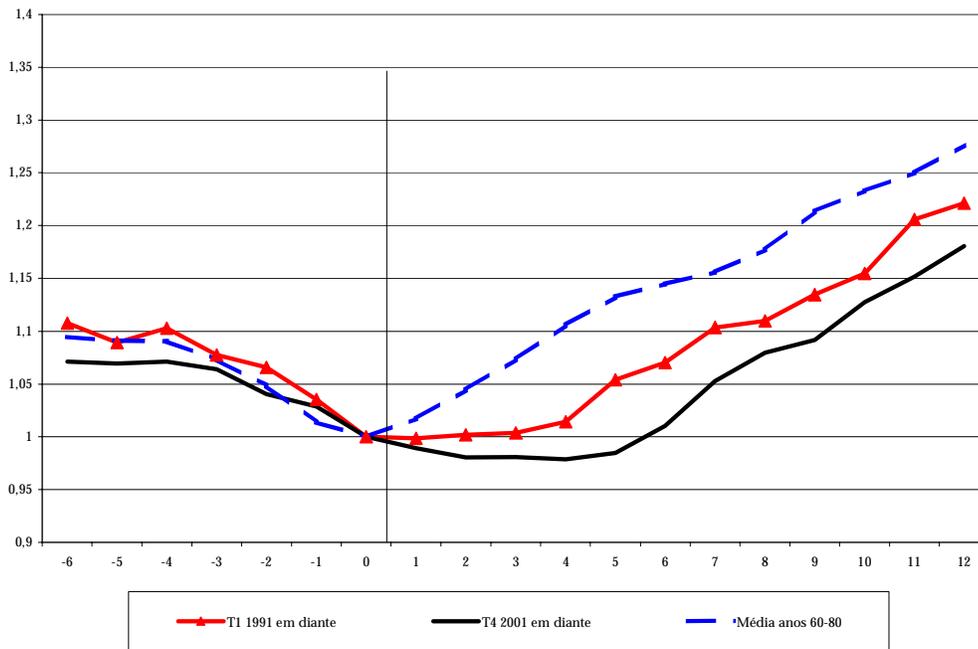
Estados Unidos: comportamento da renda pessoal (menos transferências) em torno do mês final da recessão



reserva internacional. Como se pode depreender do comportamento de exportações e importações nos Gráficos 8 e 18, a economia norte-americana continua à espera do segmento ascendente da famosa “curva J”. Uma parte importante dos analistas – a maioria, na opinião de Roubini – acredita que o problema esteja, em larga medida, na “resistência à alta” das moedas asiáticas, conservadas em ordem mais ou menos unida pela obstinação do renminbi chinês. Resta saber se a sensibilidade das exportações líquidas norte-americanas a variações na taxa de câmbio ainda é a mesma, dado o intenso processo de reorganização global das cadeias produtivas verificado nos últimos anos. Pesquisa-se, correntemente, a hipótese de que, devido a esse processo, a sensibilidade do comércio exterior a variações nas taxas de câmbio tenda a cair (ver IMF, 2005a).

