

SEÇÃO I – ECONOMIA INTERNACIONAL

Fazem parte desta seção:

[Mais do mesmo em 2005: o zen e a reflexão econômica](#)

Antonio Carlos Macedo e Silva

p. 13-34

[O ciclo favorável e os países emergentes: sobrevida, desaceleração e sub-aproveitamento](#)

André Martins Biancareli

p. 35-53

SEÇÃO I – ECONOMIA INTERNACIONAL

Mais do mesmo em 2005: o *zen* e a reflexão econômica

Antonio Carlos Macedo e Silva¹

Introdução

Em novembro, salvo maiores surpresas, o ano de 2005 já disse a que veio: há informações abrangentes quanto ao primeiro semestre; os dados relativos ao terceiro trimestre começam a ser divulgados, mostrando, como seria de se esperar, que Estados Unidos e China são ainda os principais pólos do crescimento global.

Em seu relatório de setembro, o FMI² ratificou as previsões anteriores de um ano de bom crescimento, com uma modesta e bem-vinda desaceleração comparada ao frenético 2004. Para o ano que vem, em essência, prevê (salvo maiores surpresas, não é demais repetir) mais do mesmo. Banhamo-nos todos, parece, mais uma vez no mesmo rio intemporal.

No entanto, o FMI ratificou igualmente suas advertências quanto às fragilidades da trajetória da economia global.³ A repercussão, como de hábito, foi modesta. Os mercados e os jornalistas querem saber – o que é perfeitamente justificável, de seu ponto de vista – *se*, e *quando* o quadro vigente sofrerá mudanças significativas. Mas isso, infelizmente, ninguém pode responder. Não há ciência – nem metafísica – suficiente.

Nem por isso as advertências são desimportantes. Nem todos podem ser *zen*, suprimindo a ansiedade quanto ao futuro para

viver no aqui e agora. A reflexão sobre as tendências – de “longo prazo” ou, muitas vezes, de “prazo” indefinido e indefinível – é mais do que uma propensão inerente à atividade acadêmica. É indispensável para os *policymakers* de todos os tipos. E é recomendável a todos aqueles que desejem fazer um esforço no sentido de alçar-se um pouco “além e acima da manada” e proteger-se contra riscos cuja existência pode não ser prudente abstrair.

O primeiro item deste texto apresenta um resumo do quadro corrente da economia global. O item 2 dá um pouco de atenção à reflexão sobre os riscos e os chamados “desequilíbrios globais”. Segue-se um item relativo às preocupações recentemente manifestadas pelo Fed em relação à bolha imobiliária. Conclui o texto uma breve notícia sobre os últimos dados relativos à economia norte-americana.

1 O quadro global

Em sua última edição, lanterna na popa, o *World Economic Outlook* (FMI, 2005) constata que, grosso modo, a economia global singrou neste ano mares relativamente tranqüilos, mantendo-se na rota prevista – a despeito de atentados, terremotos e furacões. O crescimento estimado para 2005 (Tabela 1) continua estacionado nos mesmos 4,3% previstos – com muito menos segurança – na edição de setembro do ano passado. A previsão para 2006 sofreu uma leve alteração. Previa-se, há um ano atrás, um crescimento de 4,4%; agora se espera uma taxa de 4,3%. As previsões do relatório registram, porém, algumas alterações relevantes: para 2005, o número para os países avançados caiu de 2,9% para 2,5%. Em contrapartida, subiu, para os países em desenvolvimento, de 5,9% para 6,4%.

¹ Com os agradecimentos aos bolsistas do PIBIC-CNPq Silas Thomaz da Silva e Stella Buzatto. Dados atualizados até o dia 16 de novembro de 2005.

² FMI (2005a). *World Economic Outlook*, Sept.

³ Como, de resto, também fizera o BIS em seu relatório anual. BIS (2005). *75th Annual Report*, Jun.

Tabela 1
Variação real do PIB, global, regiões e países selecionados (%)

	Dados e previsões do FMI ⁽¹⁾									
	1992-2000	2001	2002	2003	2004	2005a ⁽³⁾	2005b ⁽³⁾	2005c ⁽³⁾	2006b ⁽³⁾	2006c ⁽³⁾
Mundo	3,5	2,5	3,0	4,0	5,1	4,3	4,3	4,3	4,4	4,4
Países avançados	2,9	1,2	1,6	1,9	3,3	2,9	2,6	2,5	3,0	2,7
Estados Unidos	3,7	0,8	1,9	2,7	4,2	3,5	3,6	3,5	3,6	3,3
Eurolândia	2,0	1,6	0,9	0,7	2,0	2,2	1,6	1,2	2,3	1,8
Japão	1,2	0,2	-0,3	1,4	2,7	2,3	0,8	2,0	1,9	2,0
Alemanha	1,6	0,8	0,1	-0,2	1,6	1,8	0,8	0,8	1,9	1,2
Reino Unido	2,9	2,3	1,8	2,5	3,2	2,5	2,6	1,9	2,6	2,2
França	2,0	2,1	1,1	0,9	2,0	2,3	2,0	1,5	2,2	1,8
Itália	1,6	1,8	0,4	0,3	1,2	1,9	1,2	-	2,0	1,4
Canadá	3,5	1,8	3,4	2,0	2,9	3,1	2,8	2,9	3,0	3,2
NICs asiáticos	5,9	1,3	5,3	3,1	5,6	4,0	4,0	4,0	4,8	4,7
Países em desenvolvimento ⁽⁴⁾	4,4	4,2	4,7	6,5	7,3	5,9	6,3	6,4	6,0	6,1
Ásia em desenvolvimento	7,6	5,6	6,6	8,1	8,2	6,9	7,4	7,8	7,1	7,2
América Latina e Caribe	3,3	0,5	0,0	2,2	5,6	3,6	4,1	4,1	3,7	3,8
CEI	-4,3	6,3	5,3	7,9	8,4	6,6	6,5	6,0	6,0	5,7
Europa central e oriental	2,7	0,2	4,4	4,6	6,5	4,8	4,5	4,3	4,5	4,6
Oriente Médio	3,6	3,7	4,2	6,5	5,5	4,8	5,0	5,4	4,9	5,0
África	2,6	4,1	3,6	4,6	5,3	5,4	5,0	4,5	5,4	5,9

Notas: (1) Base do *World Economic Outlook*, Sept. 2005.

(2) 2005a, b e c são, respectivamente, as previsões do FMI em setembro de 2004, abril de 2005 e setembro de 2005.

(3) Coreia, Taiwan, Hong Kong e Cingapura.

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

(5) 26 países asiáticos, entre os quais China, Índia e o Asean-4.

No campo dos avançados, não há alteração de nota nas previsões relativas à economia norte-americana; a julgar pela reiteração dos números, reina por lá a mais completa estabilidade. A economia cresce a uma excelente velocidade de cruzeiro, em torno de 3,5% ao ano. Dado seu peso (21% do PIB global, calculado com base na paridade do poder de compra), e o peso de seu déficit em conta corrente (70% da soma de todos os déficits), a maior parte do qual explicado pelo déficit comercial, mantém seu papel como âncora do crescimento global.

Em contraste, as previsões para a Eurolândia (15% do PIB global) – como, em particular, para Alemanha e França – foram gradualmente rebaixadas nos três últimos relatórios semestrais do FMI. A instituição agora

espera uma taxa de apenas 1,2% em 2005. Já as previsões relativas ao Japão (7% do PIB global) foram as mais oscilantes, refletindo a dificuldade de compreender o que realmente se passa naquela economia, marcada há tantos anos pela combinação inusitada, no pós-guerra, de estagnação com deflação; a perspectiva para 2005 partiu de 2,3%, em setembro do ano passado; caiu a 0,8% em abril, para ser soerguida a 2,0% no último relatório.

A Tabela 2 ilustra o contraste, nos últimos 6 trimestres, entre a performance norte-americana, com crescimento relativamente mais acelerado e calcado na demanda interna, e as economias da Eurolândia e do Japão. Crescendo mais do que o conjunto dos países avançados, os Estados Unidos contribuem para o movimento assimétrico que tem caracterizado a economia global na última

década: grosso modo, enquanto os norte-americanos mantêm sua ponderação no PIB global, a Ásia em desenvolvimento e os NICs asiáticos (classificados entre os avançados pelo FMI) ganham rapidamente mais peso relativo, em prejuízo de Europa, Japão⁴ e outros sub-conjuntos pouco afortunados, como a América Latina. Confirmadas as previsões do FMI, o bloco Estados Unidos e Ásia dinâmica responderá por mais de 60% do crescimento global em 2005.⁵ Os dados recentemente divulgados sobre o crescimento, no terceiro trimestre, das economias norte-americana (taxa anualizada de 3,8% em relação ao segundo trimestre deste ano) e chinesa (9,5% em relação ao terceiro trimestre de 2004), apenas confirmam a tendência.

Oriente Médio, nas asas do petróleo caro, 5,4%. Na América Latina, o crescimento será de apenas 4,1%, inferior ao da Comunidade de Estados Independentes (6,0%), do leste europeu (4,3%) e mesmo da África (4,5%).

Mantém-se tesa, assim, a corrente que tem arrastado a economia global, e que vai do consumidor norte-americano ao produtor chinês, prolongando-se para os fornecedores asiáticos de equipamentos e componentes e, por fim, para os fornecedores mais periféricos de *commodities*.

Para 2006, a previsão do FMI é de um crescimento um pouco mais acelerado no conjunto dos países avançados, de 2,7%, com ligeira

Tabela 2

G6: variações trimestrais do PIB e de itens selecionados da demanda final

	Estados Unidos					Japão					Alemanha				
	C Priv	FBKF	X	M	PIB	C Priv	FBKF	X	M	PIB	C Priv	FBKF	X	M	PIB
2004T1	1,1	1,5	1,2	2,9	1,0	0,6	0,4	5,2	3,7	1,3	0,5	-1,9	3,3	1,6	0,5
2004T2	0,5	3,4	1,7	3,5	0,9	0,0	-2,1	3,0	1,9	-0,4	-0,2	-0,3	3,2	2,0	0,2
2004T3	1,1	1,5	1,3	1,1	1,0	0,0	0,0	0,7	2,3	-0,1	0,0	0,9	-0,5	2,4	-0,1
2004T4	1,1	1,7	1,7	2,7	0,8	-0,3	0,3	1,5	2,1	0,1	0,8	-0,4	0,5	0,5	-0,1
2005T1	0,9	1,3	1,8	1,8	0,9	1,2	1,6	-0,1	0,7	1,4	-0,5	-1,2	2,5	-0,6	0,8
2005T2	0,8	2,5	2,6	-0,1	0,8	0,6	1,6	2,9	1,5	0,8	-0,3	0,2	1,2	2,3	0,0
	Grã-Bretanha					França					Itália				
	C Priv	FBKF	X	M	PIB	C Priv	FBKF	X	M	PIB	C Priv	FBKF	X	M	PIB
2004T1	1,3	0,8	2,2	0,5	1,0	0,8	-0,4	0,1	0,3	0,6	1,1	3,4	-1,5	-0,3	0,5
2004T2	1,4	2,1	1,1	2,8	0,7	0,8	0,9	1,0	3,4	0,8	-0,5	0,5	3,7	1,9	0,3
2004T3	0,4	0,5	1,0	1,5	0,3	-0,2	-0,2	0,2	2,2	0,1	0,0	-1,5	4,5	1,1	0,4
2004T4	0,6	0,8	1,1	1,8	0,5	1,1	1,2	1,0	1,2	0,6	0,5	-1,3	-4,5	0,1	-0,4
2005T1	0,1	0,0	-0,7	-0,8	0,3	0,7	1,5	-0,3	0,5	0,4	0,1	-0,8	-4,7	-2,9	-0,5
2005T2	0,4	1,0	4,4	1,9	0,5	-0,2	-0,2	1,0	1,1	0,1	0,6	1,5	5,5	4,8	0,7

Fonte: OCDE. *Quarterly National Accounts Database*.

Para os NICs asiáticos, o FMI prevê um crescimento de 3,2% em 2005. O grupo Ásia em desenvolvimento (que inclui, entre outros países, China, Índia e ASEAN-4) deverá crescer 7,8%. O

desaceleração nos Estados Unidos, mas recuperação na Eurolândia (1,8%) e estabilidade no Japão (2,0%). O oposto se daria nos países em desenvolvimento; a previsão é de um crescimento de 6,1%, com desaceleração na Ásia (incluindo, uma vez mais, uma previsão de *soft landing* na China, com uma taxa de 8,2%), na América Latina (3,8%) e no Oriente Médio (5,0%). Já o comércio mundial, cujo crescimento deve cair de 10,3% em

⁴ A economia japonesa cresceu 0,4% no terceiro trimestre de 2005 (em relação ao trimestre anterior), ou uma taxa anualizada de 1,7%. Foi este o quarto trimestre consecutivo de crescimento; ao longo de 2005, porém, as variações trimestrais têm sido decrescentes.

⁵ Estados Unidos e China contribuirão com aproximadamente 45% e a Índia com 10%. Rajan, R. G. (2005a). *Global imbalances – an assessment*, Oct. 25th.

2004, para 7,0%, em 2005, teria uma pequena aceleração, para 7,4%.⁶

Ora, a média anual do crescimento global durante o último e longo *boom*, entre 1992 e 2000, foi de apenas 3,5%. No auge do ciclo, nos anos de 1999-2000, foi de 4,1%. Compondo-se o crescimento excepcional de 2004, de 5,1%, com os números previstos para os dois anos posteriores, chega-se a uma média de 4,6%. Nada mal. Um pouquinho mais, estaremos beirando os 4,9% que marcaram o período 1950-73, nos anos gloriosos de Bretton Woods.

Sim, nada mal. Então, tudo bem? – Não necessariamente. As previsões acima referidas provêm do cenário *baseline* do FMI. A despeito da pressão jornalística, instituições e economistas mais prudentes evitam comprometer-se com previsões pontuais. Especulam em relação ao futuro, sim, mas também fazem – como aplicadores sóbrios – algumas operações de *hedge*, delineando cenários mais otimistas e mais pessimistas do que aquele consistente com as previsões básicas. O cenário *baseline* do FMI é sem dúvida auspicioso. Mas os riscos de um desvio em relação ao cenário central, adverte o Fundo, apontam mais para baixo do que para cima.

