

## **SEÇÃO II**

### **A montanha em movimento: uma notícia sobre as transformações recentes da economia global**

***Antonio Carlos Macedo e Silva*<sup>1</sup>**

#### **Introdução**

Em março de 2000, as cotações nas bolsas de valores em vários países avançados começaram a cair. Em março de 2001, após 120 meses de crescimento, a economia norte-americana entrou em recessão, encerrando com isso a mais longa (mas nem de longe a mais intensa) fase de crescimento econômico por ela já registrada. Nem as ações haviam atingido níveis “permanentemente elevados”<sup>2</sup> nem a economia se libertara da alternância de fases de crescimento e contração. Desvanecia-se o sonho de uma “nova Economia”.

Com a economia norte-americana, toda a economia global perdeu fôlego; houve episódios de recessão, em 2001 e nos dois anos seguintes, em vários outros países da OCDE. Entretanto, a reação vigorosa da política econômica nos países desenvolvidos evitou o pior: a eclosão de uma grande crise financeira. A despeito da morosidade da Eurolândia e do Japão, a economia global retomou prumo já em 2002. De uma taxa de crescimento de 2,6%, em 2001, passou a 3,1%; nos anos subseqüentes, atingiria, respectivamente, 4,1%, 5,3% (!) e 4,8%; e o FMI prevê 4,9% para o ano de 2006. Entretanto, o crescimento nos países desenvolvidos manteve-se, até aqui, discreto. A maior contribuição ao crescimento global proveio – numa proporção excepcionalmente elevada – dos países em desenvolvimento.

O objetivo deste texto é contribuir para a reflexão sobre as características do ciclo de expansão que ora atravessamos e do qual o governo Lula teve o privilégio de usufruir. Para a sorte do intérprete, a tarefa é facilitada pelo fato de que, a despeito de diferenças óbvias, o ciclo recente é marcado pela continuidade de tendências há muito definidas. Uma delas é o aumento da integração financeira, produtiva e comercial entre os países. Outra é o fato de que, no bojo desse processo, constituiu-se um novo centro de gravidade – essa a montanha em movimento – do dinamismo econômico global, composto por Estados Unidos e parte do continente asiático. A análise desses processos é o tema da seção 1 do texto.

Outras tendências mesclam de forma complexa aspectos mais antigos e mais recentes. A acumulação de déficits correntes fez dos Estados Unidos, desde meados dos anos 1980, a economia detentora do maior passivo externo líquido. O formato da expansão econômica dos anos 1990,

---

<sup>1</sup> Com efusivos agradecimentos aos bolsistas CNPq-PIBIC Silas Thomaz da Silva e Stella Buzatto (e também a Adriano Casarotto, pelas muitas dicas nos últimos anos).

<sup>2</sup> Alguns anos antes da implosão da bolha bursátil, parte (minoritária) da opinião informada – com destaque, no plano internacional, para o *Economist* e Stephen Roach – já alertava para a inevitabilidade da reversão e para os riscos inerentes ao comportamento de manada predominante nos mercados. Não faltavam, por outro lado, analistas dispostos a assegurar (como Irving Fisher, uma semana antes da “*Black Thursday*” de outubro de 1929) que as ações haviam atingido “um patamar permanentemente elevado”...

porém, acrescentou a esse “endividamento” externo (e ao endividamento governamental) um fenômeno novo: o endividamento do setor privado norte-americano; os déficits são *trigêmeos*. No que respeita às famílias, o endividamento deu azo a uma forte expansão do consumo, em parte assentada no enriquecimento (até certo ponto) ilusório provido pela valorização das ações. Frente ao esvaziamento da bolha e à recessão subsequente, as políticas econômicas adotadas promoveram forte aumento na liquidez global, o qual deu novo fôlego ao processo de valorização dos imóveis (que vinha de meados dos anos 1990) e originou cirandas especulativas envolvendo outros tantos ativos, entre os quais aqueles emitidos pelo mundo em desenvolvimento.

No novo século, o crescimento tem estado assentado numa curiosa simbiose entre as famílias dos países ricos (particularmente as famílias norte-americanas), que consomem, e o mundo em desenvolvimento (particularmente o asiático), que investe; entre agentes endividados e que prosseguem em déficit (como as mesmas famílias norte-americanas e seu país) e agentes públicos e privados, mundo afora (inclusive em países desenvolvidos) que continuam, alegremente, a acumular ativos em dólares que recebem em contrapartida aos bens que exportam para os Estados Unidos. A seção 2 do texto trata das continuidades e descontinuidades do período posterior a 2001 em relação à década de 90, mas com ênfase sobre os países desenvolvidos, particularmente sobre os Estados Unidos. Segue-se uma breve conclusão, que traz de volta à cena os países em desenvolvimento e se atreve a sugerir alguns cenários para o futuro.

## **1 Crescimento e convergência na era da globalização**

### **1.1 A era de ouro, ainda a do relicário**

Uma das poucas regras gerais que se aplicam à economia global é esta: a economia global se expande; mais bens, mais serviços, mais trabalho (embora não necessariamente mais felicidade – os economistas estão cientes da parcialidade de suas medidas de produção de riqueza). A regra, é certo, comporta exceções, felizmente raras: a última, de fato, foi registrada durante a grande depressão deflagrada pela crise da bolsa de New York em 1929; naquele período, houve contração no produto. De lá para cá, o mundo tem crescido, ano após ano. O *ritmo* do crescimento, no entanto, varia de forma importante. Além disso, nem sempre o que vale para o todo vale para suas partes: economias nacionais estão sujeitas a períodos, às vezes prolongados, de contração ou estagnação em termos de produto e emprego.

Nenhum de nós está definitivamente livre de momentos de nostalgia por um tempo dourado que jamais houve. Os economistas não somos menos propensos que os demais profissionais a fantasias míticas e místicas (antes pelo contrário). Mas nos distingue o fato de podermos – talvez para nossa desgraça – avaliar cada período à luz de uma era que, pela maior parte dos nossos pobres e limitados critérios, foi efetivamente de ouro. Entre o final da Segunda Grande Guerra e o primeiro choque do petróleo, coincidindo, grosso modo, com a vigência do acordo de Bretton Woods em seu formato original, a economia global cresceu a uma taxa média anual de 4,9%. Para o PIB per capita, a taxa foi de 2,9% a.a.<sup>3</sup> A esse ritmo, o cidadão global médio dobrava sua renda real em aproximadamente 25 anos.

---

<sup>3</sup> Mais precisamente, entre 1950 e 1973. Dados extraídos de Maddison, A. *Monitoring the world economy*. Paris: OCDE, 1995.

Para alguns, porém, o melhor ainda está por vir. A verdadeira e definitiva era de ouro espera por nós ao final desse longo (e às vezes doloroso) processo de integração comercial, produtiva e financeira entre as nações, resumido na idéia de “globalização”. Tal processo, que certamente ganha velocidade com a ruptura do esquema de taxas de câmbio fixas de Bretton Woods, entre 1971 e 1973, aprofunda-se com os processos nacionais de desregulamentação e de abertura externa, comercial e financeira, como também com as reformas no plano da institucionalidade multilateral. Falaremos mais adiante de algumas dessas dimensões.

Fato é que o crescimento nunca havia sido e jamais foi o mesmo dos “trinta gloriosos” anos do pós-guerra. Entre 1975 e 2005, o crescimento global foi de 3,5% a.a.<sup>4</sup> A taxa de variação anual do PIB per capita caiu para algo em torno de 1,5%;<sup>5</sup> intermináveis 47 anos de labuta não bastariam para garantir ao filho do mesmo cidadão global médio uma duplicação de sua renda.

O Gráfico 1 permite uma primeira aproximação à trajetória da economia global nessa nova fase. Nele, os primeiros anos registrados, de 1970 a 1973, de fato correspondem aos momentos finais do longo ciclo de crescimento iniciado em 1950, durante o qual, segundo Maddison, a variação anual *mais baixa* do PIB global foi de 3,2% (em 1958).<sup>6</sup> Daí em diante, alternaram-se fases de expansão mais acelerada e períodos “recessivos” mais curtos – de um a três anos – de crescimento moderado, inferior a 2,5% a.a.<sup>7</sup>

A desaceleração profunda em 1974 e 1975 deveu-se aos impactos diretos e indiretos<sup>8</sup> do primeiro choque do petróleo. Um segundo choque, em 1979, aliado ao arrocho monetário promovido pelo então presidente do Fed, Paul Volcker, pôs fim ao breve e conturbado intervalo de crescimento entre 1975 e 1978. Refeita, após três anos de convalescença, a economia global deslanchou em 1983 um processo de crescimento relativamente longo e intenso – do qual, porém, foram excluídos a América Latina e vários outros países em desenvolvimento. No início dos anos 1990, nova recessão norte-americana, novo choque do petróleo e nova desaceleração global. Na expansão subsequente, constatou-se, aos poucos, particularmente para a economia norte-americana, a prevalência de uma combinação excepcionalmente favorável entre alto crescimento, baixa inflação, baixo desemprego e aceleração no crescimento da produtividade. Embevecidos, muitos economistas reabilitaram a esperança (essa sim mística e quimérica) de uma nova economia em que o crescimento seria simultaneamente intenso e estável, e enfim liberto dos espasmos cíclicos que sempre caracterizaram o capitalismo. A frustração dessas esperanças, com a implosão da bolha *dot-com*, iniciada em 2000, foi espetacular, mas a desaceleração econômica no ano seguinte surpreendeu a alguns por seu caráter relativamente breve e suave. Após 2001, o crescimento voltou a acelerar, e de forma significativa. Na segunda parte deste texto, veremos com mais detalhes os dois mais recentes surtos de crescimento. Por ora, interessa chamar a atenção para a segunda coluna apresentada no Gráfico 1, que descreve a performance do crescimento norte-americano.