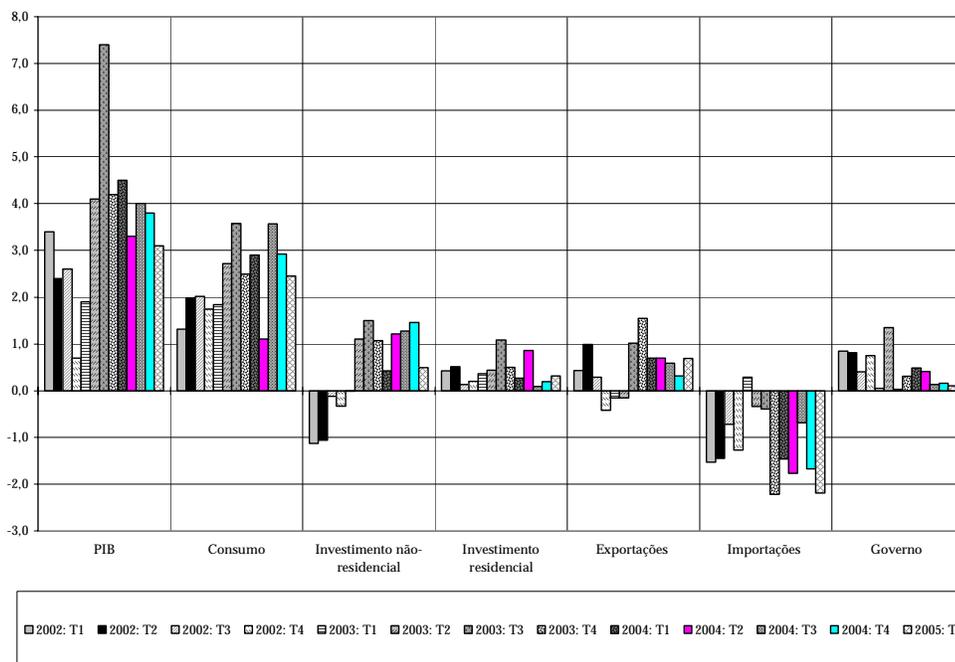
dólar, embora o financiamento do déficit até aqui não tenha sido um problema”. A proposição, sem dúvida plausível, deve ser, é claro, “calibrada” pelo recurso a outros fatores intervenientes, como as políticas monetárias dos bancos centrais dos países desenvolvidos e as políticas cambiais dos países com superávit em conta corrente. Aliás, como salientam Roubini e Setser (2005), no caso dos países asiáticos, há uma presumível associação entre tais políticas e a disposição dos mercados em adquirir (ou ao menos conservar) ativos denominados em dólares: a política de sustentação do dólar compensa, ao menos parcialmente, a ansiedade dos agentes privados quanto ao valor de suas aplicações em dólar.

Gráfico 17
Estados Unidos: comportamento do investimento privado em capital fixo em torno do mês final da recessão



Fonte: BEA. Elaboração própria.

Gráfico 18
Estados Unidos: contribuição de itens selecionados da demanda agregada à variação trimestral anualizada do PIB



Fonte: BEA. Elaboração própria.

Os Gráficos 19 e 20 mostram, respectivamente, a trajetória global das contas correntes e do valor do passivo externo líquido,

para países e regiões selecionados. O primeiro gráfico ilustra a enorme assimetria entre o déficit corrente norte-americano e os superávits... do resto do mundo. É claro que em várias das regiões

representadas há países com déficit corrente, mas nenhum remotamente comparável ao norte-americano. O mergulho das contas externas norte-americanas, aliás, é responsável por levar a relação entre a soma dos déficits correntes nacionais e o PIB global a recordes sucessivos, contribuindo para superar, por vias imprevistas, o chamado *puzzle* Feldstein-Horioka. O Gráfico 14, baseado em cálculos recentes do FMI, lembra-nos que, embora o conjunto de países em desenvolvimento tenha um passivo externo líquido crescente, o passivo líquido norte-americano é maior e cresce mais rapidamente.⁴²

Tal fato, embora não seja propriamente novo, continua a ser espantoso. O que é compreensível: não é fácil acostumar-se à idéia de que o país emissor da moeda internacional por excelência tenha tamanho déficit corrente. “Há certamente algo estranho”, escreve Lawrence Summers, “no fato de que o maior poder do globo seja também o maior devedor do globo”.⁴³

Será este déficit *sustentável*? Lembra Summers que há alguns “testes clássicos”. São preocupantes déficits correntes crescentes e que financiem o consumo, ou que coincidam com investimento concentrado em setores *non-tradables*, ou ainda que sejam financiados por fluxos de curto prazo. Eis aqui a receita típica de uma crise cambial em países em desenvolvimento. Os Estados Unidos não passam em nenhum dos testes – e, salientam, Roubini e Setser, possuem uma dívida pública cada vez mais concentrada em mãos de não-residentes e de perfil temporal cada vez mais curto. Mas, é claro, não são uma economia periférica; e são os emissores da moeda internacional.

Roubini e Setser respondem de maneira categórica ao repto “panglossiano” (na expressão do primeiro) de Dooley, Folkerts-Landau e Garber. Segundo esses últimos, o padrão de