Uma corrente, como se sabe, é tão forte quanto seu elo mais fraco. O Fundo, o BIS e vários outros analistas têm, de forma recorrente, manifestado preocupações não em relação a um, mas a vários dos elos por meio dos quais se transmitem os impulsos do crescimento econômico global. No centro das preocupações está a idéia de “sustentabilidade”: uma palavra sonora, mas um conceito de aplicação escorregadia. O endividamento do consumidor norte-americano, o déficit corrente dos Estados Unidos, o superávit corrente e a acumulação de

reservas por parte da China (e de outros países em desenvolvimento), o preço dos imóveis nos Estados Unidos (e em outros países, principalmente desenvolvidos), os preços de ativos financeiros públicos e privados, de países centrais e emergentes... são crescentes e insustentáveis, na opinião dos pessimistas. Expressam desequilíbrios que têm se aprofundado e que, em algum momento, podem revelar sua fragilidade e ser revertidos de forma abrupta, por exemplo por uma mudança nas expectativas dos agentes ou por algum outro tipo de choque político ou econômico. Maior o desequilíbrio acumulado, mais custoso será o processo de ajustamento.

A mesma advertência é recebida com o mesmo enfado. Dissociar-se da massa de investidores que vive o aqui e o agora, lucrando enquanto persiste a alta, exige ousadia e, fundamentalmente, pode sair caro. Como observa Roach, “*being early is being wrong*”.⁷ O que é insustentável um dia desaba. Mas a tragédia da análise macroeconômica é poder “identificar as tensões do desequilíbrio” mas não a natureza e o *timing* dos processos que conduzirão a um novo equilíbrio.⁸ Até que o teto caia, os lucros arrebatados pela manada podem ser polpudos, tanto mais quando cada investidor acalenta a esperança – suscitada, escreveu Keynes, pela fartura de liquidez que só desaparece quando passa a ser desejada por todos – de que saberá identificar o momento certo de passar o mico à frente, migrando para ativos e mercados mais seguros.

⁷ Roach, S. (2005). Timing the rebalancing call. Morgan Stanley. *Global Economic Forum*, Sept. 19th.

⁸ No mesmo sentido, Donald Kohn, um dos “governadores” do Fed, observou recentemente que “*Economists, including those at central banks, simply are not very good at understanding, much less predicting, the dynamics of asset price adjustments; and I would guess that our ignorance is especially profound when those dynamics may be in the process of shifting*”. Kohn, D. (2005). *The Economic Outlook*. Remarks at the 2006 Global Economic and Investment Outlook Conference, Oct. 19th.

⁶ Já a OMC calcula a expansão do comércio internacional em 2004 em 9,0%, prevendo um crescimento de 6,5% em 2005 e 7,0% no próximo ano.

Entretanto, para além daqueles que apenas surfam na crista das sucessivas ondas que empolgam os mercados, há os otimistas que acreditam profundamente que os processos em curso expressam mudanças importantes nos “fundamentos” da economia global e que, portanto, não serão revertidos tão cedo. Situa-se nesse campo a hipótese de um Bretton Woods II, defendida por Michael Dooley, David Folkerts-Landau e Peter Garber em vários artigos.⁹ No início deste ano, Ben Bernanke contribuiu para o time otimista com a idéia de um excesso de poupança (um *saving glut*) global.¹⁰

2 Desequilíbrios globais: *business as usual*

Ao negociar com os norte-americanos a arquitetura do sistema monetário e financeiro internacional do pós-guerra, Keynes defendeu a instituição de mecanismos que reduzissem a *assimetria* entre países deficitários e superavitários. Países que têm déficit em conta corrente – talvez por estarem a crescer a taxas maiores do que seus parceiros – vêm-se às voltas com dívidas externas crescentes ou reservas em divisas cada vez menores. Já países superávits acumularão créditos contra os primeiros, ou aumentarão suas reservas. A situação deficitária exige, mais cedo ou mais tarde, um ajustamento, uma vez que nem a capacidade de endividamento externo nem as reservas são ilimitadas. Não há, porém, limites óbvios para a acumulação de créditos ou reservas pelos países superavitários. Num mundo mais simétrico, o ônus do ajustamento seria dividido entre as partes. Países deficitários poderiam adotar políticas menos contracionistas se contassem com a adoção de políticas expansionistas por parte dos parceiros superavitários.

⁹ Ver, especialmente, Dooley, M. P.; Folkerts-Landau, D.; Garber, P. (2003). *As essay on the revived Bretton Woods system. NBER Working Paper Series 9971.*

¹⁰ Bernanke, B. (2005). *The global saving glut and the U.S. current account deficit.* Remarks at the Homer Jones Lecture, Apr. 14th.

O argumento de Bernanke (2005) resgata, em parte, a lógica subjacente à análise de Keynes: déficits em conta corrente não são necessariamente explicados por políticas equivocadas dos países deficitários; portanto, não necessariamente toca *apenas* a eles adotar medidas de ajustamento. Bernanke, porém, aplica o raciocínio de forma peculiar e a um país peculiar (pela autonomia de que desfruta na definição de suas políticas econômicas). Seu objetivo explícito é contradizer a “visão comum de que a deterioração recente da conta corrente norte-americana reflete *primariamente* políticas econômicas e outros desenvolvimentos econômicos dentro dos próprios Estados Unidos”. Para ele, os déficits comercial e em conta corrente norte-americanos refletem, isto sim, e de forma passiva, “políticas econômicas e outros desenvolvimentos” ocorridos *no exterior*, e particularmente nos países em desenvolvimento – “convenientemente”, diz o *Economist*, “desviando a atenção das decisões monetárias e fiscais tomadas pelos *policymakers* norte-americanos”.¹¹ O ônus do ajustamento deveria recair integralmente sobre os países em desenvolvimento. A abordagem “mais direta” à questão, escreve Bernanke, consiste em “ajudar e encorajar os países em desenvolvimento a reingressar nos mercados internacionais de capitais no seu papel mais natural como tomadores, e não como emprestadores”.¹²

Os “outros desenvolvimentos” são a seqüência de crises financeiras que abalaram, a partir de 1994, pela ordem, México, o leste asiático, a Rússia, o Brasil e a Argentina. Frente a essas crises, os países em desenvolvimento (mesmo aqueles que não sofreram seus impactos diretos, como a China), diz Bernanke, “ou escolheram ou foram forçados a adotar novas estratégias para administrar os fluxos

¹¹ *The Economist* (2005). *The great thrift shift*, Sept. 22nd.

¹² Para isso, deveriam eles, entre outras medidas, “remover barreiras ao fluxo livre de capital financeiro”.

internacionais de capitais”. Contiveram sua propensão “natural” a importar capital e com isso financiar seus déficits em conta corrente. Buscaram inverter o sinal dessa conta, mediante estratégias de crescimento puxado pelas exportações (beneficiadas, por exemplo, pela manutenção de taxas de câmbio desvalorizadas) que permitiram a ampliação dos superávits comerciais e a acumulação de divisas. O objetivo da última seria a criação de um colchão amortecedor, capaz de reduzir a vulnerabilidade das economias às viravoltas típicas dos fluxos internacionais de capitais.

Até esse ponto, a “*story*” contada por Bernanke em essência repisa os argumentos do Bretton Woods II. Estes apontam, corretamente, para a acomodação existente entre duas “negligências benignas”: a dos Estados Unidos, cujo crescimento se dá às custas de déficit em conta corrente e passivo externo líquido crescentes, e a do resto do mundo – incluindo, sem dúvida, países em desenvolvimento escaldados pelas crises passadas – onde o crescimento implica a acumulação de reservas denominadas numa moeda cuja taxa de câmbio sustenta-se sobre expectativas incertas, como as proverbiais (entre os economistas) botas penduradas no ar pelos próprios cadarços.¹³

É curiosa, porém, a descrição, por Bernanke, dos Estados Unidos como uma espécie de gigante passivo e compassivo. Um fato: o estoque crescente de divisas dos países em desenvolvimento – alimentado também pelo aumento dos superávits correntes dos países exportadores de petróleo nos últimos anos – foi canalizado, em sua maior parte, para os mercados financeiros norte-americanos. Isso é sem dúvida

natural, dados a profundidade e sofisticação desses mercados e “o status internacional especial do dólar norte-americano”, mencionado de passagem pelo autor. Bernanke, contudo, vai além: a economia norte-americana teria se ajustado a esses influxos, entre 1996 e 2000, devido à pujança da “nova economia”, por intermédio da valorização nos preços das ações; posteriormente, pela redução das taxas de juros dos *bonds* (que determinou, por sua vez, a valorização dos imóveis). O crescimento, nos dois períodos, da riqueza das famílias norte-americanas conduziu à redução da poupança, acarretando o aumento do déficit em conta corrente.

O problema dessa seqüência causal consiste em omitir completamente o papel do Fed e do executivo norte-americano. O Fed deu inegável suporte ao longo *boom* dos anos 90 e à bolha acionária. Com o apoio fortíssimo da reversão da política fiscal promovida por Bush, sustentou também a recuperação da recessão de 2001 e a inflação no valor dos ativos imobiliários e financeiros. As diferentes composições de políticas macroeconômicas adotadas nos Estados Unidos vêm, desse ponto de vista, conduzindo o processo ao longo do qual o pequeno e breve superávit em conta corrente norte-americano de 1991 tornou-se negativo em 1992, respondendo já por 16% do déficit em conta corrente global neste ano, 33% em 1995 e 73% em 2002 (ver Gráfico 1).¹⁴ Como ressalta a Unctad (2005, p. 18),¹⁵ não se trata de que, no resto do mundo, tenha surgido, por geração espontânea (ou por um acesso de moderação no consumo), uma enorme massa de recursos que não saberiam encontrar uso alternativo à aplicação em ações e títulos do Tesouro norte-americanos. Tais recursos só

¹³ Um dos aspectos questionáveis na hipótese Bretton Woods II, tal como advogada por Dooley e seus parceiros, é a aposta em que os bancos centrais dos países superavitários terão condições e intenções de garantir indefinidamente a estabilidade do dólar, mesmo em caso de sobressaltos originados no âmbito das decisões privadas.

¹⁴ O número caiu para 69% em 2004. Os ganhos de participação dos países imediatamente abaixo na lista dos mais deficitários foram, para o mesmo período, os da Espanha (de 2,4% para 5,1%), do Reino Unido (de 4,0% para 4,9%), da Austrália (de 2,5 para 4,1%) e da Itália (de 1,0% para 2,6%).

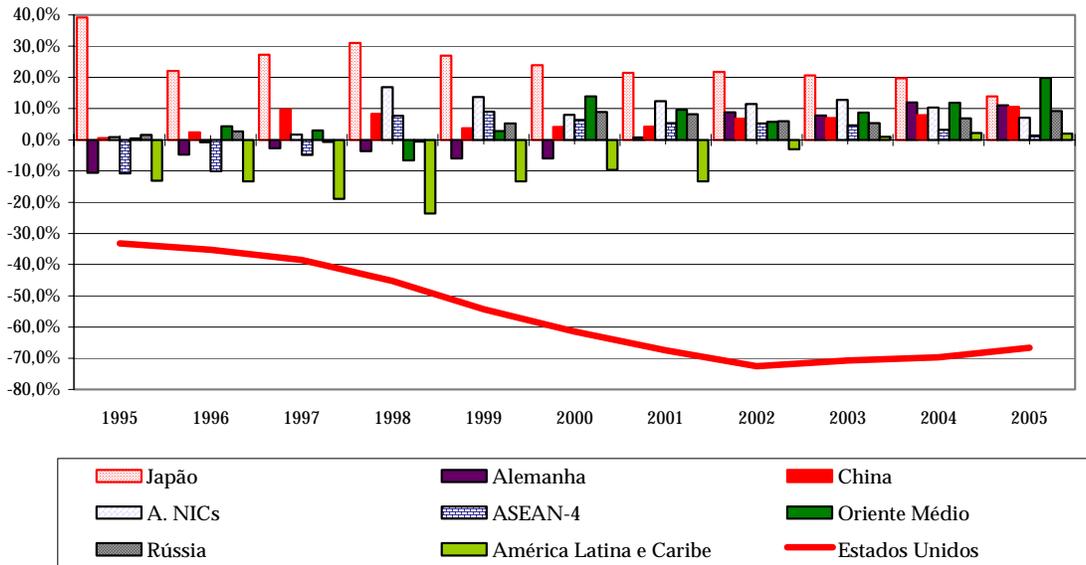
¹⁵ Unctad (2005). *Trade and development report*.

vieram a existir porque os Estados Unidos exerceram a autonomia na definição de políticas econômicas de que dispõem no sentido de estimular fortemente sua economia.

tradicional, uma contração do consumo (que implicaria, para um dado nível de renda, uma “poupança desejada” maior) determinaria um deslocamento para a esquerda da função IS,

causando uma redução na renda, e, *por essa razão*, uma certa redução nos juros no novo ponto de equilíbrio. Tal abordagem, embora problemática,¹⁷ é ao menos um pouco mais realista do que o resgate simplista da teoria dos fundos emprestáveis, aparentemente promovido por Bernanke.

Gráfico 1
Saldos em conta corrente de países ou regiões
(% do superávit ou do déficit em conta corrente global ¹⁾)



⁽¹⁾ Para os Estados Unidos, déficit corrente como porcentagem do “déficit corrente global”, i.e., da soma de todos os déficits em conta corrente nacionais. Para os demais países e regiões, saldos em conta corrente como porcentagem do “superávit corrente global”.

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

A explicação de Bernanke para a queda das taxas de juros longas não possui – de resto, nem pleiteia – um *pedigree* propriamente keynesiano. Segundo o autor, a “análise de livro-texto sugere que, com a poupança desejada superando o investimento desejado, a taxa real de juros deveria cair de forma a equilibrar o mercado para a poupança global. De fato, as taxas reais de juros têm sido relativamente baixas nos anos recentes, não apenas nos Estados Unidos mas também no exterior”. Um pouco mais keynesiana é a análise por economistas do JPMorgan.¹⁶ Lembrem-nos eles de que, nos termos de um modelo IS-LM

A insuficiência da teoria dos fundos emprestáveis reside, na visão de Keynes, no fato de que o valor dos ativos financeiros – e, com ele, o das taxas de juros – responde não apenas (e talvez nem principalmente) ao volume de novas emissões, contraposto à disposição (por parte dos agentes superavitários) de neles aplicar sua poupança corrente, mas à avaliação, por parte do conjunto de agentes, financeiros e não-financeiros, quanto à conveniência de seguir carregando, em seus portfólios, o imenso **estoque** de títulos “velhos”. Essa avaliação, que é afetada pela *policy*

¹⁶ Loeys, J.; Mackie, D.; Miggyesi, P.; Panigirtzoglou, N. (2005). Corporates are driving the saving glut. JPMorgan, Jun. 24th. Ver também *The Economist* (2005). The corporate savings glut, Jul. 7th.