---

<sup>4</sup> FMI, base do *World Economic Outlook*.

<sup>5</sup> Banco Mundial, *World Development Indicators online*.

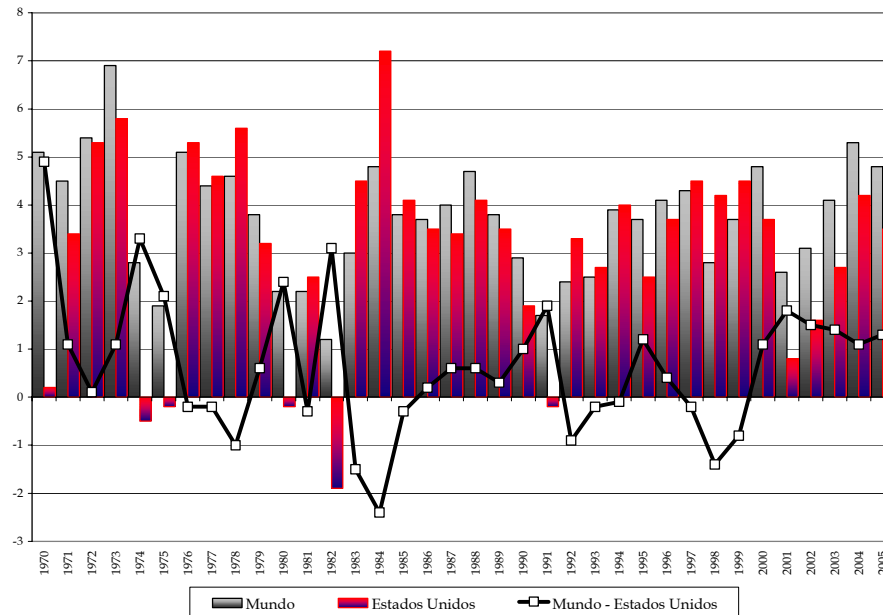
<sup>6</sup> Maddison, A. *The world economy – a millennial perspective*. Paris: OCDE, 2001. p. 332.

<sup>7</sup> Não há consenso acerca da definição apropriada de recessão para a economia global (que não sofre uma contração absoluta desde os anos 1930). Uma regra prática, segundo o *Economist*, consiste em tratar como recessão um crescimento global da ordem de 2-2,5% (ver *The Economist*, Defining a downturn, Sept. 2nd, 2001 e Going Downhill, Sept. 27th, 2001).

<sup>8</sup> Vale dizer, por intermédio das políticas econômicas adotadas pelos governos dos países centrais.

**Gráfico 1**

Variação real anual do PIB global e norte-americano, 1970-2005



Fonte: BEA e FMI, base do *World Economic Outlook* (versão de abril de 2006, em todos os gráficos e tabelas que a empregam, salvo menção em contrário).  
Elaboração própria.

A economia norte-americana contribui com uma fatia considerável do produto global – algo entre 20% e 30%, conforme a metodologia empregada.<sup>9</sup> Não admira, portanto, a existência de uma forte correlação entre os movimentos dos produtos global e norte-americano. Ademais, embora apresente uma relação entre comércio exterior e PIB relativamente baixa, o país é responsável por fração significativa do comércio internacional. Em 1973, suas importações representavam 12,3% das importações globais de bens; em 2004, 16,5%.<sup>10</sup> Isso faz dos Estados Unidos (à parte a União Européia) o principal importador de bens do mundo. As oscilações no crescimento norte-americano transformam-se, rapidamente, em oscilações importantes nas exportações dos demais países.

O papel desempenhado pelos Estados Unidos na economia global, porém, vai muito além disso. Se a sabedoria popular está correta quando afirma que o que move o mundo é o dinheiro, convém lembrar que o dinheiro do mundo é, por excelência, o dólar norte-americano. Este papel central do dólar, ciosa e estrategicamente preservado por administrações democratas e republicanas, confere ao país o extraordinário poder de determinar, com desenvoltura, o mais importante preço do mundo: o “preço” básico do dinheiro, i.e., a taxa de juros que remunera aplicações de curtíssimo prazo em títulos da própria dívida pública norte-americana. Sobre este preço, constrói-se toda a pirâmide de taxas de juros nacionais e internacionais, cujos movimentos estimulam, sancionam ou contêm o crescimento econômico assimetricamente distribuído entre países e regiões.

<sup>9</sup> O PIB norte-americano em 2005, de 12,4 trilhões de dólares correntes em 2005.

<sup>10</sup> WTO. *International Trade Statistics 2005*. Em 1973 e em 2004, suas exportações representavam, respectivamente, 12,3% e 9,2% das exportações globais de bens.

Naturalmente, este é um vasto e vário mundo, em que os choques – como os do petróleo ou o da elevação dos juros norte-americanos em 1979 – não se disseminam de forma homogênea e instantânea. Noutros termos, sua propagação não se dá no vácuo, mas num meio denso e diversificado, no qual as distintas condições internacionais, regionais e nacionais conferem às políticas econômicas maiores ou menores graus de liberdade para o ajustamento a novas condições.

Nos estertores do regime de Bretton Woods, o produto global estava concentrado, muito mais do que hoje, num pequeno grupo de economias desenvolvidas. Nos cálculos de Angus Maddison, o subconjunto constituído por Estados Unidos, Europa Ocidental e Japão era responsável, em 1973, por 55,4% do PIB global; a participação total do bloco desenvolvido<sup>11</sup> era de 58,6%. Naquele período, a integração entre esses países era muito inferior à atual. E prevalecia ainda o padrão instaurado no pós-guerra, pelo qual, de forma geral, a taxa de crescimento do produto (inclusive do produto per capita) dos países desenvolvidos superava a norte-americana, permitindo-lhes reduzir a diferença entre o nível de vida de seus cidadãos e aquele desfrutado pelos cidadãos da principal potência. A chamada *convergência* abria suas asas, com mais generosidade, exatamente sobre a parte mais rica do mundo.<sup>12</sup> Por outro lado, parte significativa do produto global (17,4% em 1973) era produzida no bloco socialista, que conformava um subsistema cuja dinâmica econômica era inteiramente distinta.<sup>13</sup>

Esses fatores sugerem explicações possíveis para a constatação que se pode fazer ao contemplar – de um observatório a olho nu, sem qualquer aparato econométrico – os dados do Gráfico 1. A constatação é que a diferença entre o crescimento global e o norte-americano, sujeita a grandes flutuações até meados dos anos 1980, passa após isso a oscilar de forma muito mais moderada. De fato, as trajetórias das economias global e norte-americana parecem não apenas mais sincrônicas como também mais estáveis.<sup>14</sup>

Um tal resultado pareceria confirmar a presunção de que um mundo econômico muito mais “unificado” – dos pontos de vista comercial, produtivo e financeiro – deva mover-se mais em... unísono. O aumento da integração é, obviamente, inegável, e revelou-se uma tendência particularmente expressiva durante os anos 1990. Falemos mais dela, antes de mostrar como a era da globalização tem, de fato, ensejado profundas assimetrias entre países e regiões.

---

**11** Incluindo ainda Canadá, Austrália e Nova Zelândia. (Maddison, A. *The world economy – a millennial perspective*. Paris: OCDE, 2001. p. 128 e 264).

**12** A condição mais simples para a caracterização de um episódio de convergência é o crescimento da renda per capita a taxas superiores àquelas de uma economia “desenvolvida”, como por exemplo a norte-americana. No período 1950-1973, o exemplo mais estonteante de convergência foi o do Japão, cuja renda per capita cresceu a uma taxa anual média de 8,05%, superando largamente a taxa norte-americana, de 2,45%. Nos 12 principais países da Europa Ocidental, a taxa foi de 3,94% a.a. No continente asiático (exclusive Japão e inclusive Oriente Médio), 2,92%. Nos 8 maiores países latino-americanos, apenas 2,60% (mas 3,73% no Brasil). Na África, 2,07% (Maddison, 2001). Como esclarece a UNCTAD (1997, p. 72), a comparação entre as trajetórias da renda per capita é apenas um dos critérios possíveis (denominado *beta*) de convergência. A chamada convergência *sigma* diz respeito à “dispersão em torno da renda per capita média”; segundo esse critério, haveria antes uma tendência de longo prazo à ampliação da divergência entre países ricos e pobres. UNCTAD. *Trade and development report*. 1997.