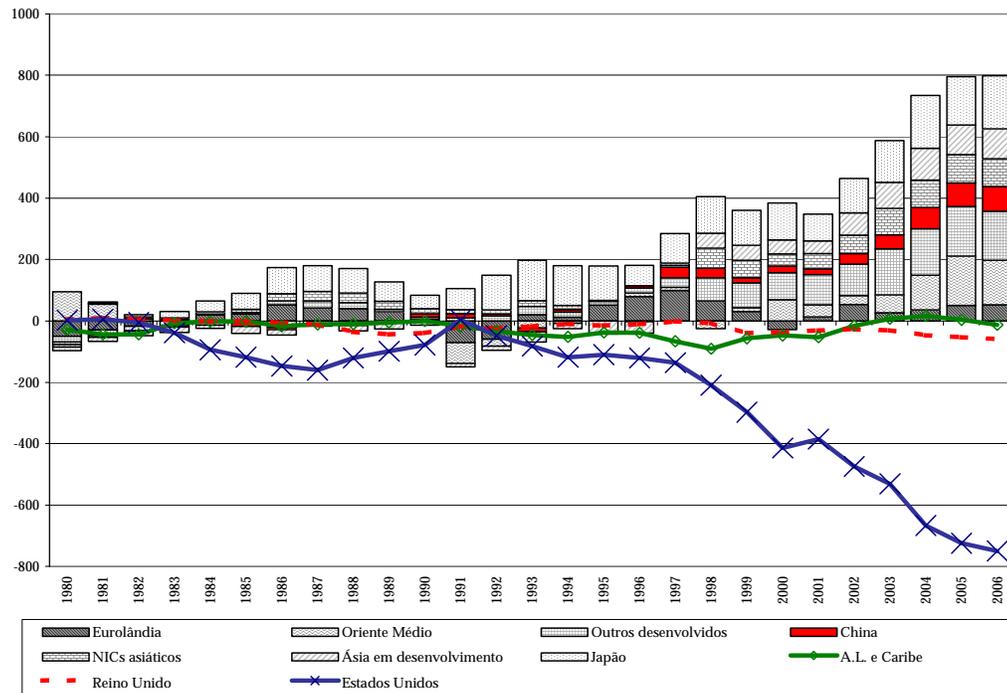
crescimento assentado na articulação entre os Estados Unidos e a “área-dólar” asiática seria estável, e destinado a perdurar por uma geração. E por que não seria, uma vez que atende aos interesses asiáticos sem comprometer o crescimento norte-americano? Roubini e Setser, contudo, arriscam a previsão de que o arranjo dificilmente sobrevive mais um ou dois anos; em sua opinião, tal arranjo já não atende nem os interesses asiáticos nem os norte-americanos.

No longo arrazoado por eles construído – e que não cabe aqui reconstituir em detalhe – os autores salientam, de um lado (e com razão) o custo político e econômico dos “significativos deslocamentos na produção e no emprego nos Estados Unidos associados aos déficits comerciais crescentes, juntamente com as distorções no investimento americano originado da combinação de financiamento barato pelo Banco Central e dólar sobrevalorizado” (p. 3); de outro, porém, procuram demonstrar que é do mais alto interesse da China e dos demais países até aqui empenhados em políticas “mercantilistas” de acumulação de reservas revalorizar suas moedas e rumar na direção do déficit corrente que é (ou foi) característico de economias em desenvolvimento. Deveriam fazê-lo para evitar que as perdas de capital que inevitavelmente sofrerão seus bancos centrais (carregados de ativos denominados em dólares) se tornem ainda maiores, para conter processos inflacionários e de bolhas de ativos, e para obter uma composição da demanda menos concentrada no dispêndio em investimento, aumentando com isso o consumo e o bem-estar de suas populações. Não há evidências sólidas, porém, de que o bloco asiático tenha já chegado ao mesmo resultado ao fazer seu balanço de custos e benefícios.

⁴² O gráfico dá a impressão de que *o mundo* é devedor líquido... Mas é necessário atentar para o fato de que há países e grupamentos importantes não representados.