¹⁷ Entre outros motivos, porque não explicita a presença de *policy rates* que são *decididas* pelos bancos centrais e, assim, não pode dar conta do problema da relação entre juros curtos e longos (i.e., da chamada *yield curve*).

rate corrente, depende também de expectativas e do grau de confiança depositado nessas expectativas (quanto à evolução futura dos preços desses mesmos ativos, das *policy rates*, das taxas de inflação).¹⁸

Obviamente, as decisões tomadas na margem pelos agentes – i.e., supondo que as escolhas que regeram a composição prévia de seus portfólios não sejam alteradas – também exercem impacto sobre valores dos ativos e taxas de juros. Nesse sentido, *ceteris paribus*, a “negligência benigna” dos bancos centrais que têm acumulado imensas reservas em dólares certamente contribuiu a sustentação dessa moeda (agora também propelida pelo aumento da *policy rate* norte-americana) e do valor dos ativos financeiros (em geral, títulos governamentais ou das agências hipotecárias) adquiridos.

Os analistas do JPMorgan, por outro lado, sem descartar esse efeito, como tampouco o da política monetária, chamam a atenção para um elemento elidido por Bernanke. Na avaliação dos primeiros, o aumento no saldo financeiro das empresas (excesso da poupança empresarial sobre investimento) do G-6 (ver Tabela 3), representou, nos últimos quatro anos, um valor (PIB\$ 1091 bilhões) aproximadamente 5 vezes superior ao do aumento da poupança das economias emergentes (PIB\$ 208 bilhões). A dívida das empresas em relação ao PIB caiu fortemente no Japão e nos Estados Unidos (caiu também, mas menos, na Eurolândia). A participação dos lucros no PIB também aumentou, de forma significativa, nos dois primeiros países, enquanto caía (para recuperar-se um pouco, a partir de 2004, e só nos Estados Unidos) a taxa de investimento (PIB, 2005, p. 26).

¹⁸ Maior confiança nas expectativas implica redução dos prêmios de risco. Há, no texto de Bernanke, uma menção a essa questão – atribuindo a redução desses prêmios à “maior estabilidade macroeconômica e monetária” – desterrada, porém, para uma nota de rodapé.

As empresas promoveram, com isso, um significativo ajustamento em seus balanços. Quedas na demanda por empréstimos e por novas emissões, por parte das empresas motivaram os bancos a aplicar recursos em *bonds*. E mais: empresas superavitárias puderam realizar operações de tesouraria em maior volume. Todos esses fatores teriam contribuído para a redução das taxas longas.¹⁹

Mas há outras objeções possíveis à análise de Bernanke, em particular à forma como explica o déficit em conta corrente norte-americano a partir de um suposto excesso de poupança nos países em desenvolvimento. Aqui não se trata, em primeira instância, de um problema teórico. Nas contas nacionais, o déficit em conta corrente é idêntico ao excesso de investimento sobre a poupança nacional (empresas, famílias e governo); em consequência, o déficit em conta corrente norte-americano representa excesso de investimento sobre poupança nos Estados Unidos, e tem como contrapartida excessos de poupança sobre investimento em outros países. De fato, como mostra o Gráfico 2, o déficit corrente do grupo “países em desenvolvimento mais NICs asiáticos”²⁰ atinge um pico em 1993, anda de lado até outro pico em 1998 e, a partir daí, avança

¹⁹ A análise do JPMorgan embute uma implicação importante: a recuperação do investimento empresarial – aparentemente em curso ao menos nos Estados Unidos – subtrairia um dos determinantes do enigma dos juros longos. Há, decerto, outros fatores em atuação: o peso crescente dos fundos de pensão e a tendência a que destinem – até por imposição legal – maior parcela de suas aplicações a ativos longos; a confiança na disciplina fiscal dos governos de países avançados, como também na capacidade, por parte das autoridades monetárias, de manter taxas de inflação relativamente baixas e estáveis (BIS, 2005). No entanto, transtornos de curto prazo, no ambiente macroeconômico vigente, podem perfeitamente soterrar temporariamente – ou mesmo alterar – as tendências de longo prazo supostamente amarradas aos fundamentos.

²⁰ O FMI inclui o grupo “NICs asiáticos” (Coreia, Taiwan, Hong Kong e Cingapura) no conjunto das economias avançadas. A adequação ao argumento de Bernanke, porém, levou-nos a reconduzir esses NICs ao grupo das “outras economias emergentes e países em desenvolvimento” – que é composto por todas as economias que o FMI não classifica como “avançadas”.

intrepidamente rumo a paragens positivas nunca dantes palmilhadas.²¹

Tabela 3

G-6: Saldos financeiros ⁽¹⁾ dos macro-setores no G-6 ⁽²⁾

	1996	2000	2004
G-6 ^{INF} =			
Saldo financeiro governamental	-795	-114	-1096
Saldo financeiro das famílias	594	271	26
Saldo financeiro das empresas	206	-525	566
Estados Unidos	39	-442	176
Eurolândia	50	-201	47
Japão	127	228	271

⁽¹⁾ Diferença entre poupança bruta e investimento bruto.

⁽²⁾ Estados Unidos, Eurolândia, Japão, Reino Unido, Canadá e Austrália.

Fonte: IMF (2005b: 12). *Global Financial Stability Report*, Sept. Dados do JPMorgan.

Por um lado, porém, a descrição do comportamento do saldo em conta corrente a partir da evolução do investimento e da poupança, embora correta do ponto de vista contábil, corre o risco de pecar por poder de síntese excessivo. Uma história completa não pode deixar de explicitar outros fatores que contribuem para determinar as contas correntes, como o diferencial entre o crescimento do país e o dos principais parceiros comerciais, a alteração progressiva na distribuição global da capacidade produtiva entre os países,²² a evolução da produtividade no setor de bens *tradable* e da taxa real de câmbio.

Por outro lado, vários outros processos em curso são desconsiderados por Bernanke. O Gráfico 3 mostra que no grupo de “economias

avançadas”, na classificação do FMI,²³ excluindo-se os deficitários contumazes (Estados Unidos, Reino Unido, Espanha e Austrália), verificam-se superávits em conta corrente não apenas elevados como também rapidamente crescentes após 2001. Há, então, uma outra *story* a ser contada com base no crescimento do superávit corrente de países como Japão, Alemanha, Canadá e outros. Na Tabela 4, os dados são apresentados a partir de 1991 (único ano em que os Estados Unidos

obtiveram superávit em conta corrente no período 1982-2004) e de forma mais desagregada. Vale a pena reparar na última coluna, que assinala a variação, entre 1996 e 2004 (período privilegiado pela análise de Bernanke), do saldo em conta corrente dos vários países e regiões; chama a atenção o crescimento dos saldos de Japão, Alemanha e do sub-grupo de outros países avançados com grande superávit em 2004. Além disso, convém observar que, desde 1999, o crescimento do superávit em conta corrente do conjunto de países em desenvolvimento mais NICs asiáticos é muito menos veloz quando dele se exclui o superávit corrente do Oriente Médio (Gráfico 2). A valorização do petróleo²⁴ necessariamente suscita fortíssimos aumentos do superávit corrente dos exportadores da *commodity*, pela simples razão de que as esses países não têm condições de converter eficientemente os influxos em dispêndio em investimento ou consumo.²⁵

²¹ Os analistas do JPMorgan, no trabalho já citado, chamam a atenção também para o fato de que a acumulação de reservas, na Ásia, excede o saldo em transações correntes. Os países da região – particularmente a China – operam também como intermediários financeiros, que re-aplicam em dólares os influxos de capital que recebem, por exemplo na forma de investimento direto ou mesmo de *hot money* que aposta na hipótese de uma valorização cambial.

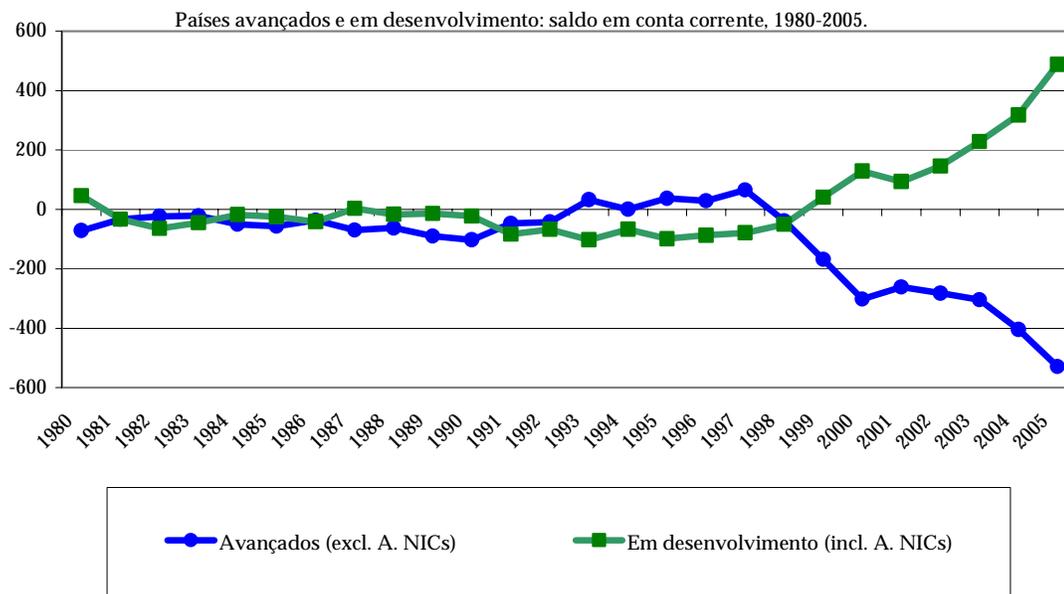
²² A qual pode implicar que os efeitos de uma valorização das moedas asiáticas ou de um aumento do consumo nesses países sobre o saldo em conta corrente norte-americano revelem-se eventualmente muito menores do que os esperados.

²³ Trata-se de 29 economias. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2005/01/data/groups.htm#1>>.

²⁴ Vale lembrar que os preços do petróleo subiram fortemente em 1999 e 2000, caindo até inícios de 2002, quando voltaram a se recuperar.

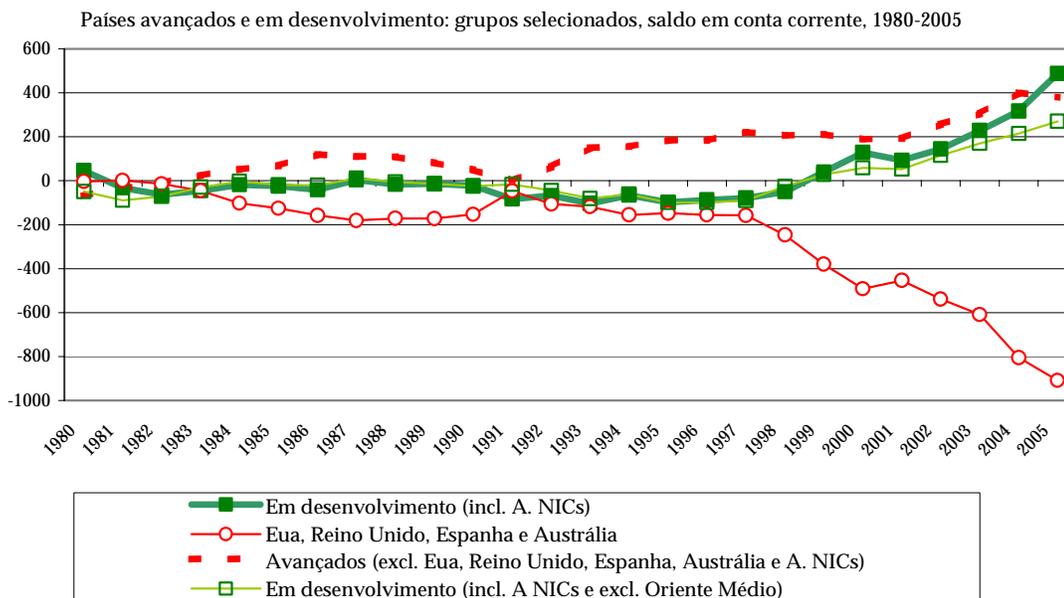
²⁵ E, como lembra o *Economist*, as lições de *booms* passados tornaram os exportadores de petróleo mais frugais, tendo muitos deles criado fundos de estabilização que recolhem os lucros *windfall*. *The Economist* (2005). Reversal of fortune, Sept. 22nd.

Gráfico 1



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

Gráfico 2



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

Vários analistas têm ressaltado que, ao invés de um excesso de poupança, o fenômeno mais importante tem sido o de uma “seca de investimento” (*investment drought*). Com efeito, a relação entre investimento e PIB *globais* tem mostrado uma inequívoca tendência à queda

desde o primeiro choque do petróleo (1973), atingindo um vale histórico em 2002.²⁶

²⁶ A maior parte das informações dos próximos parágrafos foi extraída do capítulo II do *World Economic Outlook*, Sept. p. 92-95.

Tabela 4
Saldos em conta corrente, 1991-2005, US\$ bilhões

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2004-1996
Japão	68,4	112,3	132,0	130,6	111,4	65,7	96,6	119,1	114,5	119,6	87,8	112,6	136,2	172,1	153,1	106,3
Avançados superavitários ⁽¹⁾	-3,4	1,3	15,8	30,3	57,8	70,0	63,4	39,7	69,1	95,9	86,7	90,3	129,0	153,9	171,8	83,9
Alemanha	-24,3	-22,7	-18,9	-30,3	-29,8	-14,1	-9,5	-14,0	-25,6	-30,2	3,0	45,5	51,1	103,8	121,1	118,0
Oriente Médio	-66,6	-22,9	-22,2	-5,6	1,3	12,7	10,7	-25,2	11,9	69,8	39,3	30,0	57,3	102,8	217,6	90,1
A. NICs	12,9	13,7	18,0	13,0	2,5	-2,3	5,9	64,6	58,0	40,1	50,6	59,3	84,4	90,2	78,0	92,5
China	13,3	6,4	-11,9	7,7	1,6	7,2	34,4	31,6	15,7	20,5	17,4	35,4	45,9	68,7	115,6	61,4
Rússia	n.d.	-1,2	2,6	5,3	4,4	8,3	-2,6	-2,1	22,2	44,6	33,4	30,9	35,4	59,9	101,8	51,7
Asean-4 ⁽²⁾	-16,8	-12,3	-14,5	-19,3	-30,6	-30,0	-17,2	29,3	38,0	32,1	21,7	27,2	30,9	27,6	14,7	57,6
América Latina e Caribe	-17,7	-34,9	-46,3	-52,3	-37,3	-39,6	-66,9	-90,6	-56,5	-48,2	-54,2	-16,0	6,3	18,3	21,3	57,9
Estados Unidos	2,9	-50,1	-84,8	-121,6	-113,7	-124,9	-140,9	-214,1	-300,1	-416,0	-389,5	-475,2	-519,7	-668,1	-759,0	-543,2

Notas: ⁽¹⁾ Países e grupos estão dispostos em ordem decrescente de superávit em conta corrente em 2004.