**13** O número resulta da soma das participações no PIB global da antiga União Soviética, do Leste Europeu e da China.

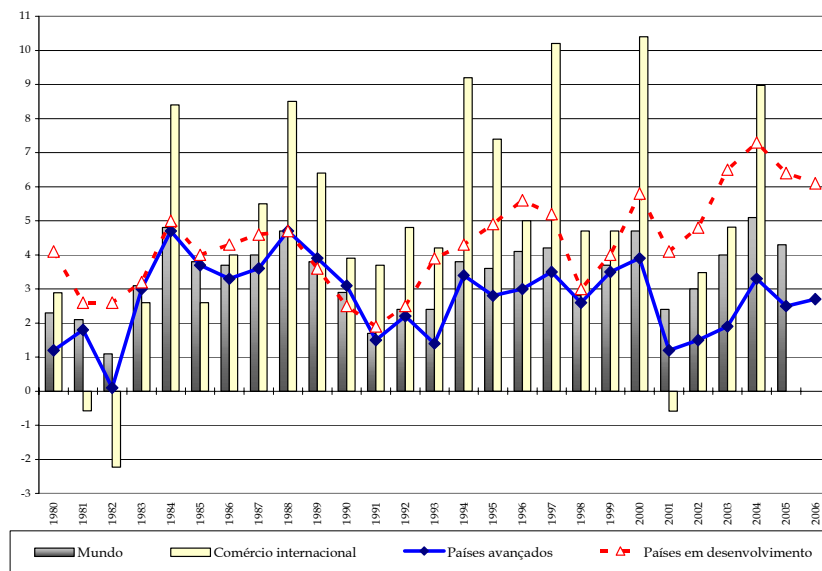
**14** Segundo Barrell e Gottschalk, a redução da volatilidade do produto nos Estados Unidos a partir de meados dos anos 1980 (e particularmente durante os anos 1990) foi já claramente demonstrada por farta literatura. Segundo eles, porém, não está claro se o mesmo se aplica às demais economias avançadas. Barrell, R.; Gottschalk, S. The determinants of the volatility of the output gap in the G7. *National Institute Economic Review*, Apr. 2004. Ver também os comentários de Bernanke, B. S. *The great moderation*. Remarks at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC, Feb. 20th, 2004.

## 1.2 A marcha da integração

É fácil aferir a crescente integração comercial entre os países. Basta, para isso, a constatação de que a razão entre comércio internacional e PIB global é cada vez mais elevada. Aliás, a regra relativa ao comércio internacional é bastante simples: quando o produto global apresenta um bom crescimento, o comércio cresce ainda mais; em anos de “recessão” global, o crescimento do comércio internacional cai fortemente, podendo mesmo tornar-se negativo (ver o Gráfico 2).

**Gráfico 2**

Taxas anuais de crescimento do comércio internacional (volume) e do PIB real (global, países avançados e países em desenvolvimento) <sup>(1)</sup>



(1) Os dados dos “países em desenvolvimento” correspondem ao grupamento “outros países emergentes e em desenvolvimento”, empregado pelo FMI, que não inclui Hong Kong, Coréia do Sul, Singapura, Taiwan (i.e., os “países asiáticos de industrialização recente”) e Israel, considerados “avançados” pelo FMI. Noutros termos, o grupo inclui América Latina e Caribe, África, os países restantes do Oriente Médio, os demais países em desenvolvimento da Ásia, os países da Europa Central e do Leste (entre os quais a Turquia), a Rússia e a Comunidade de Estados Independentes (agregado de 12 países que, além da Rússia, vai da Armênia ao Usbequistão).

Fontes: FMI, base do *World Economic Outlook* e Organização Mundial do Comércio (volume global de exportações).

A relação entre exportações e PIB globais, de 10,5% em 1973, subiu para 17,2% em 1998 (Maddison, 2001, p. 363); em 2004, segundo os dados da OMC, as exportações globais de bens, no valor de US\$ 8,9 trilhões, equivaliam a aproximadamente 22% do PIB global (de US\$ 40,1 trilhões). A integração produtiva entre os países por meio do investimento direto (fazendo com que parte substancial do comércio internacional hoje ocorra no interior de firmas multinacionais), a integração (inicialmente catastrófica) do antigo bloco socialista, a liberalização (nem sempre voluntária) do comércio exterior nos países em desenvolvimento, a reestruturação do aparato multilateral de regulação comercial, com o surgimento da OMC em 1994, contribuíram para esse resultado. Durante os anos

1990, o aprofundamento da integração comercial foi extraordinário: a taxa de crescimento do comércio internacional foi muito elevada em termos absolutos (7,4% a.a.) e em relação ao ritmo de crescimento do PIB global.<sup>15</sup> Uma outra medida da integração comercial consiste na relação entre fluxo de comércio internacional (exportações *mais* importações) e PIB; a Tabela 1 mostra mudanças expressivas nos anos 1990.<sup>16</sup>

**Tabela 1**  
Comércio de bens (exportações mais importações) em % do PIB: G-7 e países selecionados da América Latina e da Ásia

	1983-1990	1992-2000	2002-2003
Países de renda elevada	31,2	34,6	38,1
Alemanha	49,4	44,0	55,9
Canadá	46,3	62,0	63,3
Estados Unidos	14,6	18,2	18,3
França	36,9	40,4	45,1
Itália	34,5	37,2	41,0
Japão	18,9	15,9	19,4
Reino Unido	42,5	42,5	39,4
América Latina e Caribe	23,9	29,3	41,5
Argentina	13,1	16,3	33,7
Brasil	15,5	15,4	24,5
Chile	45,4	48,1	54,2
México	29,7	48,9	53,5
Leste Asiático e Pacífico	37,4	55,4	66,9
China	27,2	39,4	54,4
Coréia	59,4	53,9	59,6
Hong Kong	195,7	238,1	275,5
Índia	11,4	18,1	20,9
Indonésia	38,4	49,9	48,0
Malásia	101,2	165,4	178,4
Tailândia	50,6	78,9	107,3
Mundo	31,4	35,8	40,9

**Fonte:** Banco Mundial. *World Development Indicators online*. Elaboração própria.

Já no que toca à integração financeira, um indicador tradicional vem a ser o tamanho e a persistência, nos balanços de pagamento nacionais, de déficits e superávits em conta corrente (países com déficits importam capital e vice-versa). Desse ponto de vista, parece (dada a precariedade dos dados) provável que os picos históricos das razões globais entre superávits (ou déficits) em conta corrente e produto sejam ainda aqueles atingidos no final do século XIX e no início do XX.<sup>17</sup> Mas é certo que, especialmente na segunda metade dos anos 1990, a razão entre a somatória de déficits em conta corrente nacionais e o PIB global aumentou de forma significativa;

<sup>15</sup> No ciclo expansivo 1992-2000, para cada ponto percentual de crescimento do PIB global o comércio internacional cresceu 1,91 ponto. No ciclo precedente, a relação (que pode ser considerada uma estimativa grosseira da elasticidade-PIB do comércio internacional) era de apenas 1,37. No ciclo atual foi, até 2005, de 1,39 (ver, à frente, a Tabela 2).

<sup>16</sup> Os dados argentinos de 2002 e 2003 refletem a forte queda real (e, mais ainda, medido em dólares) do PIB do país.

<sup>17</sup> Obstfeld, M.; Taylor, A. M. *Global capital markets - integration, crisis, and growth*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004. Ver também Bordo, M.; Eichengreen, B.; Irwin, D. *Is globalization today really different than globalization a hundred years ago?* Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Jun. 1999. (NBER Working Paper, n. 7195).

passou de 1,1% em 1995 para 2,6% em 2004. Entretanto, essa variação expressa, no essencial, o crescimento do déficit em transações correntes de um único país, os Estados Unidos.<sup>18</sup>

Para além desse aspecto, o foco sobre os saldos em conta corrente capta apenas os movimentos *líquidos* de capital, deixando de lado uma das mais notáveis características da era da globalização. Essa característica, de proporções historicamente inéditas, vem a ser o vertiginoso aumento dos fluxos *brutos* de capitais, que se dá principalmente *entre países desenvolvidos*.<sup>19</sup> Em um país como (por exemplo) os Estados Unidos, bilhões e bilhões de dólares são anualmente empregados na aquisição de ativos no exterior – tomando a forma de fluxos de investimento direto e de portfólio ou de outros tipos de empréstimos; ao mesmo tempo, porém, outros muitos bilhões são recebidos do exterior em contrapartida à venda de ativos norte-americanos. Segundo Lane e Milesi-Ferretti (2006, p. 15), a relação entre ativos e passivos externos dos países e o PIB global passou de 45% em 1970 para 100% em 1987. Mas a grande explosão foi posterior: o valor passou de 200% em 1998 e de 300% em 2004.<sup>20</sup> A velocidade da integração financeira, medida dessa forma, superou em muito não apenas a do produto como também a do comércio internacional (e foi bem mais elevada nos países desenvolvidos<sup>21</sup> do que nos demais).

A dimensão especificamente produtiva da integração patrimonial entre os países pode ser aferida de diversas formas. O Gráfico 3 mostra o forte crescimento da razão entre estoque de investimento direto externo e PIB do país de origem. O movimento é particularmente acentuado nos anos 1990, e em especial na segunda metade, refletindo não só o ritmo do investimento *greenfield* como a volumosa onda de fusões e aquisições do período (o investimento direto contabiliza também a aquisição de participações acionárias acima do limiar de 10% do capital das empresas); chama a atenção no gráfico o baixo grau de extroversão do investimento direto externo japonês.