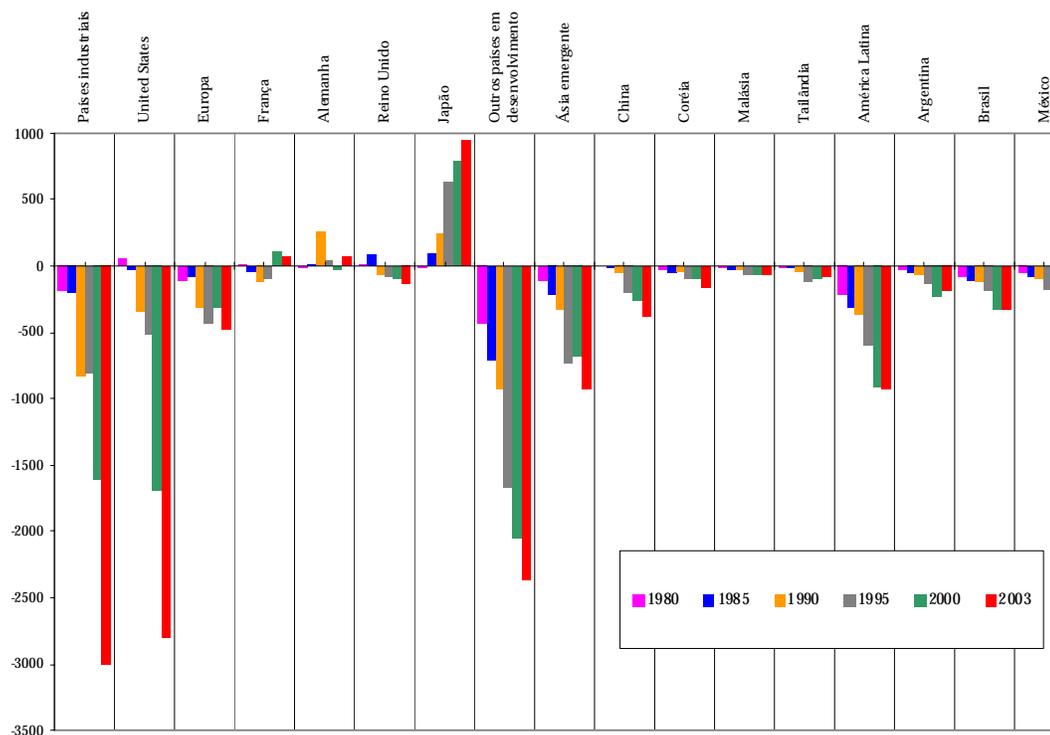
⁴³ Summers, L. H. (2004). The United States and the global adjustment process. Third annual Stavros S. Niarchos Lecture, Institute for International Economics, 23/3.

Gráfico 19
Contas correntes: países e regiões selecionados (US\$ bilhões)



Fonte: WEO database, abril de 2005. Elaboração própria.

Gráfico 20
Passivo externo líquido, países e regiões (US\$ bilhões)



Fonte: World Economic Outlook. Elaboração própria.

Na verdade, parece haver consenso em torno à existência de uma “fronteira final”. Não parece razoável esperar que o déficit e a dívida norte-americanas possam crescer harmoniosa, elegante e ilimitadamente. Uns, porém, acham que, no “longo prazo” em que se dará o ajustamento, estaremos todos, senão mortos, certamente *muito* mais velhos. Outros acreditam que o “longo prazo” desabarará sobre nossas cabeças entre 2005 e 2006.

Entre os fervores de um lado e de outro, quiçá haja espaço para um agnosticismo sensato e atento. É sensato reconhecer que trajetórias “insustentáveis” podem, não obstante, ser consideravelmente duradouras. Mas é indispensável estar atento às várias fragilidades que marcam a economia norte-americana. Não por acaso, no *WEO* de abril, o próprio FMI destaca em primeiro lugar o risco de uma elevação significativa das taxas de juros de longo prazo nos Estados Unidos, e alerta para o fato de que “a demanda por ativos norte-americanos não é ilimitada” (IMF, 2005a: p. 10).⁴⁴ O *link* entre ambas as coisas é feito igualmente pelo Banco Mundial. Também para essa instituição, o primeiro risco ao cenário *baseline* está nos juros. Que poderiam subir, agrega o Banco, na hipótese de que “o corrente sentimento baixista dos investidores em

relação ao dólar se intensifique ou de que os bancos centrais asiáticos, que têm financiado boa parte do déficit corrente norte-americano (...), decidam reduzir o ritmo ao qual acumulam reservas” (World Bank, 2005, p. 45). Roubini e Setser (entre outros mais) apresentam igualmente uma listagem de situações que poderiam deflagrar um ajustamento mais brusco das taxas de juros e câmbio – entre as quais (por que não?) uma fuga do dólar por parte do próprio capital norte-americano. Seja qual for o estopim – se houver um – o resultado será, ao menos enquanto perdurar o cenário acima descrito de alto endividamento e bolhas especulativas encadeadas, colocar o FED numa situação um tanto mais complexa do que aquela resolvida, com mão de ferro, em 1979 por Paul Volcker.⁴⁵