⁽²⁾ O grupo “avançados superavitários” é composto por Canadá, Dinamarca, Holanda, Noruega, Suécia e Suíça, e reúne apenas os países avançados (exclusive Alemanha e Japão) de maior superávit em conta corrente em 2004.

Indonésia, Malásia, Filipinas e Tailândia.

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

No agregado, investimento e poupança são idênticos por definição; a relação entre poupança e PIB globais, portanto, descreve (à parte erros estatísticos) a mesma trajetória. Há diferenças importantes, porém, entre os sub-conjuntos das economias avançadas e das economias em desenvolvimento. A queda das relações investimento/PIB global (e, portanto, poupança/PIB global) é totalmente explicada pelo comportamento de investimento e poupança nas primeiras. A partir de 1997, nessas economias, particularmente nos Estados Unidos e na Eurolândia, a queda na taxa de poupança deveu-se fundamentalmente ao aumento do consumo das famílias (Tabela 4). Com a desaceleração em 2001, o aumento dos déficits públicos também contribuiu para a queda da poupança nacional. O FMI ratifica o ponto, já assinalado em análise do JPMorgan,²⁷ segundo o qual uma das peculiaridades do período recente foi a queda do investimento e o forte aumento da poupança das empresas, notável nos Estados Unidos e na Eurolândia (Tabela 4).²⁸

²⁷ Loeys, J.; Mackie, D.; Miggyesi, P.; Panigirtzoglou, N. (2005). Corporates are driving the saving glut. JPMorgan, Jun. 6th. Ver também *The Economist* (2005). The corporate savings glut, Jul. 7th.

²⁸ A tese dos analistas do JPMorgan é de que as quedas na demanda por empréstimos e por novas emissões, por parte das empresas, teriam contribuído, mais do que o crescimento na poupança nos países emergentes, a reduzir as taxas de juros longas (ver adiante).

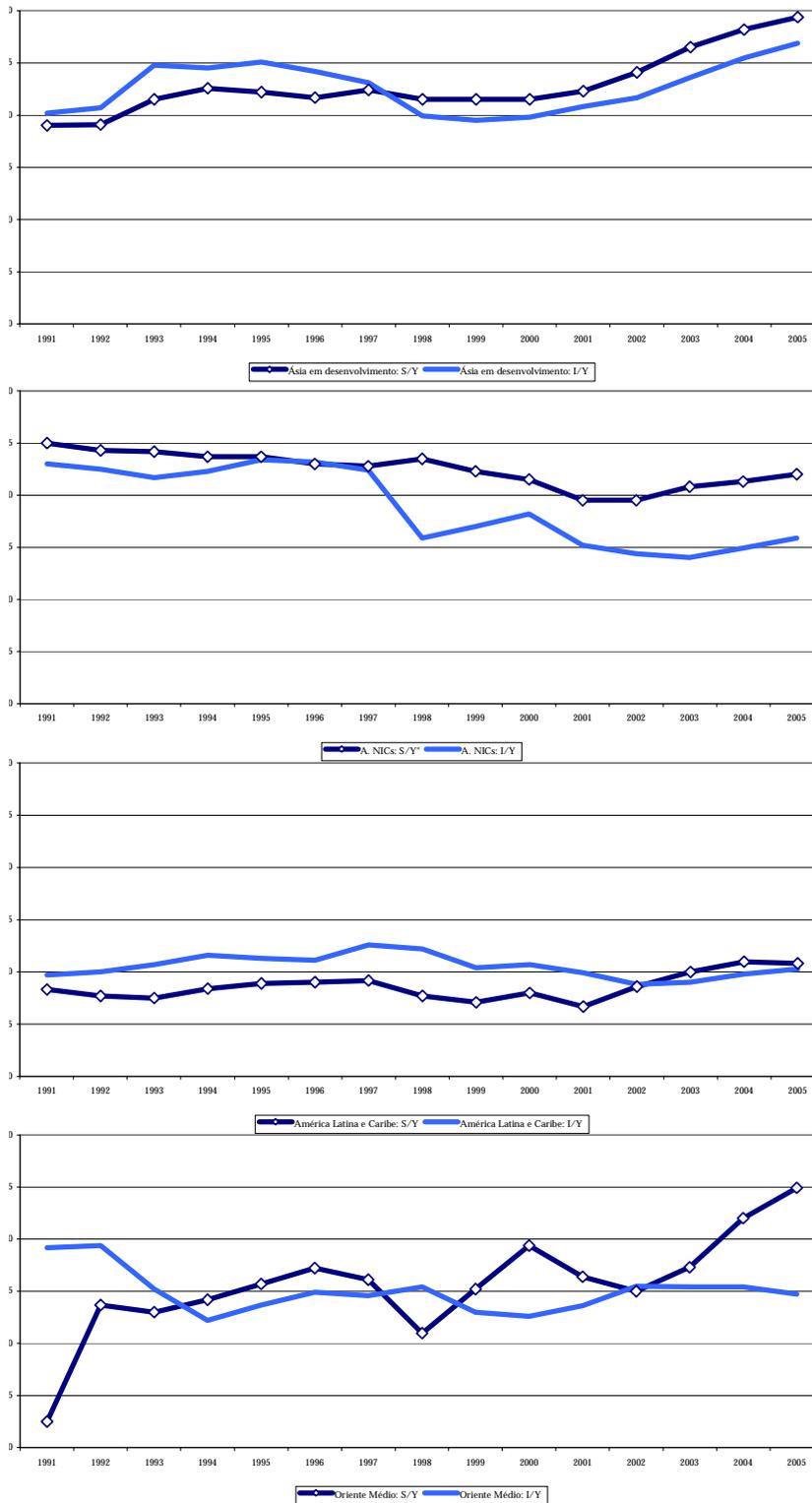
Desde os anos 70, investimento e poupança nos países em desenvolvimento tenderam, pelo contrário, a crescer como proporção do PIB global. A partir de meados da década de 90, porém, as taxas de investimento caíram significativamente no conjunto das economias emergentes. A queda foi particularmente profunda nos países do leste asiático (Gráfico 4). Nessa região, as taxas de investimento mantêm-se ainda em valores muito inferiores aos vigentes nos 20 anos que antecederam a crise de 1997-98.²⁹ Já as taxas de poupança tiveram comportamento muito mais estável. No Oriente Médio, a taxa de investimento tem sofrido poucas alterações de monta;³⁰ já a taxa de poupança varia direta e fortemente com as cotações do petróleo. Em outros termos: no leste asiático, o problema é falta de investimento e não de consumo; entre os exportadores de petróleo, o superávit corrente é consequência inevitável dos preços em alta.

No grupo Ásia em desenvolvimento, houve também uma queda significativa da taxa de investimento. Esta caiu abaixo da taxa de poupança, após o que as duas taxas seguiram trajetórias aproximadamente paralelas.

²⁹ Ver *The Economist* (2005). Reversal of fortune, Sept. 22nd.

³⁰ O *Outlook*, porém, mostra que, para o conjunto mais amplo de países produtores de petróleo, houve também quedas marcadas na taxa de investimento.

Gráfico 4
Poupança e investimento agregados, 1991-2005
(% do PIB do respectivo grupo de países)



Na segunda metade dos anos 90, o episódio mais dramático de recuperação do investimento foi o ocorrido na China. Desde 1990, o país só não teve superávit em conta corrente em 1993. O aumento ano a ano desse superávit desde 2001 pode, é claro, ser apresentado como um excesso crescente da poupança nacional sobre o investimento. Mas, como lembra o *Economist*, a taxa de poupança das famílias de fato caiu a partir de meados da década de 90. O aumento da poupança nacional decorreu da poupança governamental e empresarial.³¹

Em face desses dados, Raghuram Rajan (2005a), diretor do departamento de pesquisas do FMI, deixa mais claro do que o próprio *Outlook* qual o problema do Fundo com o argumento de Bernanke. Segundo ele, a idéia do excesso de poupança “implicaria que países obtendo superávits em conta corrente deveriam reduzir os incentivos domésticos a poupar”, recomendação equivocada na hipótese de que o principal problema esteja no “*investment drought*”.³² Em lugar disso, Rajan ratifica a proposta veiculada no *Outlook*, de um grande acerto envolvendo, de um lado, Estados Unidos (onde o consumo privado deveria desacelerar) e, de outro, Japão, Eurolândia, Ásia Emergente e exportadores de petróleo (onde o investimento – e, em alguns casos, também o consumo – deveria

³¹ *The Economist* (2005). The frugal giant, Sept. 22nd.

³² Isso porque, segundo ele, o estímulo ao consumo, somado à futura recuperação do investimento, geraria taxas de juros reais excessivamente elevadas.

aumentar).³³ Contrariamente a Bernanke,³⁴ portanto, não isenta os Estados Unidos de responsabilidade na criação e no encaminhamento do problema do “desequilíbrio global”.

3 Greenspan e o FED: cutucando a bolha com a vara curta

De uma instituição como o FMI, guardião de supostos bons costumes na política econômica e na arquitetura das instituições, espera-se realmente que alerte, vez por outra, os países-membros e seus cidadãos acerca dos riscos e das melhores escolhas no sentido de garantir a estabilidade econômica global. Mas a verdade é que o Fundo tem pouco poder (além daquele que exerce sobre os países que se vêem forçados pelas circunstâncias a com ele assinar acordos). Os agentes econômicos dão de ombros, e seguem fazendo *business as usual*.

A situação é um pouco distinta quando o púlpito de que se profere a homilia é o do próprio Fed. Especialmente se quem fala é o próprio sumo-sacerdote Greenspan, a um passo da aposentadoria, mas de forma alguma um *lame duck*. Os mercados ouvem, por um instante contritos, e ponderam se devem entender a fala como um bom conselho ou como um sinal de atos mais drásticos no futuro próximo.

Ainda em junho, em exposição realizada no Congresso norte-americano, Greenspan admitiu, pela primeira vez, a existência, nos Estados Unidos, de algum desvio dos preços imobiliários em relação aos “fundamentos”.³⁵ O oráculo voltou

³³ É claro que, nesse momento, Rajan repete o apelo de sempre às “reformas estruturais” que, na preclara apreciação do FMI, sem sombra de dúvida logriam os fins colimados.

³⁴ Rajan parece opor-se também aos defensores da hipótese de um Bretton Woods, ao afirmar que prefere ver como “uma resposta temporária mas efetiva à crise” aquilo que outros denominam uma “nova ordem”.

³⁵ Como se sabe, Greenspan não falou em bolha, mas apenas em “sinais de espuma em alguns mercados locais em que os preços das residências parecem ter subido a níveis

ao tema em dois outros discursos e um *paper*. No primeiro,³⁶ Greenspan sublinha, como nunca antes, a intensidade da valorização dos imóveis nos Estados Unidos, nos últimos dez anos, e o possível impacto desse fenômeno sobre o comportamento dos consumidores e do déficit em conta corrente norte-americano. Desde 1995, o valor de mercado das casas ocupadas por proprietários aumentou à taxa média de 9% ao ano – o que pelo menos insinua a possibilidade de que se trate de mais um processo insustentável (noutros termos, de uma bolha). A flexibilidade do mercado de financiamento imobiliário norte-americano permite aos proprietários realizar a chamada *equity extraction*, tanto realizando ganhos de capital (mediante a venda a novos proprietários por um valor superior ao valor de aquisição) quanto antecipando ganhos de capital que se espera obter no futuro, mediante os chamados *refinancing cash-outs*³⁷ ou *home equity loans*.³⁸ As operações de *equity extraction* seriam responsáveis, segundo Greenspan, por parte substancial do aumento na dívida hipotecária.

Tais instrumentos transformaram, nas palavras de Bill Gross,³⁹ um analista da PIMCO, as residências norte-americanas em caixas eletrônicas. Os “saques” teriam alcançado US\$ 600 bilhões apenas em 2004, “equivalentes a algo como 7% da renda pessoal disponível” neste

insustentáveis”. Greenspan, A. (2005a). *The economic outlook*. Testimony before the Joint Economic Committee, Jun. 9th.

³⁶ Greenspan, A. (2005b). *Mortgage banking*. Remarks to the American Bankers Association Annual Convention, (September), Sept. 26th.

³⁷ O proprietário contrata uma nova hipoteca, num valor superior ao de seu débito anterior – já amortizado em parte, ou referente a um valor de mercado inferior ao atual – e embolsa a diferença.

³⁸ Trata-se de um empréstimo adicional tomado pelo proprietário da casa hipotecada. O empréstimo é garantido pelo imóvel e em geral é remunerado por juros flutuantes, que têm por referência os retornos de títulos do Tesouro de 2 ou 5 anos. Para maiores explicações, ver por exemplo o site da Federal Trade Commission, disponível em: <www.ftc.gov>.

³⁹ Gross, B. (2005). *Deliberate acts of kindness*. Oct.

ano.⁴⁰ No discurso, Greenspan aventa a hipótese de que o impacto positivo da valorização dos imóveis sobre o consumo pode explicar boa parte da queda da poupança pessoal (agora levemente negativa) desde 1995 – também conectada à ampliação do déficit comercial do país. Curiosamente, aventa ele uma hipótese supostamente alternativa, segundo a qual a queda na poupança teria sido causada pela redução dos juros e pelo aumento na riqueza familiar em geral (e não apenas na riqueza imobiliária). Como, no mesmo texto, a própria valorização dos imóveis é atribuída ao declínio nas taxas de juros sobre as hipotecas, torna-se difícil diferenciar as duas hipóteses.⁴¹

No segundo discurso⁴² – uma louvação da concorrência e da flexibilidade, vistas como responsáveis pela robustez da economia norte-americana frente a choques – Greenspan (2005c) aproveita o ensejo para perpetrar, a um tempo, uma advertência aos navegantes e uma defesa da abordagem de política monetária do Fed.

Segundo ele, no que “talvez seja a maior ironia no *economic policymaking*, o sucesso na estabilização acarreta seus próprios riscos. A política monetária – de fato, toda política econômica – na medida em que é exitosa durante um período prolongado, reduz a variabilidade econômica e, com isso, a percepção do risco de crédito e os *interest rate term premiums*”.⁴³ Faltou apenas citar, além de Keynes (e a teoria da

preferência pela liquidez), o pós-keynesiano Hyman Minsky e suas famosas palavras sobre a “estabilização desestabilizadora”: a própria estabilidade produz alterações na percepção de risco dos agentes, ensejando estratégias mais alavancadas que aumentam a fragilidade dos portfólios de agentes financeiros e não-financeiros e acabam conduzindo a uma crise. A *advertência* de Greenspan diz respeito exatamente à inevitável reversão do processo.⁴⁴

Analisando os mesmos textos, Stephen Roach, num ímpeto dramático, afirma (em tradução livre) que “o Maestro deitou fora a batuta”.⁴⁵ A parte mais importante do *mea culpa* de Greenspan estaria na admissão de que os juros baixos podem ensejar bolhas especulativas de alto poder de destruição. “Mesmo encoberta pelas qualificações do *Fedspeak*, esta é uma confissão espantosa de um banqueiro central que há muito tem sido contrário ao *targeting* de valores de ativos” (id *ibid*).