---

**18** Nos últimos anos, de fato, aumentou substancialmente o número de países superavitários, ao mesmo tempo em que o déficit concentrou-se num número cada vez menor de países *desenvolvidos*. Surpreendentemente, aliás, o conjunto de países em desenvolvimento tornou-se superavitário, em chocante contradição com a expectativa nutrida pela teoria econômica, segundo a qual países em desenvolvimento são naturalmente deficitários e, portanto, financiados por fluxos de capital provenientes dos países avançados.

**19** Nos termos de Obstfeld e Taylor (2002), “Globalized capital markets are back, but with a difference: capital transactions seem to be mostly a rich-rich affair, a process of ‘diversification finance’ rather than ‘development finance’.” (Obstfeld, M.; Taylor, A. M. *Globalization and capital markets*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2002. (NBER Working Paper, n. 8846).

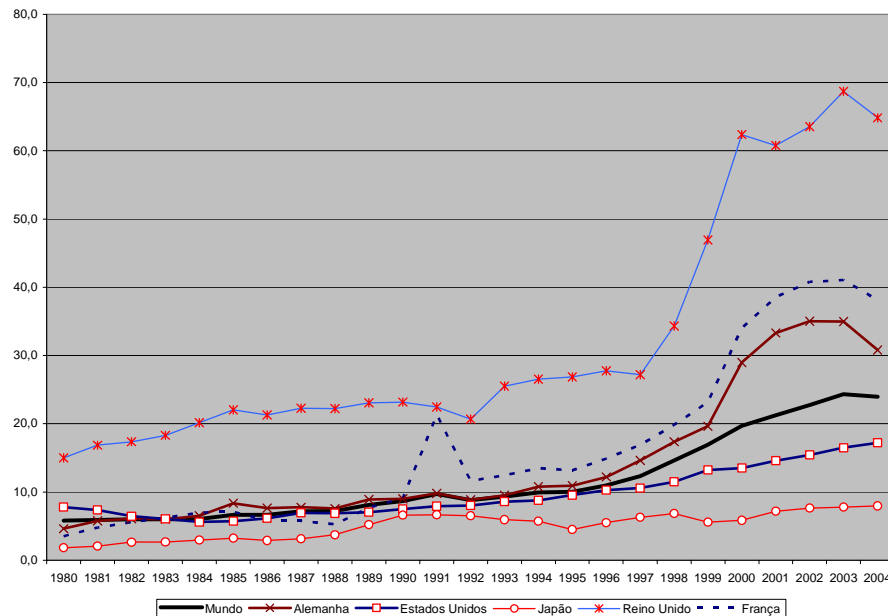
**20** Lane, P. R.; Milesi-Ferretti, G. M. *The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2006. (IMF Working Paper, n. 06/69).

**21** No caso específico dos Estados Unidos o valor acumulado dos influxos brutos de capital no período 1999-2003 montou a 38% do PIB do país naquele último ano; as saídas brutas foram de 17% do PIB. Para o mesmo período, no caso da Eurolândia, influxos e saídas foram de 44%; no Reino Unido, chegaram a 133% e 125%! Os valores japoneses são mais moderados: apenas 2,5% para os influxos e 15% para as saídas (Lane, P. R.; Milesi-Ferretti, G. M. *Financial globalization and exchange rates*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2003. (IMF Working Paper, n. 05/3).



**Gráfico 3**

Estoque de investimento direto externo como % do PIB do país de origem



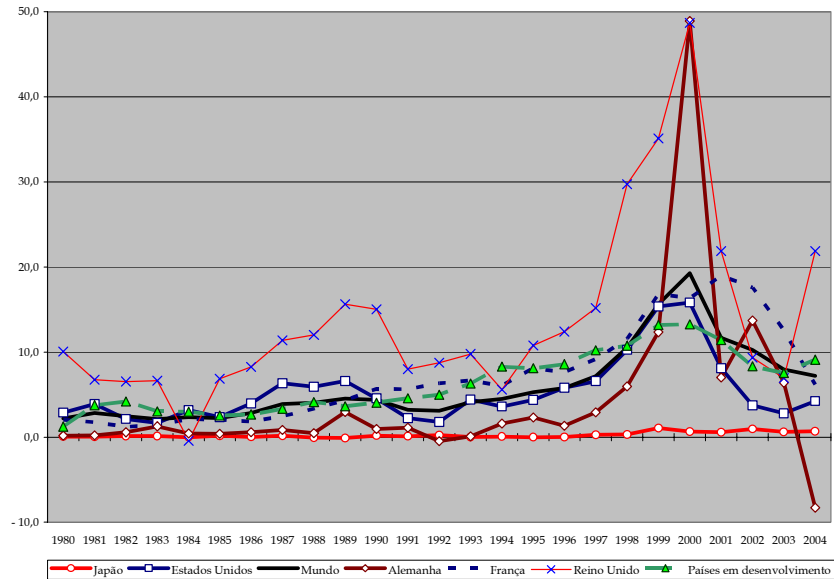
Fonte: Unctad, base de dados do *World Investment Report*.

Os Gráficos 4 e 5 tornam evidente o aumento extraordinário da participação do investimento direto externo na formação bruta de capital fixo de países e regiões. Novamente, identifica-se uma clara inflexão em meados dos anos 1990. A exceção, no âmbito dos países desenvolvidos é, novamente, o Japão, muito pouco receptivo ao capital externo. O Gráfico 5 sugere que, nos passos do “ganso-líder” Coreia e Taiwan apresentam comportamento também comedido quanto à recepção do investimento direto.

Como se sabe, também os fluxos globais de investimento direto externo em sua maior parte se originam de países avançados e têm por destino outros países avançados.<sup>22</sup> Isso seria em princípio compatível com uma participação relativamente mais elevada do investimento direto estrangeiro na formação bruta de capital fixo dos países em desenvolvimento; frações relativamente pequenas do investimento direto externo dos países desenvolvidos poderiam assumir peso elevado no investimento de uma economia muito menor. Entretanto, constata-se, a contribuição do investimento direto à formação bruta de capital fixo nos países em desenvolvimento é inferior à média global.

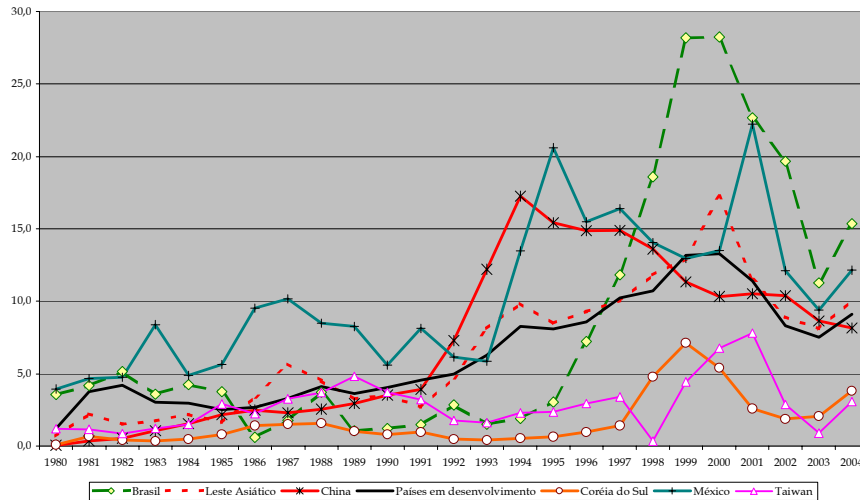
<sup>22</sup> Entre 1970 e 2004, a menor participação dos países desenvolvidos como destino dos fluxos globais de investimento direto foi em 1997: 82,6%. Em 2004, o valor estimado pela UNCTAD é de 87,3%.

**Gráfico 4**  
Influxos de investimento direto externo em % da formação bruta de capital fixo do país ou região receptor



Fonte: Unctad, base de dados do *World Investment Report*.

**Gráfico 5**  
Investimento direto como % da formação bruta de capital fixo do país ou região receptor



Fonte: Unctad, base do *World Investment Report*.

### 1.3 O mundo e seu novo umbigo

A aparência de ordem (um pouco mais) unida sugerida pelo Gráfico 1 e pelos índices de integração crescente entre os países esconde, sugeriu-se acima, transformações estruturais de enorme importância. Uma delas reside no fato de que, a partir do início da década de 1990, os países em desenvolvimento crescem, sistematicamente, a taxas mais elevadas do que aquelas do grupo de países desenvolvidos (ver novamente o Gráfico 2). Seria possível afirmar, então, que a

globalização estaria a promover um novo episódio de convergência, mas dessa vez concentrado nos países em desenvolvimento?

A Tabela 2 mostra, para grupos e países selecionados, as taxas de crescimento médio anual entre 1983 e 2005, singularizando também o crescimento durante cada um dos três ciclos de expansão ocorridos durante o período. Convém chamar atenção para o fato de que, entre 1983 e 1990, bem como entre 1992 e 2000, o processo de crescimento teve a oportunidade de desdobrar-se até o habitual desenlace recessivo; o ciclo de expansão recente, iniciado em 2002, salvo melhor juízo (mais sobre isso na conclusão deste texto), está apenas começando e portanto deve ser considerado um objeto distinto.