O *Economist* sublinhou, há pouco, a elevada quantidade de pronunciamentos de governadores do Banco Central versando sobre o tema do déficit corrente norte-americano. A matéria⁴⁶ tem um sub-título curioso, aqui transcrito livremente, numa tentativa de não perder totalmente o *wit* britânico: “Os banqueiros centrais norte-americanos estão tranqüilos em relação ao déficit corrente. Será que isso não quer dizer que é hora de entrar em pânico?” – Provavelmente não. Talvez seja mais adequada a atitude (mas como seria ela?) de quem, como escreveu Paul Volcker,⁴⁷ caminha sobre gelo fino.

⁴⁴ Em artigo recente, dois técnicos do FED sugerem que o peso das aplicações em ativos denominados em dólares por parte de bancos centrais estrangeiros é muito maior do que aquele registrado nos dados do Tesouro norte-americano. Isso porque parte substancial das operações oficiais se daria por variados intermediários financeiros, sendo registradas pelo Tesouro como operações privadas. Seriam mais confiáveis, então, os números do BIS, que infelizmente só são divulgados anualmente Higgins, M. & Klitgaard (2004). Reserve accumulation: implications for global capital flows and financial markets. *Current issues in Economics and Finance*, 10 (10), September/October, Federal Reserve Bank of New York.. Para Roubini e Setser, porém, a questão da proximidade do limite passa ao largo desse fato. Há, para eles, motivos sólidos para que os próprios bancos centrais revejam uma estratégia que Dooley e seus parceiros pretendem estável e duradoura. O FMI, por seu turno, ressalta em seus relatórios recentes os vários acenos e iniciativas de diversificação das reservas por parte dos bancos centrais.

⁴⁵ *The Economist*. (2005). The American economy – wise men at ease, 28/4.

⁴⁶ *The Economist*. (2005). The American economy – wise men at ease, 28/4.

⁴⁷ Volcker, P. (2005). An economy on thin ice. *Financial Times*, 10/4.

SEÇÃO I. ECONOMIA INTERNACIONAL

Fim de festa?

Os países emergentes e a economia global

André Martins Biancareli¹

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.

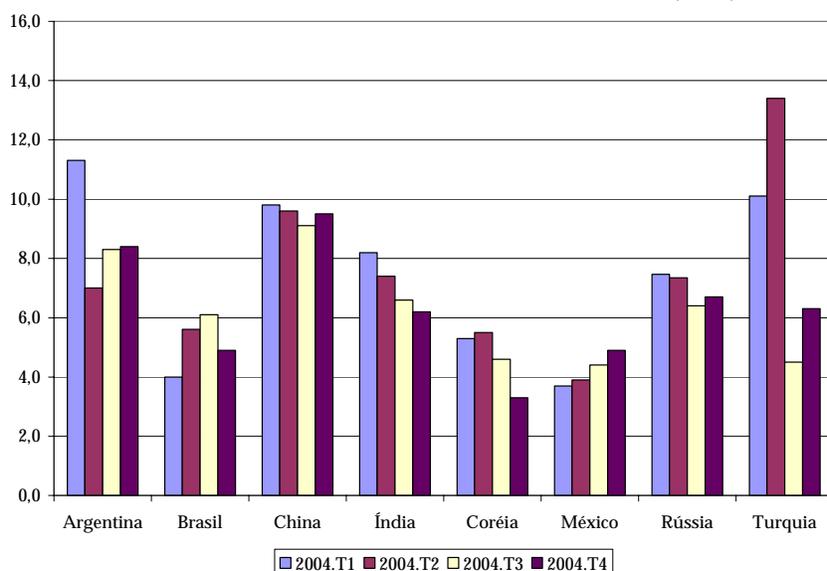
Destoando mesmo desse quadro, apenas o mais importante entre os países emergentes. A desaceleração – absolutamente marginal, de 9,6% para 9,1% – apresentada pela China do segundo para o terceiro trimestre, parece ter se perdido, já que o ritmo dos três meses finais de 2004 (9,5%) foi anunciado como tendo 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.