Mas a interpretação de Roach parece, no mínimo, um tanto precipitada. Greenspan não dá sinais explícitos de que o Fed cogite pautar a política monetária também pelo comportamento dos preços dos ativos. Pelo contrário, escreve que “depende de *policymakers* para perceber quando bolhas especulativas se desenvolveram e para

⁴⁰ Roach (2005), baseado em artigo da autoria de Greenspan e de James Kennedy. (Roach, S. *Batonless*. Morgan Stanley, Global Economic Forum, Sept. 30th).

⁴¹ “De toda forma”, conclui o próprio Greenspan (2005b), “é difícil descartar a conclusão de que uma parte significativa do consumo é determinada por ganhos de capital ou por alguma combinação de ações e imóveis, com os últimos sendo financiados predominantemente por *home equity extraction*”.

⁴² Greenspan, A. (2005c). *Economic flexibility*. Remarks to the National Association for Business Economics Annual Meeting, Sept. 27th.

⁴³ O “*term premium*” é a diferença entre o retorno (*yield to maturity*) de um título de longo prazo e a média dos retornos futuros esperados de títulos de curto prazo. A semelhança entre isso e a idéia de preferência pela liquidez não parece ser mera coincidência.

⁴⁴ “Um declínio no risco percebido freqüentemente reforça a si próprio ao encorajar a presunção de estabilidade prolongada (...) Porém, como as pessoas são intrinsecamente avessas ao risco, os prêmios de risco não podem declinar indefinidamente. Seja qual for a razão para o estreitamento dos *spreads* de crédito (...) a história adverte que períodos prolongados de baixa preocupação com o risco de crédito são invariavelmente seguidos de uma reversão, com uma concomitante queda nos preços dos ativos arriscados. Tais desenvolvimentos aparentemente refletem não só a dinâmica do mercado mas também a óbvia e humana alternância de surtos infecciosos de euforia ou insegurança, e a instabilidade que engendram”. Com efeito, Greenpan apenas reitera intervenções anteriores, em que afirmou, por exemplo, que a história “*has not dealt kindly with the aftermath of protracted periods of low risk premiums*”. Greenspan, A. (2005d). *Reflections on central banking*. Remarks at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, Aug. 26th.

⁴⁵ Roach, S. (2005). *Batonless*. Morgan Stanley, Global Economic Forum, Sept. 30th.

implementar políticas tempestivas para lidar com sucesso com tais desalinhamentos nos preços de ativos é simplesmente irrealista” (Greenspan, 2005c). Reitera, com isso, a posição que vem defendendo,⁴⁶ segundo a qual os bancos centrais não possuem instrumentos para distinguir uma bolha especulativa de uma valorização sustentável do preço de um conjunto de ativos (baseada, portanto, em “fundamentos”), ou para, no primeiro caso, coibi-la sem impor com isso custos significativos à economia como um todo (por exemplo, na forma de uma recessão decorrente da elevação dos juros).

Os bancos centrais, nessa visão, admoestam e emitem sinais aos mercados – como o famoso alerta sobre a “exuberância irracional”, nos anos 90 e, nos últimos meses, a incorporação de palavras pouco canônicas como “espuma” e “bolhas” nos textos da liturgia, bem como as advertências recentes contra a complacência dos mercados e relativas aos riscos embutidos em opções “exóticas” de financiamento imobiliário.⁴⁷ *Atuarão*, porém, após a eventual eclosão da bolha (se bolha houvesse), adotando políticas de contenção de danos, que evitem a implantação de processos cumulativos de deflação de ativos, com aumento da inadimplência, contração no crédito e efeitos recessivos.⁴⁸

Greenspan certamente não ignora que, nessas circunstâncias, erros podem ser custosos. Admite, por exemplo, que uma redução da *equity extraction* (decorrente por exemplo do aumento das taxas de juros sobre as hipotecas) poderia implicar uma recuperação da poupança familiar, ensejando ajustamentos potencialmente “significativos e desordenados (*disruptive*)” (Greenspan, 2005b). Mas confia na habilidade da

instituição. Sob Greenspan, o Fed de fato soube evitar a propagação de choques como a crise bursátil de 1987 e o estouro da bolha acionária da “nova economia”.

Muitos analistas, num largo espectro que vai de keynesianos (como Jane d’Arista) a “austriacos” (como jornalistas do *Economist*) têm, porém, uma opinião bem menos lisonjeira sobre a performance do “maestro”. Para eles, a recusa em empreender uma política mais ativa de controle de bolhas de ativos enalacrou o Fed num processo que envolve riscos elevados e possivelmente crescentes. Sob a conivência do Fed, a bolha infla, chega a seu pico e eclode. O Fed acode, na forma de redução dos juros e suprimento de liquidez, tecendo uma rede de proteção para os agentes ameaçados por riscos de preço e crédito. Com isso, não apenas contém danos como também fornece o insumo para a bolha subsequente, que já nascerá fortalecida – eis o problema do “risco moral” – pela segurança de que, na hipótese de uma “*situation*”, o Fed virá novamente em socorro dos mercados.

Banqueiros centrais, porém, como todos os bons políticos, pensam muito no que dizem e não dizem tudo que pensam. Os sucessivos aumentos da *policy rate* norte-americana (doze desde junho de 2004), agora em 4,0%, têm por objetivo promover um aumento geral das taxas de juros – um deslocamento para cima de toda a chamada *yield curve*. As próprias manifestações de Greenspan, externando perplexidade frente à resistência à alta das taxas longas, somadas às preocupações recentemente manifestadas por vários de seus colegas de Fed com a aceleração dos índices inflacionários, podem ser vistas como tentativas (comedidas ou *measured*, para usar os termos do próprio Fed) de promover o aumento das taxas. A intenção explícita é alcançar níveis “neutros” das taxas reais de juros, i.e., que nem estimulem um crescimento da economia que, superando a taxa potencial de longo prazo, possa ter efeitos inflacionários, nem a conttenham desnecessariamente. Mas não é impossível que

⁴⁶ Para uma crítica, ver, por exemplo, Roubini, N. (2005). Why monetary policy should respond to asset prices and asset bubbles. Disponível em: <www.rgemonitor.com>. Sept.

⁴⁷ Isto é, opções que envolvem um custo inicial inferior mas são mais sensíveis do que as habituais aos riscos de juros e de variações no valor dos colaterais.

⁴⁸ Greenspan, A. (2005e). Closing remarks. Remarks at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, Aug. 27th.

tenham em vista igualmente promover uma reversão controlada do amplo processo de alavancagem e *search for yield* deflagrado pelo longo período de juros globais (ver Gráfico 5) reduzidos após 2001.⁴⁹ Explicitá-lo, porém, equivaleria a comprometer o Fed com um objetivo adicional, além de expô-lo ao risco de deflagrar uma reação exagerada dos mercados.

dar vida a bolhas especulativas.⁵⁰ O que não está comprovado é que possa conter essas últimas por intermédio de instrumentos sutis como admoestações judiciosas.

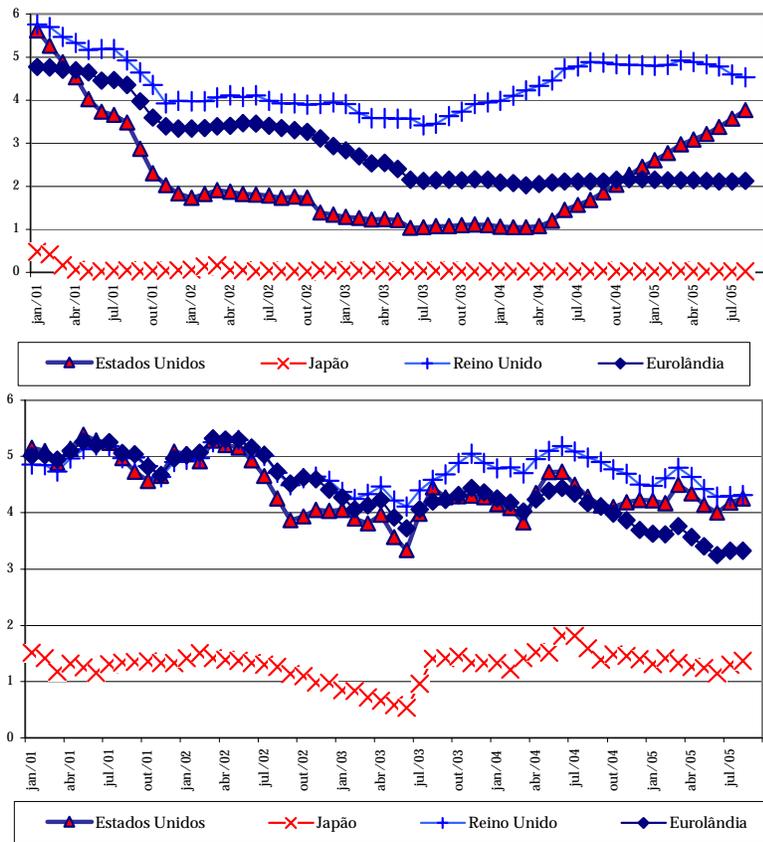
Por outro lado, sempre pode ocorrer que as bolhas venham a desinflar – com maior ou menor estrépito – independentemente do *talking down* do Fed. O FMI, no *Financial Stability Report* de setembro, arrisca o palpite de que as condições financeiras melhoraram tanto que, daqui para frente... só podem piorar (para mais a respeito, ver os artigos de André Martins Biancarelli e de Daniela Magalhães Prates, neste boletim).⁵¹

4 Inflação, produto e juros

Em finais de setembro, falas mais duras de membros do Fed – que já havia feito esforços no sentido de dissipar as expectativas de uma suspensão dos aumentos de juros em função da devastação provocada pelo Katrina – somaram-se a índices de inflação superiores às estimativas do mercado para determinar um certo repique das taxas longas (ver Gráfico 6). A variação de setembro do índice cheio de preços de produtos importados atingiu 2,3% – a mais alta desde outubro de 1990, duas vezes superior à esperada pelos mercados.

Gráfico 5

Juros de curto prazo (esq.) e longo prazo (dir.) em países desenvolvidos



Fonte: OECD. *Main Economic Indicators Database*.

Atos, pensamentos, palavras e omissões de um Banco Central como o Fed, parece fora de dúvida, têm o poder de estimular a economia e

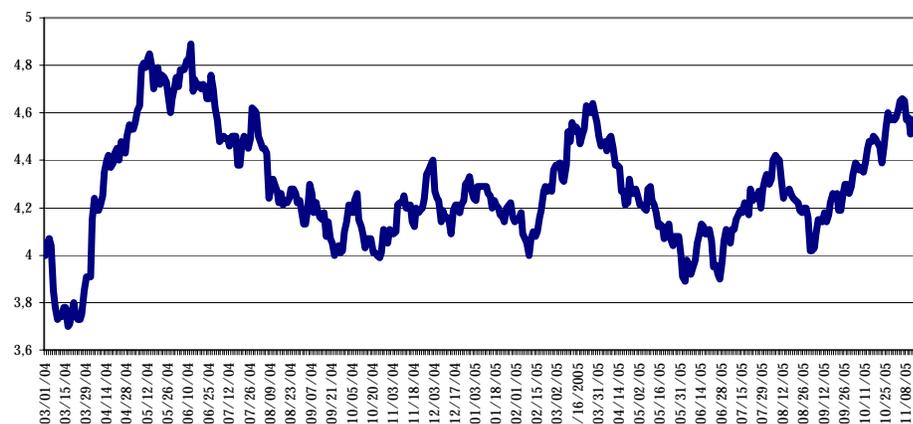
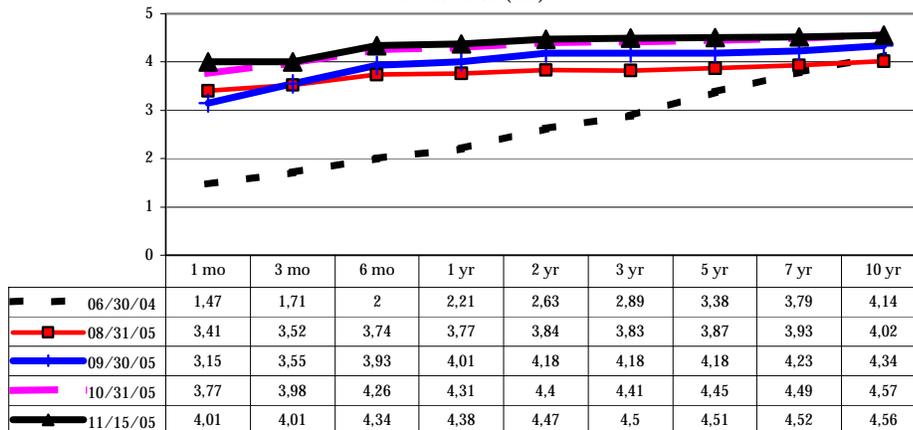
⁴⁹ “Mr Greenspan, who until recently gave short shrift to the idea of a housing bubble in America, said that the property boom was an “imbalance” and that prices of homes could fall. He argued that in future the Fed will need to pay more attention to asset prices. This does not mean that the Fed is about to start targeting the housing market, but it does now seem to be trying to talk it down”. (*The Economist*, 2005. Alan Greenspan changes key, Sept. 1st.

⁵⁰ Particularmente no “novo ambiente” da economia global, segundo analistas do BIS. Ver Borio, C.; English, W.; Filardo, A. (2002). A tale of two perspectives: old or new challenges for monetary policy? *BIS Working Papers* 127, Feb.

⁵¹ “While current indicators of credit quality are excellent —very low default and loan delinquency rates, and low loan loss provisioning by banks—the credit cycle may be peaking. Corporate earnings growth is likely to slow from the robust rate in the past few years. Default rates of subinvestment-grade borrowers are likely to increase, partly because of the wave of high-yield issuance in the previous years. Future credit quality could be weakened through increased corporate leverage, be it through higher dividend payments, share buyback programs, or more active merger and acquisitions activities” (IMF, 2005b, p. 2-3). Ver também *The Economist* (2005). A hole in the middle, Oct. 18th.

Gráfico 6

Curva de rendimentos dos títulos do Tesouro norte-americano (esq.) e retornos dos *treasuries* de 10 anos (dir)



Fonte: U.S. Treasury.

No mesmo mês, o índice de preços ao consumidor aumentou 1,2%, a maior variação em 25 anos. O quadro completou-se com a divulgação do índice de preços ao produtor: novamente um recorde de 15 anos, com a variação (para produtos acabados) de 1,9% (ver Gráfico 7).