**Tabela 2**  
Variação real do PIB, mundo, países e regiões (média anual)

	1983-1990	1992-2000	2002-2005	1983-2005
Mundo	3,8	3,6	4,3	3,7
Economias avançadas	3,7	2,9	2,4	3,0
Estados Unidos	4,0	3,7	3,0	3,4
Japão	4,2	1,0	1,7	2,3
União Européia	2,8	2,4	1,7	2,3
Eurolândia	n.d.	2,1	1,2	n.d.
NICs asiáticos	8,6	5,9	4,7	6,5
Países em desenvolvimento	4,0	4,5	6,6	4,6
Ásia em desenvolvimento	7,1	7,8	8,2	7,5
China	9,8	10,5	9,8	10,0
América Latina e Caribe	1,8	3,3	3,0	2,6
Brasil	2,4	2,8	2,4	2,5
CEI e Mongólia	3,1	-4,2	7,0	0,5
Europa Central e do Leste	2,3	2,7	5,2	2,4
África	2,5	2,4	4,7	2,8
MEMO: crescimento do comércio internacional	5,2	6,7	5,7	5,6

**Fonte:** FMI, base do *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

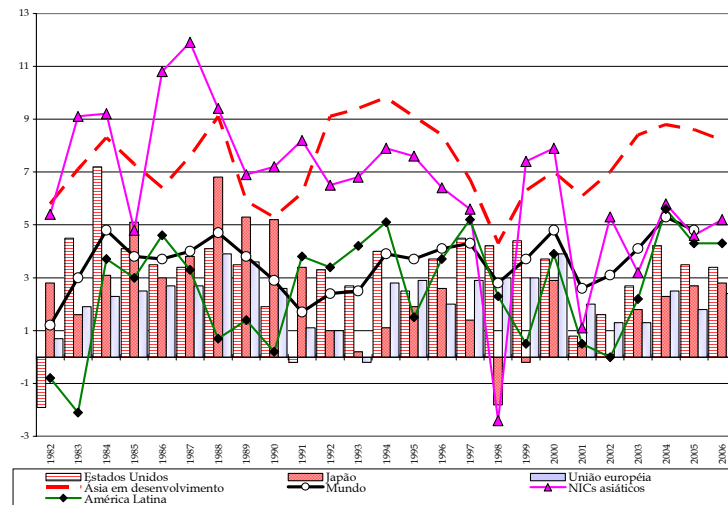
Salta os olhos, na tabela (e no Gráfico 6), o fato de que a economia norte-americana, supostamente “madura” e portanto (supostamente) menos dinâmica, assume desde o ciclo dos anos 1980 a liderança do crescimento no grupo das economias avançadas. De ciclo a ciclo, embora desacelere, aumenta o diferencial em relação a Japão e União Européia.

O dinamismo do conjunto dos países em desenvolvimento fica também patente. Entretanto, a tabela deixa clara a existência de importantes assimetrias entre os países e regiões que o compõem. A performance latino-americana, inferior à global em todos os subperíodos, é decepcionante. E a tragédia da antiga União Soviética, no período 1991-2000, é quase inqualificável; o leste europeu e a África mostram uma performance mais dinâmica somente no atual ciclo de expansão. O destaque permanente, é claro, cabe aos países da chamada Ásia em Desenvolvimento,<sup>23</sup> bem como aos quatro “tigres” asiáticos (Coreia, Taiwan, Hong Kong e Cingapura); no caso dos últimos, a despeito da queda livre verificada entre 1997 e 1998.

<sup>23</sup> Esse grupo de 26 países (três dos quais não incluídos da base de dados do FMI) e no qual estão China, Índia e as economias da Asean, não inclui o Oriente Médio, como tampouco os países asiáticos que integram a CEI.

**Gráfico 6**

Taxas de crescimento do PIB real: global, regiões e países selecionados

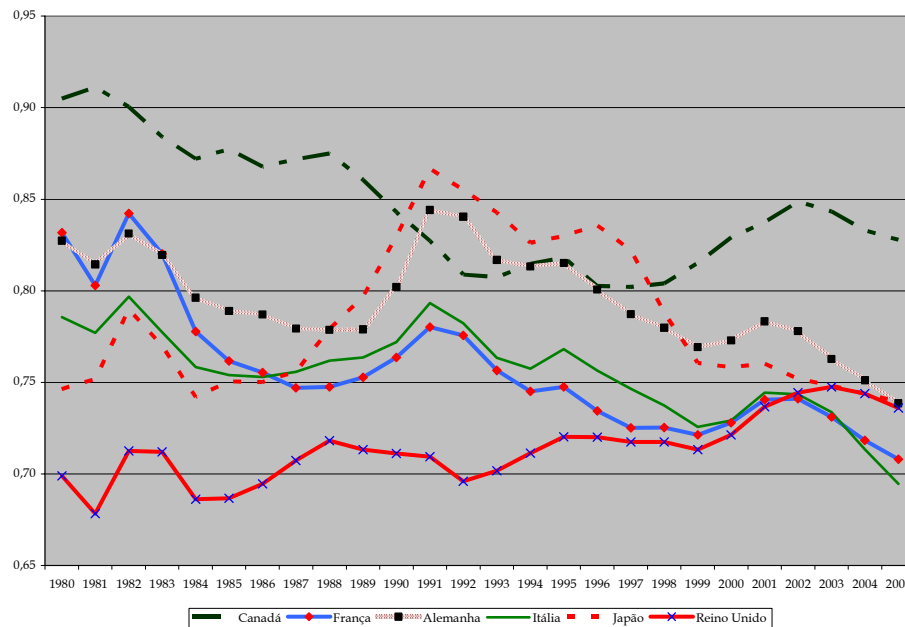


**Fonte:** FMI, base do *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

Os números do crescimento global e sua distribuição entre países e regiões deixam claro que os anos 1990, por mais “estrondosos” (ou *roaring*) que possam ter sido (e o foram, de vários pontos de vista), de forma alguma podem ser considerados “a mais próspera década do mundo” (Stiglitz, 2003).<sup>24</sup> Foram, isto sim, anos norte-americanos... e asiáticos. Os Estados Unidos cresceram a 3,7% a.a., uma taxa próxima àquela dos anos dourados (3,9%). A Ásia em Desenvolvimento – na qual pesa sobremaneira o PIB chinês – prosseguiu no seu ritmo “miraculoso” de quase 8% a.a.

**Gráfico 7**

G-6: PIB PPP per capita como percentagem do norte-americano



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

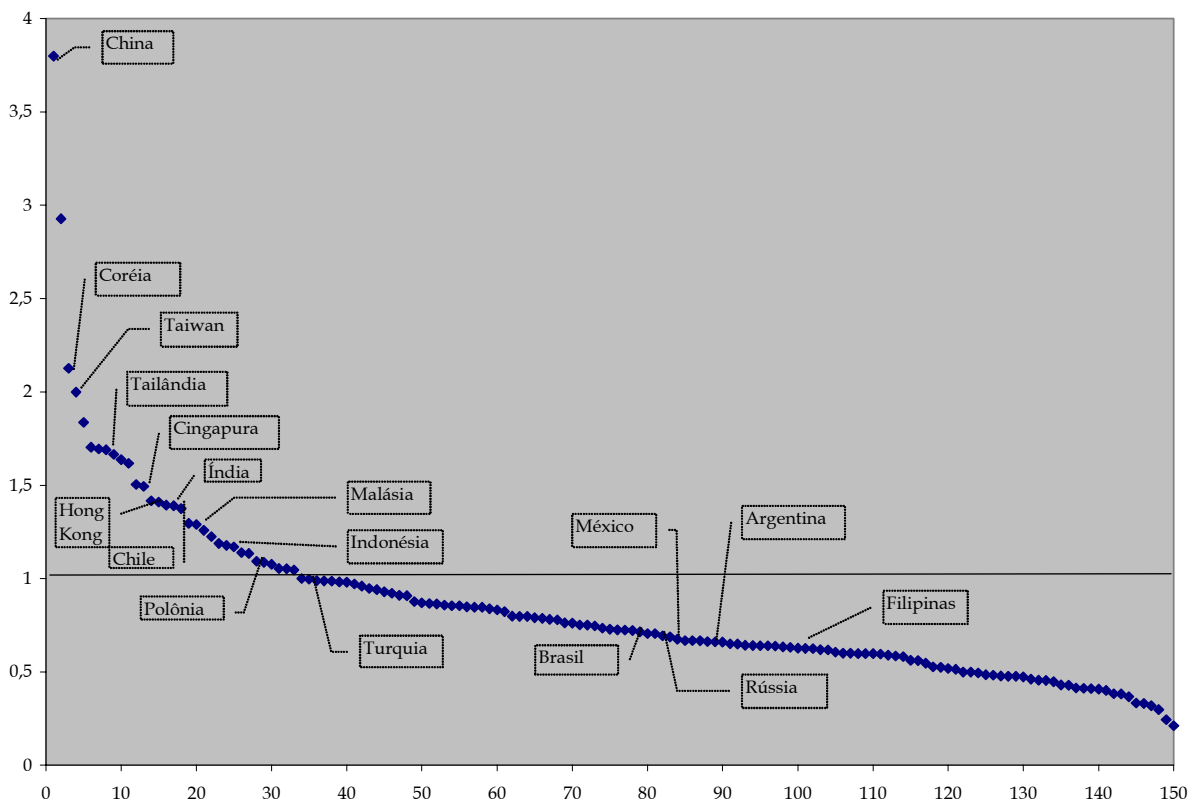
<sup>24</sup> Stiglitz, J. E. *The roaring nineties – a new history of the world’s most prosperous decade*. New York: Norton, 2003.