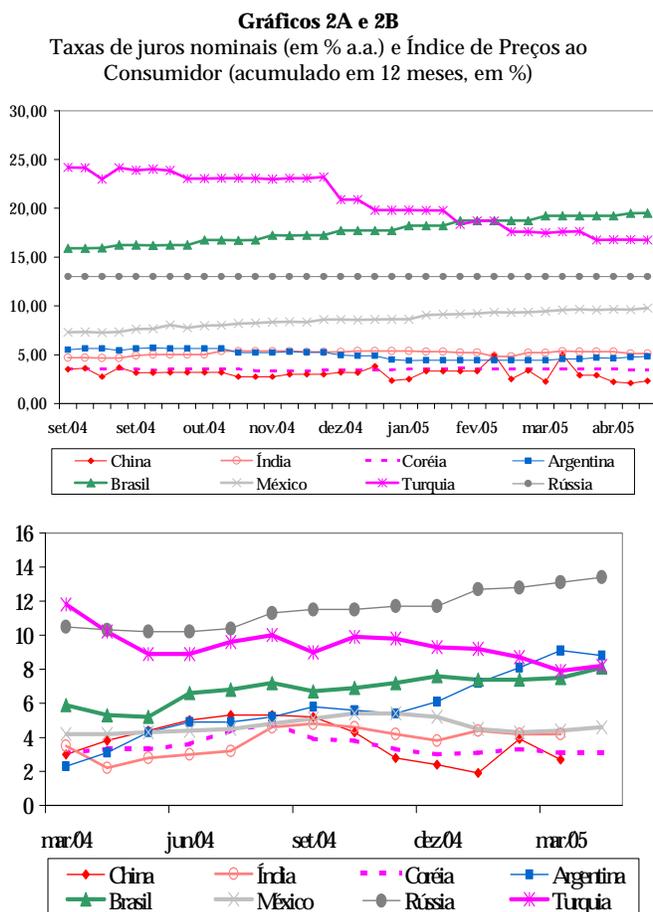
⁷ Good Start for National Economy in the First Quarter of 2005. National Bureau of Statistics of China, 2005/04/20.

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.

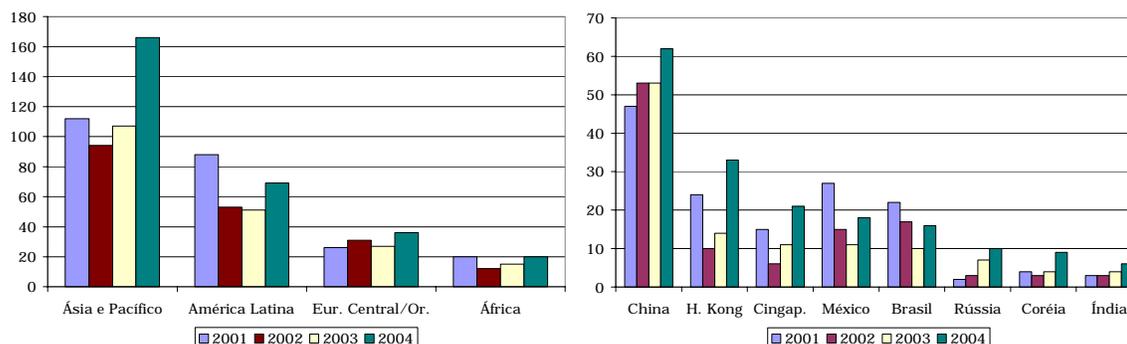
¹¹ Uma análise mais detalhada pode ser encontrada em Rajan, Ramkishan S. Foreign Direct Investment and the Internationalization of Production in the Asia-Pacific Region: Issues and Policy Conundrums. UNESCAP, *Asia Pacific Trade and Investment Review*, v. 1, n. 1.

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.