Não se tratava, evidentemente, do tipo de notícia destinada a alegrar os portadores de *bonds* e outros ativos sem proteção contratual contra a aceleração da inflação. Os juros longos realmente subiram alguns pontos base, mas não houve maior comoção. Uma das explicações para isso está no comportamento estável dos *núcleos* (que, nos Estados Unidos, são calculados mediante a exclusão dos preços de petróleo e, em alguns

casos, alimentos) dos vários índices⁵² de preços.⁵³ Além disso, os preços do petróleo (oscilações à parte) tenderam a cair do início de setembro em diante, gerando expectativas de índices mais favoráveis no mês de outubro.

De fato, no mês de outubro, a variação no preço das importações de petróleo (de -4,4%) conduziu a uma variação negativa no índice geral, de -0,3%. Embora os preços das importações exclusive petróleo tenham tornado a aumentar de forma significativa (0,8%), a exclusão de todos os combustíveis reduz o aumento a 0,3%.⁵⁴ Os aumentos dos índices cheios ao produtor e ao

consumidor também foram menores do que em setembro, atingindo, respectivamente, 0,7% e 0,2%.

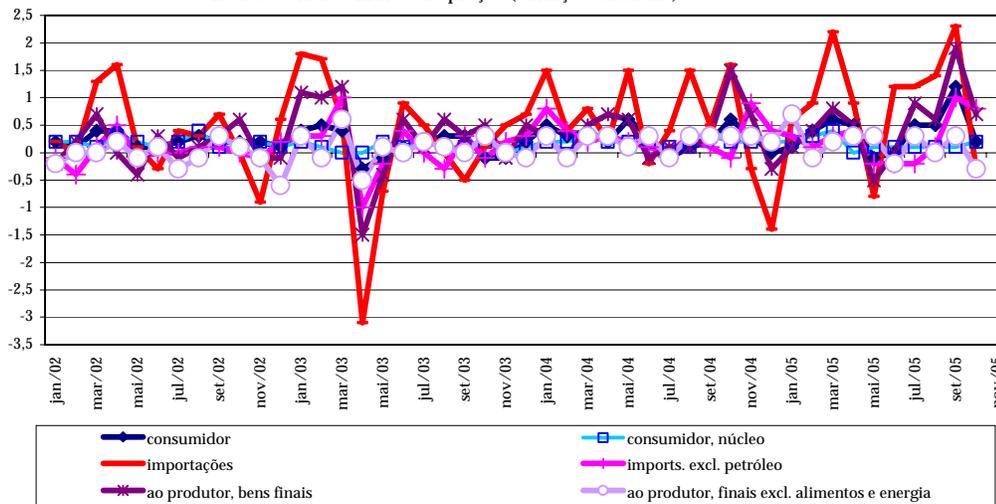
⁵² Essa qualificação, à primeira vista, é menos tranquilizadora no caso do índice de preços dos produtos importados: enquanto os preços do petróleo importado aumentaram 7,3% em setembro, os preços das demais importações subiram 1,2%, também uma cifra considerável. O número porém, sofreu forte impacto do aumento no preço do gás natural (embora tenha havido também aumentos menores em preços de outros insumos industriais, como químicos e metais). Excluindo-se os combustíveis, o aumento de setembro reduz-se a 0,4% - superior ao dos meses anteriores, mas bem menos assustador.

⁵³ Uma outra (que tem sido lembrada repetidas vezes tanto pelo BIS quanto pelo FMI) está na própria reputação dos bancos centrais contemporâneos como barreiras eficientes à inflação. O FMI (2005b: 9-10), ao discutir o “enigma” dos baixos juros longos, sublinha a importância das expectativas de baixa inflação.

⁵⁴ Convém notar, porém, a existência de pressões significativas, nos últimos dois meses, na rubrica de insumos industriais exclusive combustíveis (*industrial supplies and materials exclusive fuels*), de 1,0% e 1,6%, respectivamente.

Gráfico 7

Estados Unidos: índices de preços (variações mensais)



Fonte: BLS.

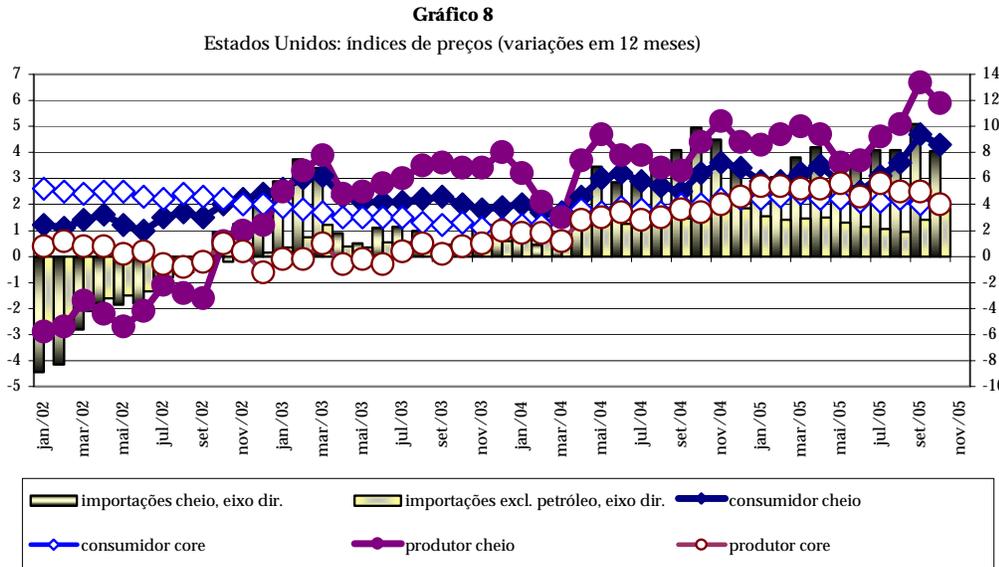
Choques de preços de matérias-primas importadas, normalmente, primeiro contaminam os preços ao produtor, disseminando-se – especialmente no caso de insumos de uso tão generalizado como o petróleo – ao longo das cadeias produtivas até emergirem nos índices ao consumidor. Os analistas discutem se a normalidade agora é outra, ou foi apenas temporariamente adiada. O Bureau of Labor Statistics elabora índices de preços ao produtor para os vários estágios de processamento dos bens: os “*crude materials*” ingressam no mercado pela primeira vez; os “intermediários” já sofreram algum tipo de processamento; os “acabados” são encaminhados para o último elo na cadeia produtiva ou diretamente para o consumidor individual. Para as três categorias, os índices registram, entre outubro de 2004 e outubro de 2005, para materiais e bens empregados na produção de energia (“*energy materials*” e “*energy goods*”), variações de 69,4%, 38,0% e 26,1%, respectivamente. As variações anuais nos índices cheios de preços ao produtor são também expressivas: 31,5%, 10,5% e 5,9%. Todavia, excluindo-se os preços dos bens e materiais ligados à energia, as variações anuais (do *core*) caem para 0,7%, 4,2% e 1,5%, sempre na mesma

seqüência *crude*, intermediários e acabados. Parece que o choque, embora significativo, pouco se dissemina para outras categorias de preços ao produtor, e tende a se diluir de uma etapa a outra da cadeia produtiva.

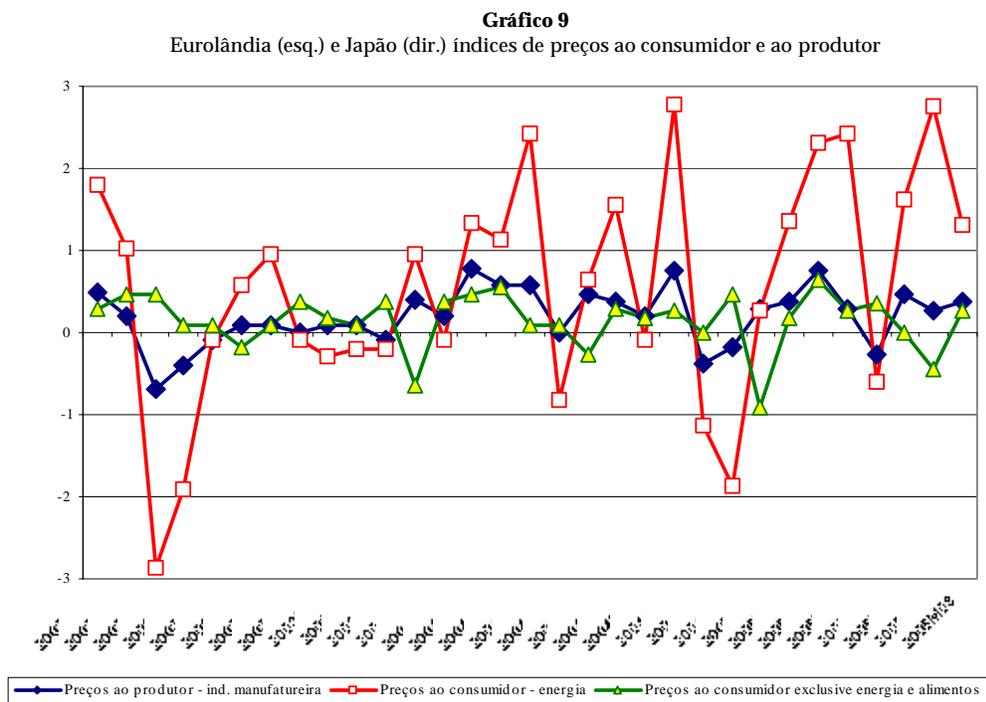
Assim é que, no que tange ao índice de preços ao

consumidor, o *core* (que novamente exclui alimentação e energia) manteve-se cravado, entre maio e setembro, na marca de 0,1%, aumentando somente em outubro para 0,2%. Em 12 meses, a inflação, medida dessa forma, é de apenas 2,1%, ligeiramente acima do que os analistas consideram ser a “zona de conforto” do Fed (ver Gráfico 8). O Gráfico 9 mostra que, também na Eurolândia e no Japão a pressão dos preços ao produtor sobre os preços ao consumidor foi até agora pequena.

Parte do choque, sem dúvida, afeta diretamente o bolso do consumidor. Apenas em setembro, a energia tornou-se 12% mais cara. Se, em 12 meses, a variação foi de 29,5%, a taxa anualizada da variação registrada nos meses de agosto a outubro é de 89,3%. Na ausência de novos incidentes (meteorológicos, políticos, etc.), o índice deve assumir valores mais bem-comportados nos próximos meses. De toda forma, o embaralhamento dos preços relativos ocorrido no último ano dá o que pensar aos analistas.



Fonte: BLS.



Fonte: OCDE, *Main Economic Indicators Database*.

Durante o *soft patch* por muitos vislumbrado no primeiro semestre, a idéia de estagflação voltou ao vocabulário da análise econômica. A diluição do choque inflacionário e os números robustos produzidos pela economia real no segundo trimestre amainaram um pouco o

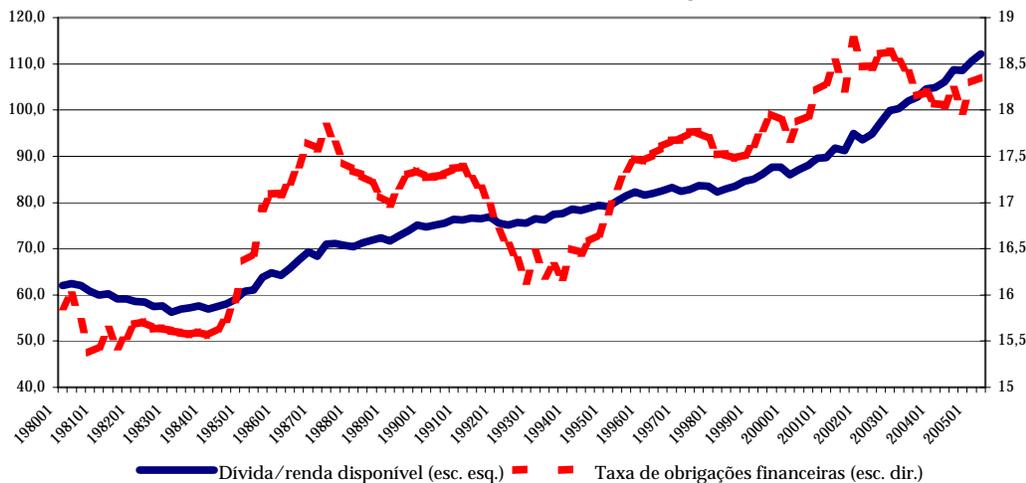
debate, agora reposto pelo temor de que os aumentos nos preços da energia finalmente contaminem os preços de forma mais ampla ou ensejem comportamentos perigosamente sóbrios da parte do até aqui implacável consumidor norteamericano. O cenário é incerto, as opiniões se dividem.

Aqueles que se preocupam com a inflação destacam que o choque de oferta não mais é acomodado, da forma como vinha sendo, pelo aumento da produtividade.⁵⁵ O crescimento desta desacelerou, determinando um crescimento significativo dos custos unitários de trabalho (a despeito do baixo crescimento salarial) no primeiro semes-

⁵⁵ Entretanto, o último boletim *Productivity and costs*, editado pelo BLS, registra, no terceiro trimestre, para o setor não-agrícola, um crescimento da produtividade (anualizado, contra o trimestre anterior) de 4,1%, muito superior ao que o mercado esperava (2,5%), dado o baixo crescimento no segundo trimestre (1,8%, agora revisado para 2,1%). A elevação contribuiu para uma queda dos custos unitários de trabalho (-0,5%). Nos dois primeiros trimestres do ano, a produtividade cresceu a ritmo muito mais lento do que nos anos de 2003 e 2004. Será necessário aguardar um pouco mais para concluir se os números do primeiro semestre marcam de fato uma inflexão no ritmo de crescimento da produtividade.

tre deste ano.⁵⁶ Já para Stephen Roach,⁵⁷ globalização e tecnologia conspiram, juntas, para conter os impactos inflacionários do choque de oferta. E, no contexto contemporâneo, agrega ele, uma política monetária permissiva – como aquela, segundo ele, praticada pelo Fed – pode incidir mais fortemente sobre os preços dos ativos do que sobre os preços de bens e serviços.

Gráfico 10

Estados Unidos: relação entre dívida familiar e taxa de obrigações financeiras ⁽¹⁾

Nota: ⁽¹⁾ A taxa de obrigações financeiras é a relação entre o serviço da dívida das famílias (pagamentos relativos a hipotecas, crédito ao consumidor, alugueis, seguros, etc.) e a renda pessoal disponível.

Fonte: Fed.