Já no que diz respeito à renda per capita, mais apropriada à análise de processos de convergência, o Gráfico 7 atesta que, pelo menos em relação às seis maiores economias desenvolvidas, convergência já não há. Vale ressaltar que, de toda forma, o PIB per capita desses países, embora tenha caído em relação ao PIB per capita norte-americano, conservou-se em patamares bastante confortáveis, na maior parte dos casos entre 70% e 75% do PIB per capita norte-americano (o PIB per capita da Eurolândia, não mostrado no gráfico, era, em 2005, 69% do norte-americano).

É interessante apresentar um quadro um pouco mais completo da performance dos países em desenvolvimento. O Gráfico 8 mostra, para um conjunto de 149 países (inclusive os quatro NICs asiáticos), a variação, para o período 1982-2005, da relação entre o PIB per capita nacional (medido com base na PPP) e o PIB per capita norte-americano. Os 33 países situados acima da linha horizontal (que passa precisamente sobre a economia norte-americana, para a qual esse coeficiente é obviamente igual a 1) são os que convergiram durante o período.

**Gráfico 8**

Países em desenvolvimento: variação da relação entre PIB PPP per capita nacional e PIB PPP per capita norte-americano, 1982-2005



**Fonte:** FMI, base do *World Economic Outlook*, setembro de 2005. Elaboração própria (para as séries utilizadas, a base de abril de 2006 apresenta muitas lacunas ainda sem explicação).

A interpretação é simples: em 1982, o PIB per capita chinês equivalia a 3,9% do norte-americano; em 2005, equivalia a 14,9%; a relação entre ambos aumentou aproximadamente 3,8 vezes – este é o

número plotado na ordenada do gráfico. Dentre os “convergentes”, abundam os países asiáticos. Da América Latina, só está o Chile. Da Europa, o único país de porte é a Polônia.<sup>25</sup> O PIB PPP do grupo de convergentes representava, em 1982, 31% do PIB da amostra de 149 países. Em 2005, a relação entre ambos já era de 57%. Em termos de PIB, essa convergência concentrou-se em pouquíssimos países. Mais precisamente, em oito asiáticos, cujos PIBs equivaliam, em 2005, a 92% do PIB total do grupo “convergente”. Por outro lado, como entre esses países estão China, Índia e Indonésia,<sup>26</sup> não se pode deixar de admitir a relevância do fenômeno, considerado o tamanho das populações envolvidas. Nesses três últimos casos, convém ressaltar, o processo de convergência alçou o produto per capita a níveis ainda irrisórios em relação ao norte-americano; para a Índia, a convergência levou, entre 1983 e 2005, a relação entre o produto per capita nacional e o norte-americano de um ponto de partida de 5,7% para 8,0%; para a Indonésia, de 8,1% para 9,5%.<sup>27</sup>

Ao longo do último quarto de século, os diferenciais nas taxas de crescimento produziram resultados acumulados de enorme importância. O subconjunto de países em desenvolvimento passou a responder – se nele incluímos (ao contrário do que faz o FMI) os quatro “novos ricos” asiáticos – por um pouco mais da metade do PIB global (medido, na Tabela 3, com base no critério da paridade de poder de compra).<sup>28</sup> De 1980 a 2005, o mundo em desenvolvimento ganhou 9,8 pontos percentuais de participação no PIB global. Para ele perderam espaço o Japão (1,8 ponto percentual) e, principalmente, a União Européia (7,3 pontos). Já a participação norte-americana, relativamente robusta na maior parte do período, sofreu uma perda pequena (1,2 ponto) e concentrada entre 2000 e 2005.

**Tabela 3**

Participação no PIB global (medido com base na paridade de poder de compra): países e regiões

	Estados Unidos	União Européia	Japão	Demais avançados	Sub-total	Nics asiáticos	China	Ásia em desenvolvimento excl. China	América Latina e Caribe	Resto do mundo em desenvolvimento	Sub-total
1980	21,3	27,6	8,2	1,8	58,9	1,6	3,4	7,4	9,6	19,0	41,1
1985	21,7	25,7	8,3	2,1	57,7	1,9	5,0	8,0	8,6	18,7	42,3
1990	21,3	24,9	8,7	2,2	57,1	2,5	6,1	9,0	7,9	17,4	42,9
1995	21,2	23,6	8,3	2,5	55,5	3,1	9,5	10,5	8,3	13,1	44,5
2000	21,4	22,5	7,3	2,5	53,7	3,3	11,8	10,7	8,0	12,5	46,3
2005	20,1	20,3	6,4	2,2	49,1	3,2	15,4	11,7	7,4	13,2	50,9

Fonte: FMI, base do *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

O ganho do mundo em desenvolvimento foi inteiramente açambarcado por países asiáticos, cuja participação passou de 12,4% do PIB global em 1980 para 30,3% em 2005 – valor que supera (e

<sup>25</sup> Os demais – que permanecem anônimos, no gráfico, por motivos técnicos – dividem-se entre países menores (como Tunísia e Moçambique) e minúsculos (como Cabo Verde, Antígua e Barbuda e Malta).

<sup>26</sup> Além de, em ordem decrescente de PIB, Coreia, Taiwan, Tailândia, Malásia, Hong Kong e Vietnã.

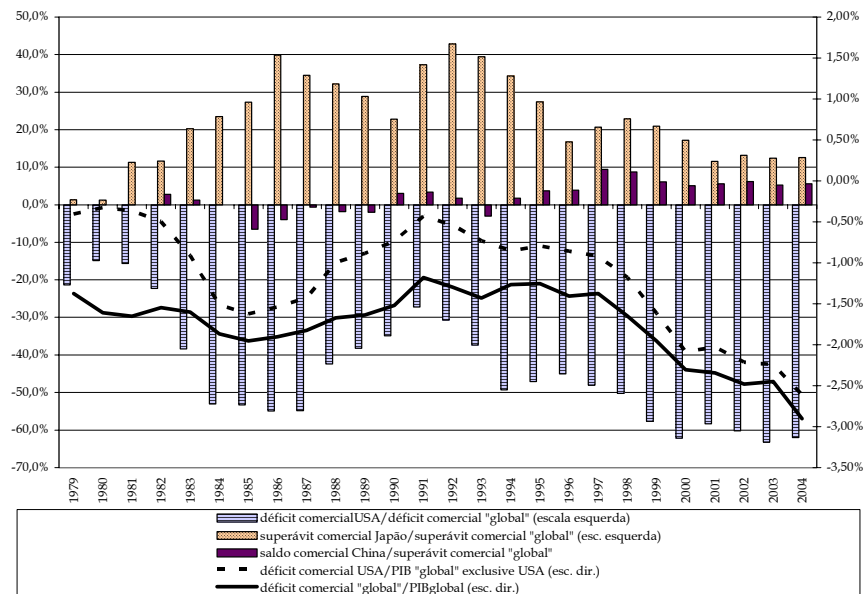
<sup>27</sup> Os números para os quatro NICs, muito mais elevados, permitem entender o porquê de sua “promoção” para a categoria de países avançados. A relação passa, no caso da Coreia, de 25,6% para 54,5%; no caso de Hong Kong, de 55,1% para 77,7%; para Taiwan e Cingapura, as mudanças são, respectivamente, de 33,1% para 66,2% e de 45,5% para 67,9%. A título de ilustração, vale a pena saber que a relação, para o Brasil, caiu de 28,5% para 20,3%...

<sup>28</sup> Esse critério, sabidamente, resulta em valores proporcionalmente mais elevados para os PIBs de países em desenvolvimento.

muito) as participações singularmente consideradas de Estados Unidos e União Européia. Esse enorme ganho foi distribuído entre China (12 pontos), demais países do grupo “Ásia em Desenvolvimento” (4,3 pontos) e NICs asiáticos (1,6 ponto). Do outro lado da balança, para o mesmo período, contabilizam-se perdas de 2,2 pontos da América Latina e de 5,8 pontos do “resto do mundo em desenvolvimento”.<sup>29</sup>

A descrição dessas tendências sugere a hipótese – freqüentemente aventada pelos analistas nos últimos anos – de que Estados Unidos e Ásia em Desenvolvimento constituíram um bloco solidário no crescimento (e, como ressaltam muitos, também no apego ao dólar norte-americano). Pareceria razoável supor, ao menos como hipótese de trabalho, que o comportamento do “grupo dinâmico” seja em larga medida explicado pelo desempenho da economia norte-americana e pela natureza dos vínculos que a conectam com as outras economias do grupo.