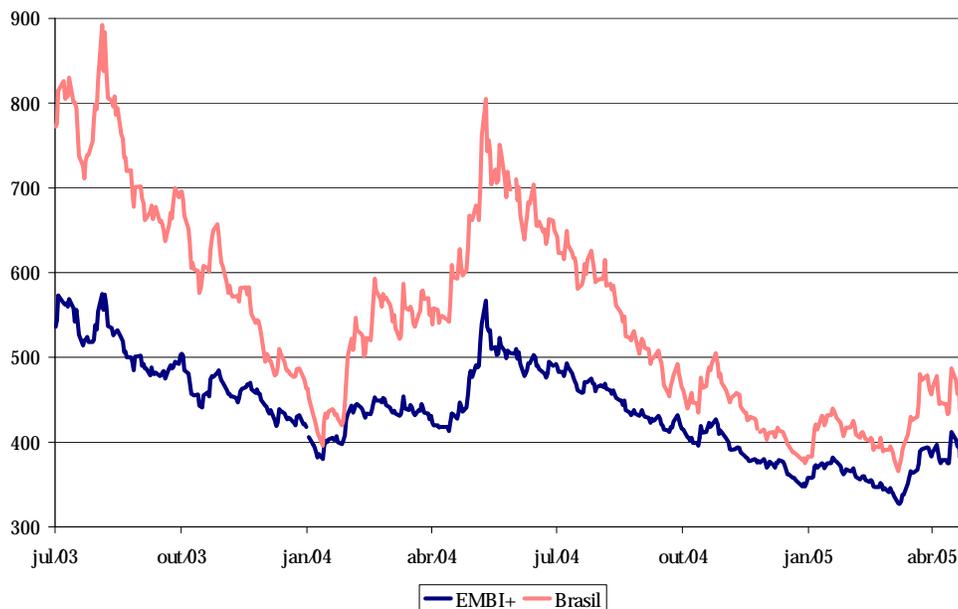
De forma inédita, assistiu-se inclusive a uma série de emissões – soberanas e corporativas – denominadas nas moedas locais de vários países latino-americanos. O que contribui para as pressões sobre as cotações cambiais (retratadas no Gráfico 6, à frente), mais fortes nos casos em que é maior o diferencial 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

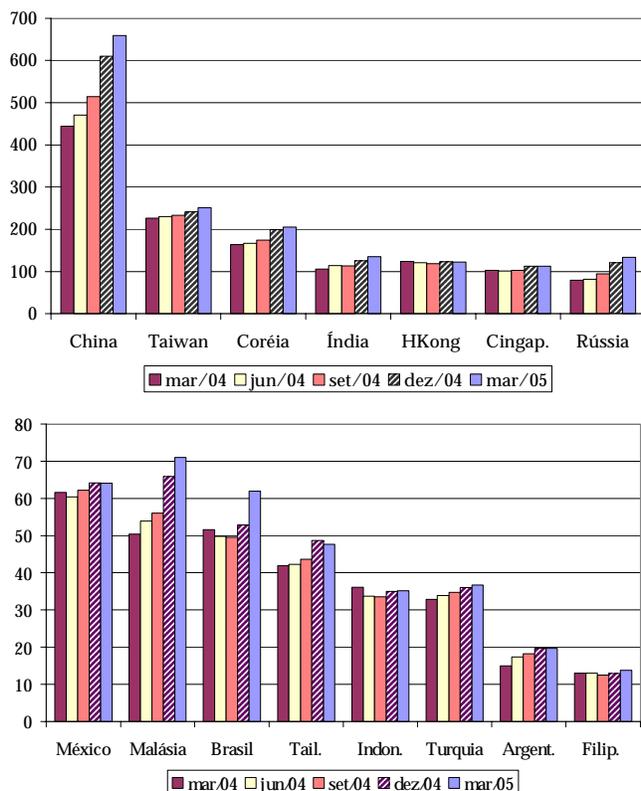
internos a cada economia – notadamente a melhora nos “fundamentos” e uma postura fiscal mais responsável, que sinaliza com a garantia do pagamento das dívidas.¹⁶

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.*”

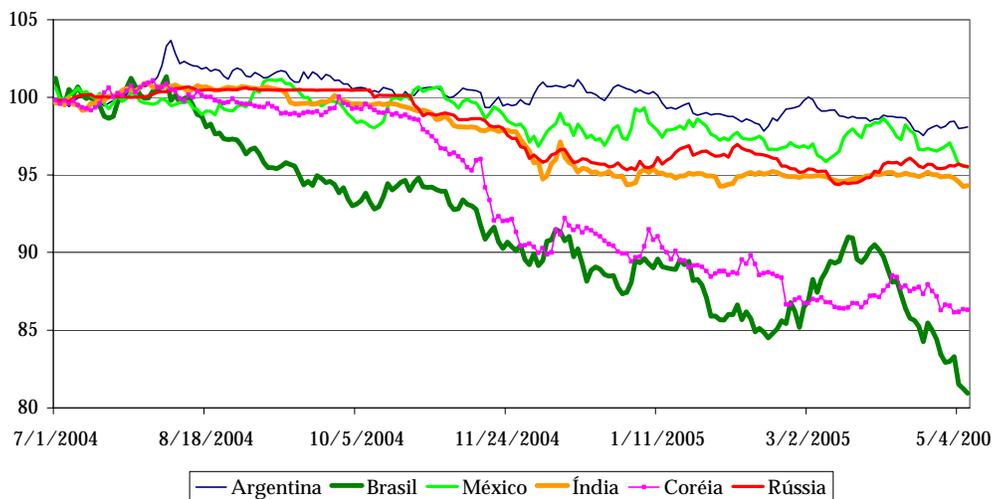
Não por acaso, o comportamento dos prêmios de risco, particularmente do Brasil, nas últimas semanas vem apresentando grande sensibilidade a vários tipos de notícias: dados sobre o nível de atividade e inflação nos EUA, insinuações sobre o ritmo do aperto monetário americano, previsões acerca da desaceleração 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.