Outros se preocupam mais intensamente com o efeito do aumento dos preços sobre o dispêndio em bens de consumo. O sentimento do consumidor, aferido pela Universidade de Michigan, está no menor nível de 13 anos.⁵⁸ Mas

⁵⁶ *The Economist* (2005). A foreign affair, Oct. 20th. O *employment cost index*, que exclui a produção agrícola e o governo federal, e que incorpora tanto a variação salarial quanto a variação de outros custos trabalhistas (*benefit costs*, que incluem férias, contribuições para seguros, previdência, etc.) tem, porém, se mantido basicamente estável no patamar (trimestral) de 0,8%. Nos últimos 12 meses concluídos em setembro, salários e ordenados aumentaram 2,3%. O aumento dos custos trabalhistas, porém, levou a uma variação do índice de 3,1%.

⁵⁷ Roach, S. (2005). The new inflation, Oct. 17th.

⁵⁸ Mais grave, segundo o *Economist*, é a formação de expectativas de maior inflação futura. "Consumers now expect prices to rise by 4.6% in the coming year, having forecast 3.1% in August. Their guess for inflation over the next five to ten years rose to a four-year high of 3.1%, from 2.8% (...). Higher spreads on inflation-protected Treasury bonds and a rise in

os dados do varejo em setembro não decepcionaram e os pedidos iniciais de autorização para construção atingiram pico de 32 anos. O consumidor norte-americano (ainda) gasta mais do que ganha, e até aqui não deu sinais claros de incomodar-se com o crescimento da dívida e do serviço da mesma (Gráfico 10). O PIB expandiu-se (ver Gráfico 11), no terceiro trimestre,

a uma taxa de 3,8% (contra o trimestre anterior e anualizada), superando as expectativas (de uma taxa de 3,6%) e o crescimento no trimestre anterior (3,3%); dentre os grandes itens de despesa, a maior taxa de variação foi a do consumo (3,9%, e 10,8% para o consumo de bens duráveis), que respondeu por 2,73 pontos per-

centuais do crescimento.

Seja qual for a explicação para a *core inflation* bem-comportada, a verdade é que, no momento, nos mercados, predomina a expectativa de que a elevação das *policy rates* norte-americanas está próxima de seu final. A análise dos mercados futuros, na interpretação de Ted Wieseman, analista do Morgan Stanley, indica a expectativa de que a Fed funds rate chegue a 4,5% em março de 2006, mantendo-se estável ou mesmo caindo a partir daí.⁵⁹

gold prices, to a 17-year high of \$470 an ounce, also suggest that an increase in inflation is thought to be on the way". *The Economist* (2005). A nasty whiff of inflation, Sept. 22nd.

⁵⁹ Wieseman, T. (2005). US: Review and preview, Oct. 17th.

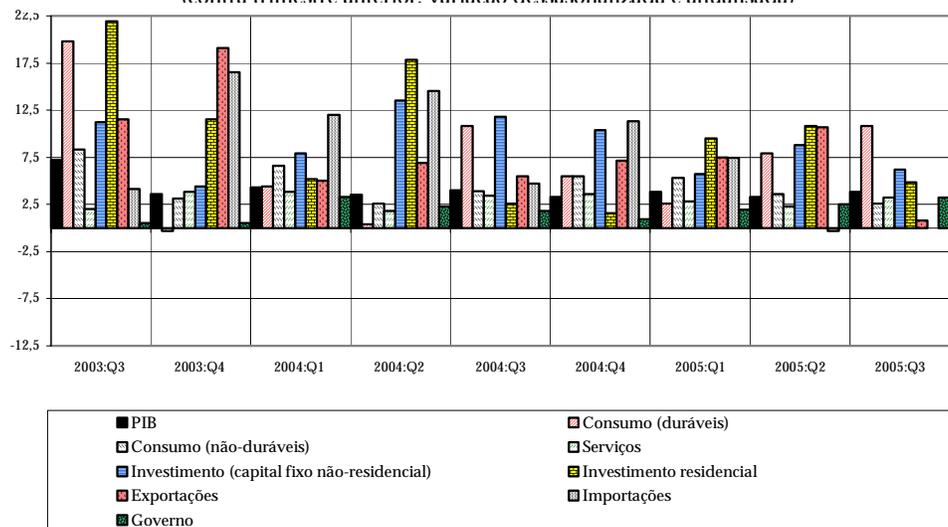
Com a manutenção das *policy rates* na Eurolândia e no Japão, a elevação da Fed funds rate e das taxas sobre os *treasuries* mais curtos suscitou uma reversão parcial do processo de valorização do dólar iniciado no início de 2002.⁶⁰ Neste ano, o dólar sofreu uma valorização real efetiva⁶¹ de 5,0%, mas está ainda 10,9% abaixo do pico de fevereiro de 2002. Os dados do Tesouro norte-americano mostram que os influxos líquidos de investimento de portfólio nos Estados Unidos continuam superando, na maior parte dos meses, e em larga margem, o déficit comercial do país (Gráfico 12). A possível retração das compras oficiais, verificada em 2005, foi compensada pelo aumento de transações privadas (ou, ao menos, registradas como tal pelo Tesouro).⁶² Os dados do relatório anual do FMI mostram que, em 2004, a parcela das reservas oficiais cuja denominação monetária é identificada aumentou de 65,8% para 65,9%; a despeito da queda desde o último pico, em 1999, de 71,0%, o número teve o efeito de amenizar as preocupações com as notícias (e boatos) de diversificação das reservas por parte dos bancos centrais.

Na ausência de choques inesperados, não parece haver, portanto, motivos para temer, nos próximos meses, grande instabilidade na relação entre o dólar e as principais moedas, a despeito da presumível piora do déficit em transações correntes (talvez com a contribuição do balanço de

rendas, que, no segundo trimestre, registrou valor negativo – ver Tabela 5). Na torcida por uma transição suave para juros mais elevados, resta esperar que a presumível manutenção dos preços do petróleo em seu elevado patamar, até aqui acomodada pela compressão das margens, não venha a ensejar um repique inflacionário e um *inflation scare*. Nesse caso, e talvez com um Fed sob nova e inexperiente direção, os títulos de longo prazo de forma geral e, em particular, os títulos *high-yield* e de países emergentes, poderiam sofrer um impacto significativo.

Gráfico 11

Estados Unidos: variação trimestral do PIB e de itens selecionados da demanda final (contra trimestre anterior, variação dessazonalizada e anualizada)



Fonte: BEA.

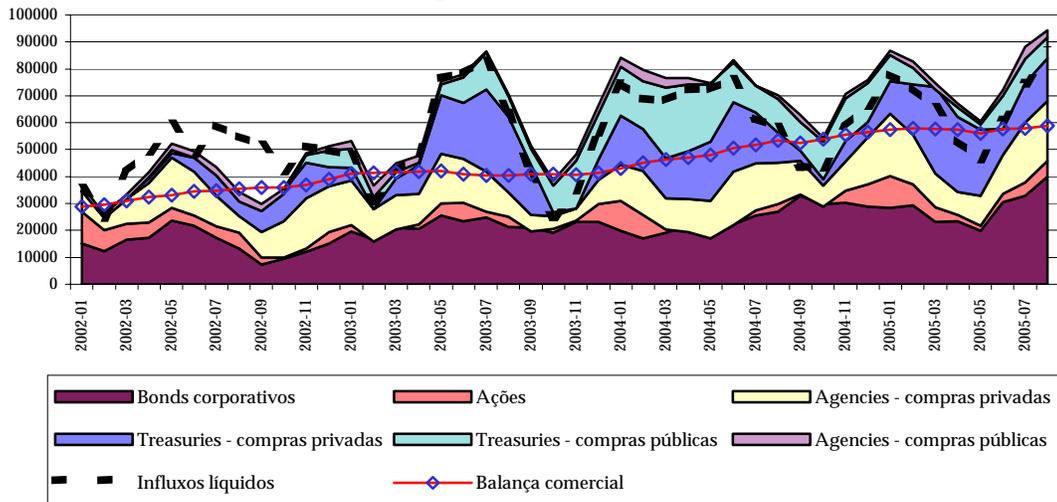
Na corrente de crescimento global, um outro elo sob *stress* – mas é bem verdade que já há algum tempo... – é a propensão a consumir das famílias norte-americanas. Ninguém sabe onde acaba o fôlego do consumidor, que cresce nas asas de uma bolha imobiliária cuja robustez é duvidosa, e está sob a pressão dos preços do petróleo, que deverão permanecer em nível elevado (ver o próximo texto), e do endividamento crescente. Rompa-se o elo do juro baixo ou o do consumo alto, um inverno rigoroso poderá abater-se sobre investidores e *policymakers* (e cigarras em geral...) que agiram nos últimos dois anos como se vivessem dentro dos muros de um mosteiro *zen*.

⁶⁰ Buttonwood (2005). Every which way but down. *The Economist*, Oct. 25th.

⁶¹ Trata-se do chamado “price-adjusted broad index”.

⁶² Trata-se de dados do TIC (Treasury International Capital System), que subestimam, nos itens relativos a compras públicas, as operações de bancos centrais estrangeiros com títulos norte-americanos.

Gráfico 12
Aquisições líquidas de títulos norte-americanos por não-residentes⁽¹⁾, influxos líquidos de investimento de portfólio⁽²⁾ e saldo da balança comercial.



Notas: ⁽¹⁾ O Gráfico em camadas registra apenas o resultado líquido das compras e vendas de títulos norte-americanos por não-residentes. ⁽²⁾ A linha denominada influxos líquidos deduz, das aquisições líquidas de títulos norte-americanos por não-residentes, as aquisições líquidas de títulos estrangeiros por residentes norte-americanos.

Fonte: Tesouro norte-americano.

Tabela 5
Balço de pagamentos norte-americano, US\$ bilhões

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005:T1	2005:T2
Conta corrente											
Balança comercial (bens e serviços)	-104.065	-108.310	-165.009	-263.394	-378.272	-362.729	-421.181	-494.814	-617.583	-173.052	-173.327
Balança de rendas	22.318	12.609	4.265	13.888	21.054	25.183	10.016	46.304	30.439	643	-455
Transferências unilaterais	-43.147	-45.205	-53.320	-50.554	-58.781	-51.910	-64.046	-71.169	-80.930	-26.259	-21.873
Saldo em transações correntes	-124.894	-140.906	-214.064	-300.060	-415.999	-389.456	-475.211	-519.679	-668.074	-198.668	-195.655
Conta de capitais e financeira											
Conta de capitais, líquida	-631	-1.014	-702	-4.888	-929	-1.223	-1.363	-3.214	-1.648	-4.466	-266
Conta financeira											
Variações líquidas de ativos norte-americanos no exterior, aumentos (-)											
<i>Reservas governamentais</i>	6.668	-1.010	-6.783	8.747	-290	-4.911	-3.681	1.523	2.805	5.331	-797
<i>Outros ativos governamentais</i>	-989	68	-422	2.750	-941	-486	345	537	1.215	4.487	258
<i>Ativos privados</i>	-419.088	-484.533	-346.624	-515.559	-559.292	-377.219	-290.691	-330.457	-859.529	-91.328	-250.254
Variações líquidas de ativos estrangeiros nos Estados Unidos, aumentos (+)											
<i>Ativos oficiais</i>	126.724	19.036	-19.903	43.543	42.758	28.059	115.945	278.275	394.710	25.277	82.324
<i>Outros ativos</i>	424.372	687.773	443.472	696.667	1.004.138	754.800	678.398	610.768	1.045.395	218.174	310.745
Erros e omissões	-12.162	-79.414	145.026	68.800	-69.445	-9.564	-23.742	-37.753	85.126	-41.193	-53.645

Fonte: BEA. Dados preliminares para o segundo trimestre de 2005.

SEÇÃO I – ECONOMIA INTERNACIONAL

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

*André Martins Biancareli*¹

Introdução

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

desmonte do quadro benigno, em maior ou menor intensidade.

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

1 Sobrevida e desaceleração

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

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

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

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

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

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

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

Tabela 1

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

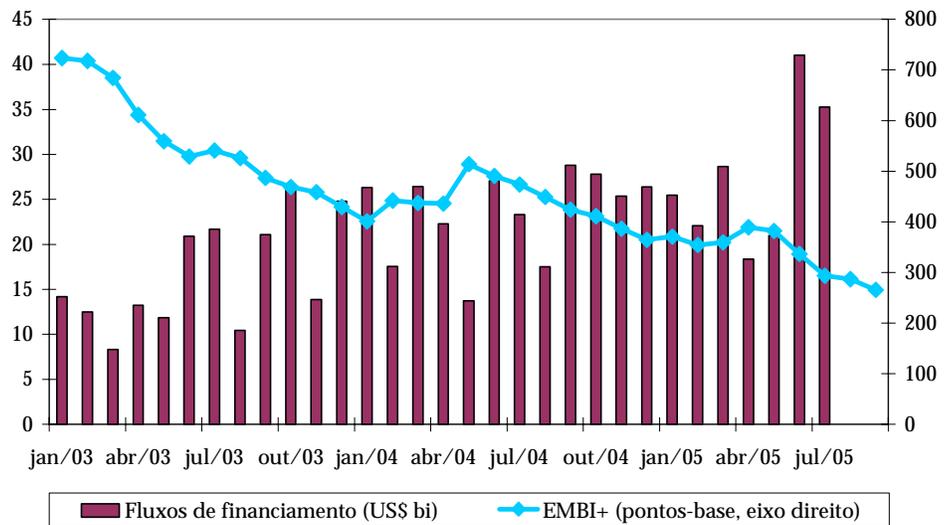
¹⁰ Dos países listados, apenas Turquia e México vêm apresentando déficits significativos em transações correntes, enquanto a Índia caminha próxima ao equilíbrio. Nos demais, assim como em grande parte do mundo além dos Estados Unidos, superávits.

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

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

Gráfico 1

Prêmio de risco e fluxos totais de financiamento aos países emergentes



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

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

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

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

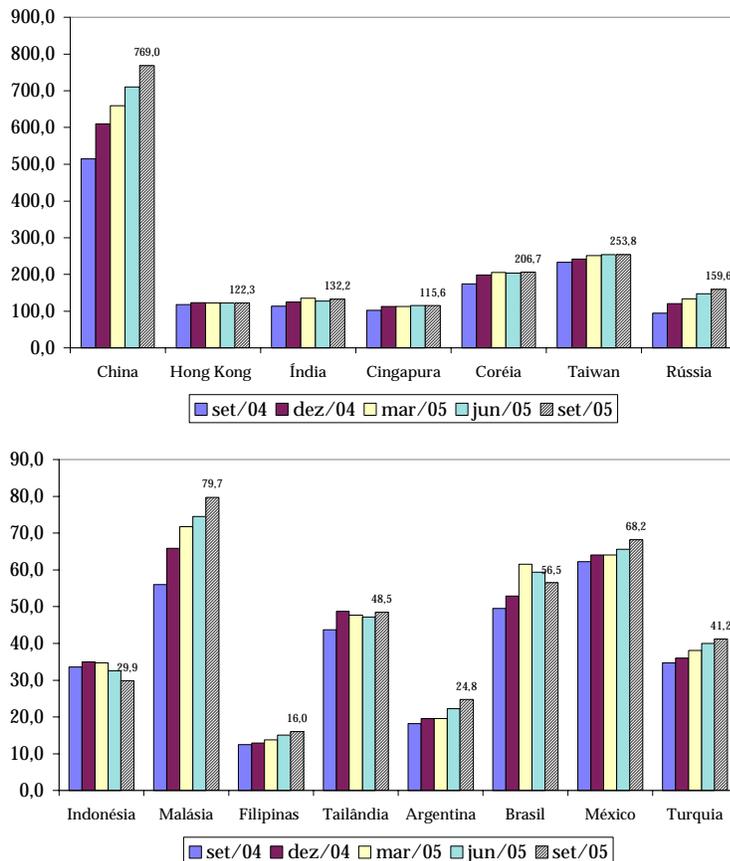
elemento decisivo em relação aos impulsos comerciais.