**Gráfico 9**  
Déficits e superávits comerciais no cenário global (%)



**Fonte:** FMI, base do *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

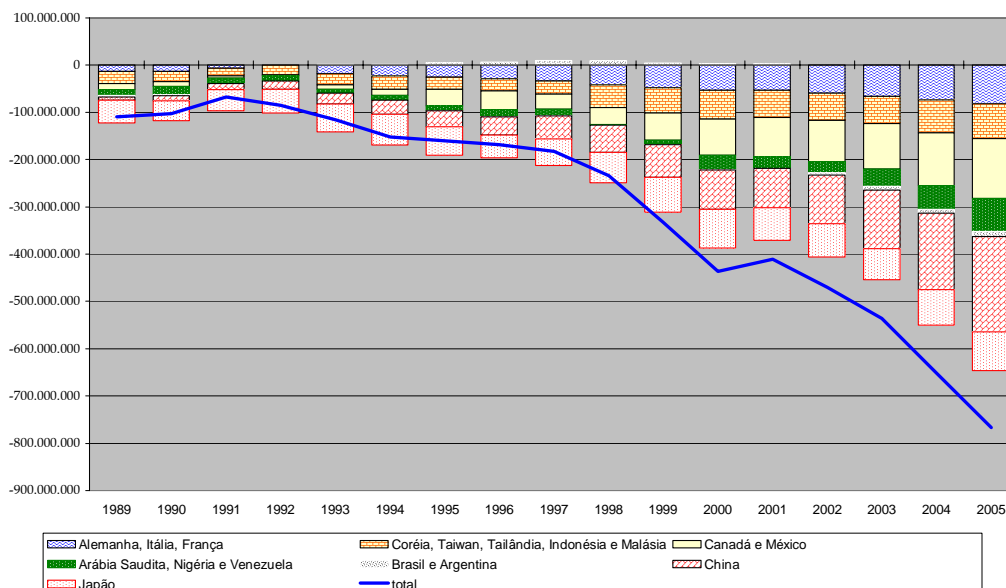
A referência, também corriqueira nos últimos anos, aos Estados Unidos como “consumidores em última instância” da economia mundial sublinha o papel da economia norte-americana como fonte líquida de demanda efetiva para o resto do mundo, por meio de seu crescente déficit comercial. E, com efeito, a balança comercial de bens e serviços norte-americana está no vermelho, ininterruptamente, desde 1976. Oscilações à parte (em resposta a variações da taxa de câmbio e aos diferenciais de crescimento entre os Estados Unidos e seus principais parceiros), a tendência durante os ciclos expansivos tem sido a de um rápido aumento no déficit. Mais do que isso: em muitos anos (ver Gráfico 9 acima), o déficit norte-americano é maior do que a

<sup>29</sup> Num outro exercício, constatou-se que, das 22 maiores economias, responsáveis por 87% do PIB global (PPP), somente 5 aumentaram, entre 1992 e 2000, em mais de 5 pontos percentuais a sua participação no PIB global: em ordem de ganhos decrescentes, China, Índia, Taiwan, Coreia e Austrália. No período, Rússia e Estados Unidos tiveram ganhos da ordem de 2 e 1 pontos percentuais. As demais economias perderam participação. Ver Macedo e Silva, A. C. A economia global no fio da navalha. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 1, 2003.

soma dos déficits comerciais de todos os outros; a relação entre o déficit do país e o total de déficits (denominado, na legenda do gráfico, “déficit comercial global”) cresce acentuadamente a partir da segunda metade dos anos 1990, superando em muito a participação dos Estados Unidos no produto global.

Em relação ao próprio PIB norte-americano, o déficit chegou a 5,8% em 2005. Em relação ao PIB do resto do mundo (i.e., o PIB global menos o PIB norte-americano), representava, em 2004, apenas 2,62%. À primeira vista, o valor parece não fazer jus à idéia de que a voracidade da demanda externa norte-americana é o principal tônico do crescimento global. Todavia, é necessário lembrar que a repetição desse estímulo, ano após ano, suscita efeitos cumulativos importantes sobre as economias dos principais parceiros comerciais. Ademais, o déficit comercial norte-americano (que beneficia pouco mais da metade de seus parceiros comerciais) está concentrado em um número relativamente baixo de países.

**Gráfico 10**  
Déficit comercial norte-americano com países e regiões selecionados (US\$ mil)



Fonte: BEA.

O Gráfico 10, que agrupa os principais países e regiões superavitários<sup>30</sup> no comércio com os Estados Unidos,<sup>31</sup> mostra claramente a enorme participação de China (detentora agora do maior superávit bilateral) e Japão, além daquela do grupamento de países asiáticos e de Canadá e México.<sup>32</sup> Para

**30** A título de curiosidade, vale destacar que, em 2005, os Estados Unidos tinham superávits comerciais superiores a US\$ 1 bilhão com apenas 9 países, entre os quais (em ordem decrescente de superávit) Holanda, Austrália, Hong Kong, Emirados Árabes Unidos, Bélgica e Cingapura.

**31** A única exceção corresponde ao grupo Brasil e Argentina, incluído (perto do eixo horizontal) apenas para fins ilustrativos...

**32** Em 2004, segundo a OMC (2005: 51), a região asiática tinha a mais elevada participação (36,6%, sendo 13,8% para a China e 8,7% para o Japão) nas importações de bens pelos Estados Unidos, superando as participações de Canadá e México (27,4%), Europa (20,8%), América do Sul e Central (6,9%) e Oriente Médio (3,6%). Ver WTO. *International Trade Statistics*, 2005.



algumas dessas economias, o impacto positivo decorrente das exportações para o mercado norte-americano é certamente muito significativo. Em 2004, a região asiática<sup>33</sup> tinha nos Estados Unidos o principal destino extra-regional de suas exportações (20,2%), contra 17,5% para a Europa toda.<sup>34</sup>

Os países detentores dos maiores superávits com os Estados Unidos tendem a apresentar igualmente superávits comerciais globais. A Tabela 4 apresenta, para uma seleção de países desenvolvidos e em desenvolvimento não-exportadores de petróleo, a relação entre o saldo comercial e o PIB. As duas últimas colunas apresentam a razão média para os períodos 1992-2000 e 2002-2004 (atenção para as várias lacunas, na base, para o ano de 2004). Chamam a atenção os números positivos e elevados na maior parte dos países do continente asiático; fica também evidente o extraordinário esforço de ajustamento após a crise de 1997-1998, ajustamento que não cobrou à Ásia um preço, em termos de crescimento, tão elevado quanto o pago pela América Latina nos anos 1980.

**Tabela 4**

Saldo comercial (bens e serviços) em % do PIB: G-7 e países selecionados da América Latina e da Ásia

	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	83-90	92-00	02-04
Alta renda (OCDE)	0,2	0,5	0,4	0,5	0,4	0,6	0,5	-0,1	-0,7	-0,6	-0,5	n.d.	n.d.	-0,5	0,3	-0,5
Alemanha	-0,2	0,2	0,3	0,6	1,0	1,4	1,5	0,8	0,4	2,0	4,3	4,2	n.d.	-1,3	0,7	4,2
Canadá	-0,4	-0,1	1,1	3,2	4,0	1,9	1,9	3,7	5,8	5,7	4,4	n.d.	n.d.	1,4	2,3	4,4
Estados Unidos	-0,5	-1,0	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,8	-2,8	-3,9	-3,6	-4,1	n.d.	n.d.	-2,3	-1,7	-4,1
França	0,6	1,5	1,3	1,4	1,7	3,0	2,7	2,3	1,2	1,6	1,9	1,2	n.d.	-0,9	1,7	1,6
Itália	-0,1	3,2	3,5	4,1	4,9	4,0	3,4	2,1	1,0	1,4	1,0	0,5	n.d.	0,2	2,9	0,7
Japão	2,2	2,2	2,0	1,4	0,5	1,1	1,8	1,6	1,4	0,6	1,3	1,6	n.d.	2,4	1,6	1,4
Reino Unido	-1,2	-1,0	-0,7	-0,5	-0,5	0,1	-1,0	-1,8	-2,1	-2,8	-3,0	-2,9	n.d.	-1,4	-1,0	-3,0
América Latina e Caribe	-1,3	-1,8	-1,9	-0,5	-0,3	-1,9	-3,2	-1,3	-0,9	-1,1	2,4	2,8	3,5	3,2	-1,4	2,9
Argentina	-1,5	-2,4	-3,1	-0,4	-0,7	-2,2	-2,5	-1,7	-0,6	1,3	14,9	10,8	9,0	3,7	-1,7	11,5
Brasil	2,5	1,4	0,4	-1,8	-2,1	-2,6	-2,6	-1,6	-1,5	-1,0	2,1	3,7	5,5	3,6	-0,9	3,8
Chile	1,4	-2,4	1,3	1,8	-2,2	-2,7	-4,8	1,7	1,0	2,0	2,3	3,1	7,0	3,1	-0,5	4,1
México	-5,0	-3,9	-4,8	2,7	2,1	-0,1	-2,1	-1,6	-1,9	-2,3	-1,9	-1,7	-2,2	4,1	-1,7	-1,9
Leste asiático e Pacífico	0,7	-1,8	0,4	0,1	0,3	2,7	5,9	4,7	4,4	3,5	4,0	3,6	2,2	-0,6	1,9	3,3
China	1,5	-1,5	1,9	2,3	2,1	4,8	4,6	3,1	2,7	2,4	3,0	2,6	0,9	-0,6	2,4	2,1
Coréia	-1,4	0,1	-1,1	-1,1	-3,5	-0,6	12,9	6,7	3,2	2,3	1,4	2,5	n.d.	2,5	1,7	2,0
Hong Kong	4,4	6,0	0,3	-5,5	-2,4	-4,3	0,2	4,6	3,6	3,7	8,3	9,4	n.d.	7,8	0,8	8,9
Índia	-0,8	0,0	-0,3	-1,2	-1,2	-1,3	-1,7	-2,0	-0,8	-0,6	-0,4	-1,5	-1,9	-1,7	-1,0	-1,3
Indonésia	2,9	3,0	1,1	-1,3	-0,6	-0,3	9,8	8,1	9,5	7,4	6,6	5,5	4,8	1,4	3,6	5,6
Malásia	1,4	-0,1	-1,6	-3,9	1,4	0,9	22,0	25,1	20,0	18,4	18,3	21,0	21,6	4,9	7,2	20,3
Tailândia	-4,0	-4,2	-4,8	-6,7	-6,3	1,4	15,9	12,6	8,6	6,5	7,2	6,7	n.d.	-2,9	1,4	7,0

Fonte: Banco Mundial. *World Development Indicators online*.