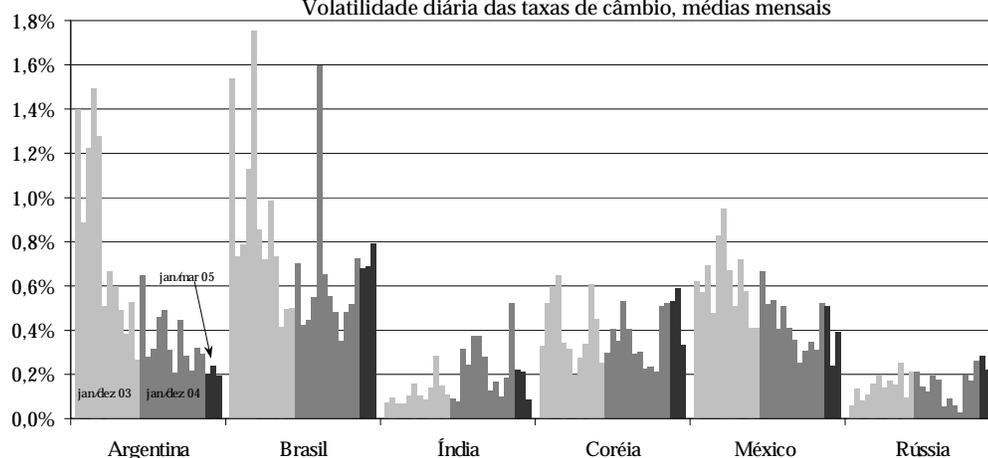
E em relação às vendas externas e aos investimentos voltados a elas, não apenas o nível, mas a oscilação do preço da moeda estrangeira aparecem como fatores determinantes das decisões. O Gráfico 7 – que mostra, para os meses entre janeiro de 2003 e março de 2005, quanto em média variou o câmbio por dia – 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.

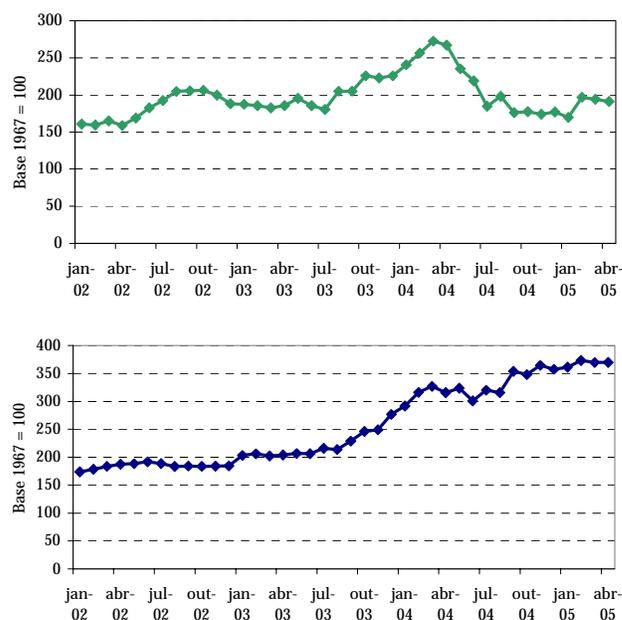
Olhando para os dados mais completos, disponíveis apenas até o ano de 2003,²² é possível descrevê-la melhor. Em termos qualitativos e seguindo as divisões tradicionais, há uma diferença importante no que entra e no que sai da China pelo comércio. Das exportações, apenas 9,2% poderiam ser classificadas 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.