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

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

Gráfico 2

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



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

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

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

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

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

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

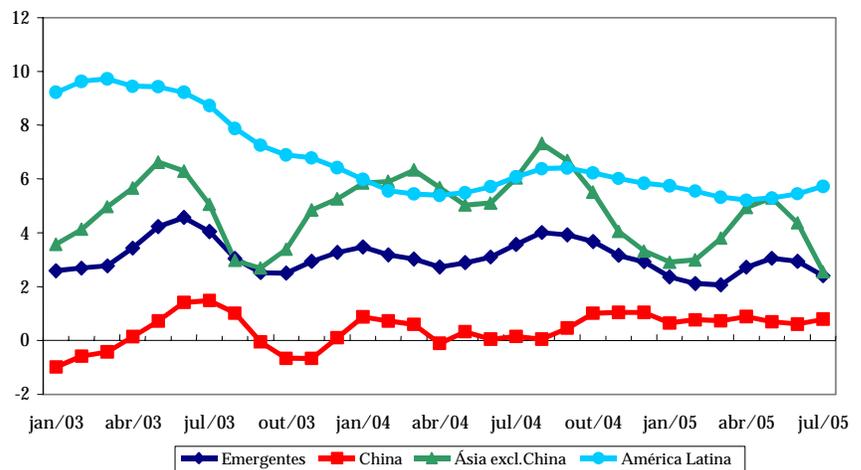
As previsões sobre o crescimento do comércio mundial apontam para baixo, ainda que não se espere nenhuma queda brusca. Segundo o FMI (2005a), a expansão real deve se reduzir dos 10,3% de 2004 para 7,0% e 7,4% em 2005 e 06, ainda bem acima dos 5,4% de 2003. Particularmente para os emergentes, a expectativa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

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

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

Gráfico 3

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



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

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

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

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

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

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

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

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

¹⁶ World Bank (2005).

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

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

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

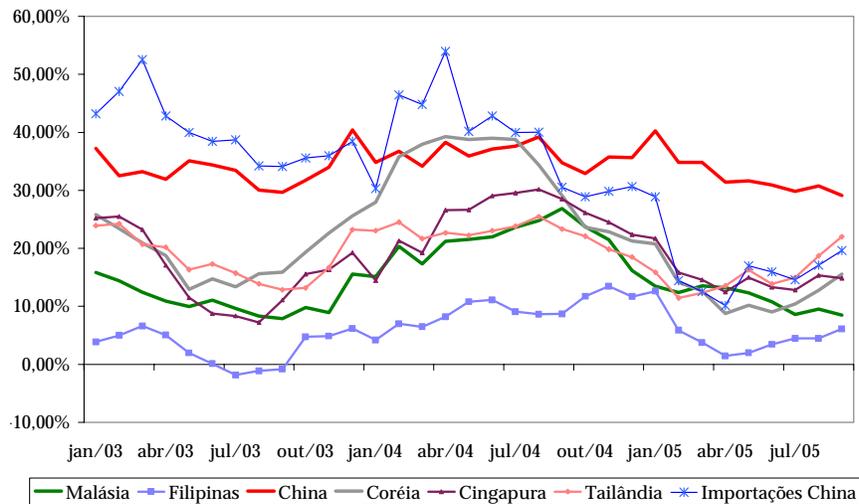
²⁰ Biancarelli, A. M. (2005b). Para onde vai a China? *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 5, 6 out. 2005. (Suplemento 6).

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

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

Gráfico 4

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



Fonte: ARIC Database. Elaboração própria.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2 Sub-aproveitamento

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

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

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

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

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

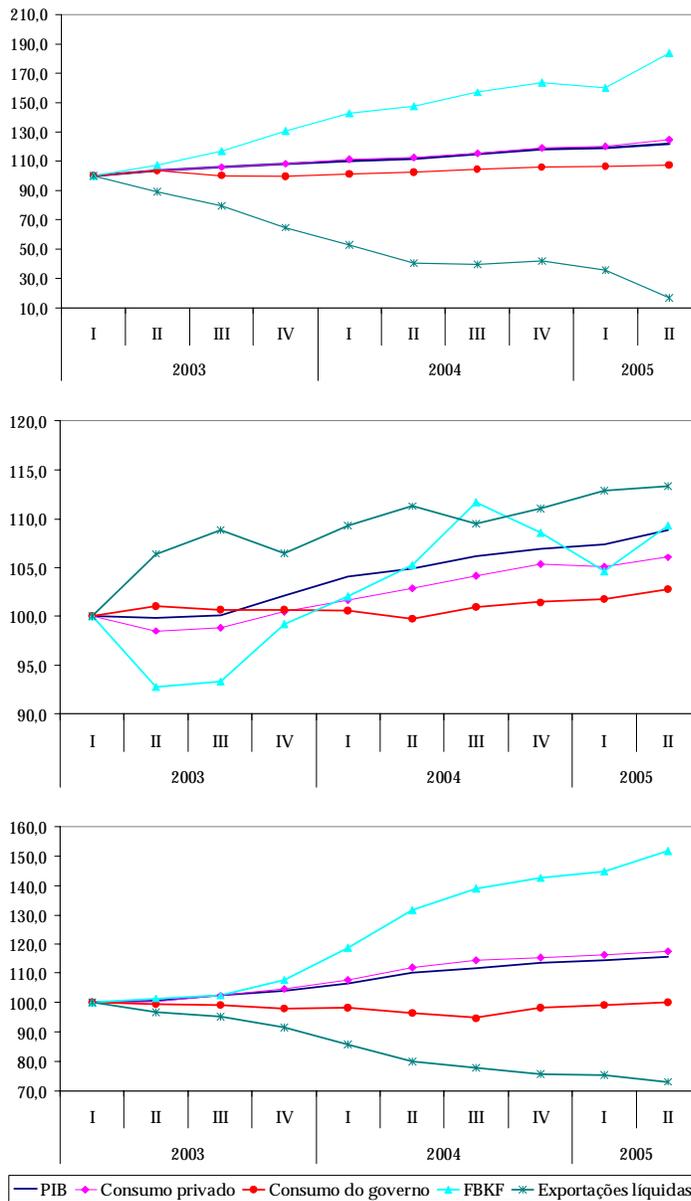
²⁵ Delfim Netto, A. Brilhante ou mediocre? *Valor Econômico*, 18 out. 2005.

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

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

Gráfico 5

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



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

Fonte: Órgãos nacionais. Elaboração própria.

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

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

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

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

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

Tabela 2

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

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

Fonte: OMC. *Trade Statistics 2005*.

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

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

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

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

Nota: (1) Primeiro semestre.

Fonte: Órgãos nacionais. Elaboração própria.

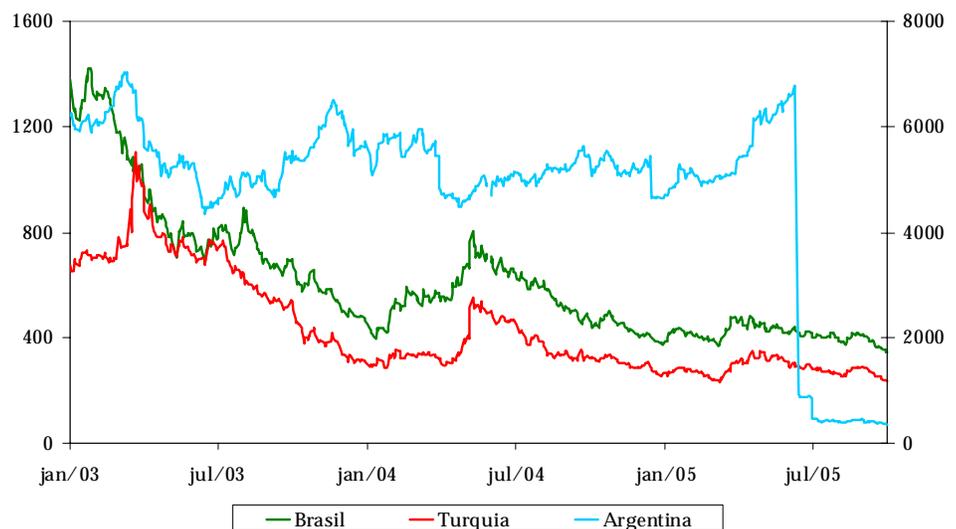
Pelo lado do financiamento externo, a fase de abundância de liquidez também é aproveitada de forma distinta.

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

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

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

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



Fonte: J.P. Morgan. Elaboração própria.

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

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

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

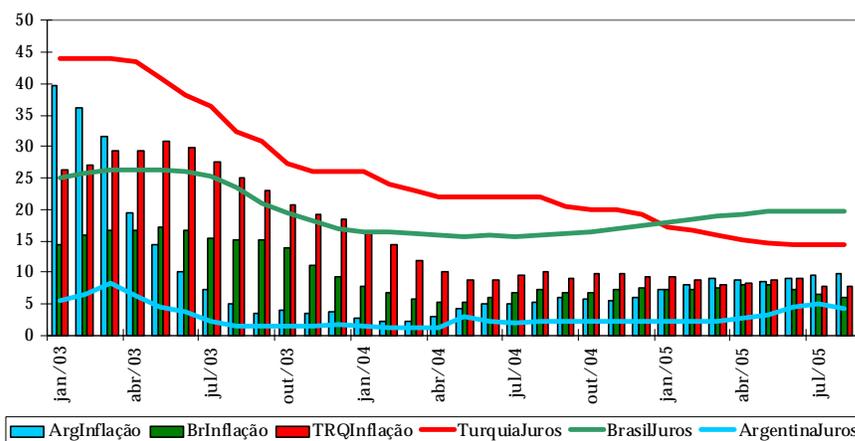
Isso desloca a análise para o campo da política econômica. E neste aspecto, não há como não começar pelo elemento central: a “variável fora do

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

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

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

Gráfico 7

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

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

Fonte: Órgãos nacionais. Elaboração própria.

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

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

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

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

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

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

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

²⁹ Ver SEÇÃO IV.

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

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

estariam assegurados também pela expectativa de ingresso na União Européia.

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

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

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

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

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

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

³³ Ver SEÇÃO III.

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

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

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

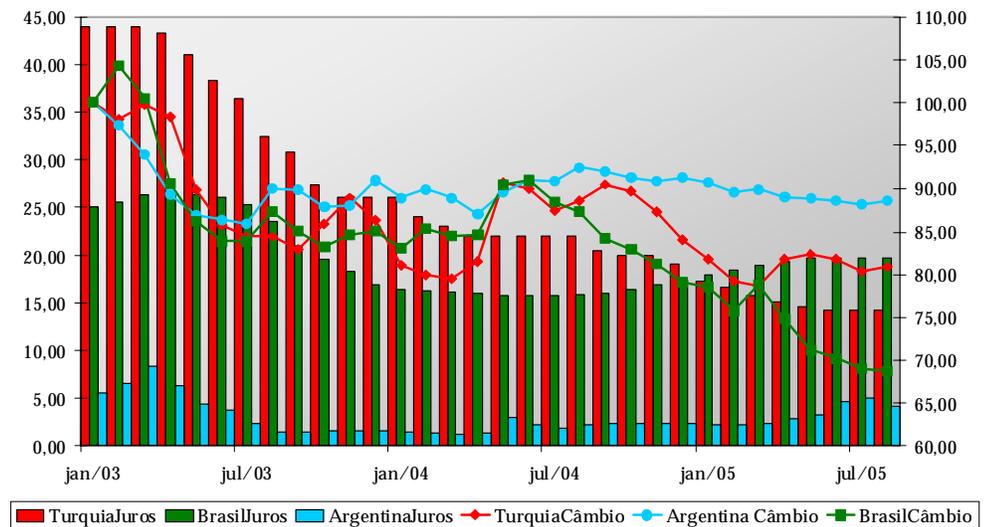
Assim, depois das ligações com a política fiscal em cada caso, entramos na política cambial, que também se relaciona com a política monetária. O peso argentino, de fato, é entre as três moedas a que menos se aprecia, refletindo não apenas essa constante intervenção no mercado de divisas criticada pelo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

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

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

Gráfico 8

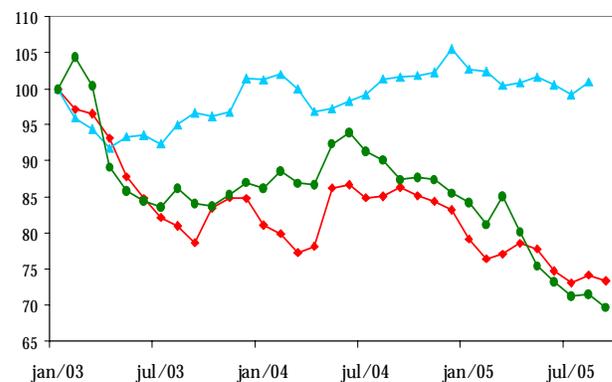
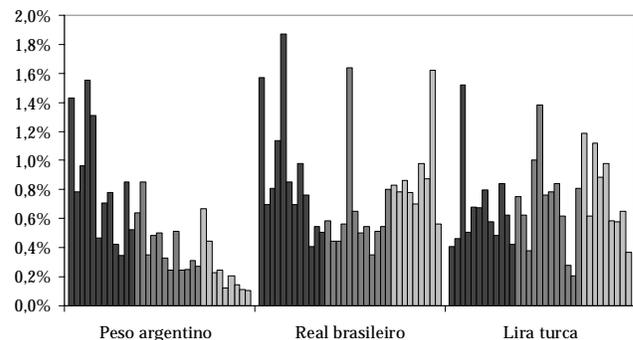
Taxas de juros (*policy rates*, em % a.a., eixo esquerdo) e taxa nominal de câmbio (média mensal, jan./2003=100, eixo direito)



Fonte: Órgãos nacionais. Elaboração própria.

Gráfico 9

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



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

Fonte: Órgãos nacionais. Elaboração própria.

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

3 Perspectivas futuras

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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