Na Ásia em desenvolvimento, esses elevados saldos comerciais coroam um longo processo de aprofundamento da integração comercial (pode-se voltar à Tabela 1, que mostra a relação entre

<sup>33</sup> Que, na agregação feita pela OMC, não inclui nem os países do Oriente Médio nem os membros da CEI.

<sup>34</sup> Em 2004, 50,3% das exportações asiáticas eram destinadas à própria região (WTO, 2005: 92). O número não é extraordinário: para a Europa e para a América do Norte, as percentagens assumidas pelo comércio intra-regional eram em 2004, respectivamente, 73,8% e 56%. Já para América do Sul e Central o valor era de apenas 23,1%.

fluxo de comércio e PIB) e de ganho de participação relativa nas exportações mundiais. A participação do continente asiático (exclusive, como antes, Oriente Médio e CEI) nas exportações globais, que era, em 1973, de apenas 14,9%, subiu, entre 1983 e 2004, de 19,1% para 26,8% (no caso das importações, o aumento foi de 18,5% para 24,0%). O ganho de participação nas exportações, entre 1983 e 2004, não coube ao Japão (cuja parcela caiu de 8,0% para 6,4%), mas aos demais países asiáticos, entre os quais a China (onde os números passaram de 1,2% para 6,7%); a participação do grupo “*six East Asian traders*” (que, além de China, inclui Hong Kong, Taiwan, Coréia, Cingapura, Malásia e Tailândia), subiu de 5,8% para 9,7%.<sup>35</sup>

Também na Eurolândia, seria possível observar, os países mais importantes apresentaram saldos comerciais significativos em relação ao PIB; aliás, no período 1983-2004, a Europa foi, com a Ásia, a única grande região a ganhar (ainda que de forma mais discreta) participação nas exportações mundiais. A Eurolândia, entretanto, até aqui colheu mais os custos do que os benefícios do processo de unificação monetária, que estendeu ao conjunto dos países a política monetária ultra-cautelosa que antes caracterizava o Bundesbank; de quebra, impôs-se regras relativas ao déficit público que manietaram a política fiscal. No Japão, onde o impacto do comércio exterior é em geral menor do que na Eurolândia, a combinação entre bolhas especulativas e flutuações cambiais acabou por desaguar numa tremenda crise financeira, que eclodiu em 1989 e aprofundou-se nos anos posteriores.<sup>36</sup> Políticas fiscais e monetárias titubeantes, talvez intimidadas (e com boas razões) pela dimensão dos desequilíbrios e pela surpreendente eclosão de um processo deflacionário, não conseguiram evitar que a economia japonesa amargasse uma “década perdida”. Assim, tanto na Eurolândia como no Japão, os anos 1990 foram marcados pela morosidade dos componentes da demanda interna. Na primeira, o crescimento médio anual do consumo privado, que havia sido de 3,0% no período 1981-1991, caiu para 2,0% no ciclo de crescimento dos anos 1990; no Japão, a queda, ainda mais acentuada, foi de 3,8% para 1,3%. Para a Eurolândia, a perda de dinamismo do investimento total foi semelhante àquela verificada no consumo: a taxa média de crescimento caiu, para os mesmos períodos, de 3,2% para 2,2%. Muito mais dramático foi o caso japonês; lá, durante os anos 1980, o investimento crescera 4,9% a.a. Durante a década perdida, *contraiu-se*, em média, em 0,2% a.a. Nos Estados Unidos, deu-se aceleração em ambas as variáveis; o crescimento anual do consumo passou de 3,4% para 3,9%; o do investimento de 2,7% para 7,0%.<sup>37</sup>

Argumentos e números do parágrafo anterior ajudam a explicar o “encolhimento” da Eurolândia e do Japão no PIB global. Resta dizer uma palavra sobre a assimetria entre os países da Ásia em Desenvolvimento e da América Latina. Estes, de forma geral, só deixaram de ser deficitários na virada do século XX. Também neles, é certo, registrou-se aumento considerável da integração comercial. Mas a integração comercial, infelizmente, está longe de ser uma *commodity* de qualidade homogênea. Nos países asiáticos mais dinâmicos, o aprofundamento da integração deu-se no bojo de processos de integração regional peculiares e nas asas de políticas econômicas que

---

<sup>35</sup> Dados da OMC, disponíveis em: [http://www.wto.org/english/res\\_e/statis\\_e/its2005\\_e/section2\\_e/ii02.xls](http://www.wto.org/english/res_e/statis_e/its2005_e/section2_e/ii02.xls).

<sup>36</sup> Ver, por exemplo, Torres Filho, E. Japão: da industrialização tardia à globalização financeira. In: Fiori, J. L. (Org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes, 1999.

<sup>37</sup> OCDE *Economic Outlook*, n. 78, Annex Tables. Disponível em: <<http://www.oecd.org>>.

promoviam de forma agressiva a construção de vantagens competitivas;<sup>38</sup> coincidiu – se não foi de fato um componente essencial – com processos de transformação estrutural da qual a elevada taxa de investimento (ver Tabela 5) foi um componente essencial. Nas três principais economias da América Latina, porém, conjugaram-se taxas de investimento baixas (e cadentes) e perda de participação do valor industrial agregado no PIB.<sup>39</sup> No México, o expressivo avanço da integração comercial não produziu nem convergência, nem saldos comerciais; o importante aumento da participação dos produtos industriais nas exportações, verificado nos anos 1990, deu-se a par com a queda da participação do valor agregado da indústria no PIB.<sup>40</sup>

**Tabela 5**

Formação bruta de capital fixo como % do PIB: G-7 e países selecionados da América Latina e da Ásia

	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	83-90	92-00	02-04
Países de renda elevada: OECD	21,2	20,6	21,1	21,2	21,3	21,7	21,6	21,7	22,0	20,9	19,9	n.d.	n.d.	22,6	21,4	19,9
Alemanha	23,8	22,5	23,2	22,7	21,6	21,5	21,8	21,7	21,7	19,6	17,9	17,9	n.d.	22,4	22,3	17,9
Canadá	18,1	18,1	19,2	19,0	18,5	21,1	20,7	20,6	20,6	19,7	20,2	n.d.	n.d.	21,7	19,5	20,2
Estados Unidos	16,4	17,0	18,1	18,1	18,6	19,5	20,0	20,3	20,5	18,8	18,0	n.d.	n.d.	19,3	18,7	18,0
França	20,9	18,2	19,0	19,2	18,3	17,8	19,1	19,7	21,1	20,5	19,2	n.d.	n.d.	21,6	19,3	19,2
Itália	20,8	18,4	18,5	19,3	18,7	18,9	19,3	19,7	20,2	19,7	20,0	19,6	n.d.	22,7	19,3	19,8
Japão	30,8	29,4	28,2	28,2	29,1	28,7	26,9	26,0	26,3	25,8	23,9	24,0	n.d.	29,7	28,2	23,9
Reino Unido	16,2	15,8	16,5	16,9	16,8	17,1	18,2	17,8	17,5	17,1	16,5	16,3	n.d.	19,4	17,0	16,4
América Latina	20,1	20,7	21,2	20,9	21,0	22,7	22,6	20,9	21,0	20,1	19,0	18,3	19,7	19,6	21,2	19,0
Argentina	16,7	19,1	19,9	17,9	18,1	19,4	19,9	18,0	16,2	14,2	12,0	15,1	17,7	18,0	18,4	14,9
Brasil	18,9	20,8	22,1	22,3	20,9	21,5	21,1	20,4	21,5	21,2	20,0	17,3	19,2	20,1	21,1	18,8
Chile	23,8	26,5	24,1	25,8	26,9	27,2	27,4	21,3	22,5	20,7	21,9	24,2	23,4	19,4	25,1	23,2
México	23,3	21,0	21,9	20,0	23,2	26,0	24,4	23,6	23,8	20,9	20,7	20,6	21,7	20,5	23,0	21,0
Leste Asiático e Pacífico	34,5	39,9	38,7	38,8	37,7	36,3	32,7	31,7	32,4	33,8	35,1	37,6	38,8	33,2	35,9	37,2
China	36,2	43,3	41,2	40,8	39,6	38,2	37,7	37,4	36,3	38,5	40,3	44,3	45,0	35,9	39,0	43,2
Coréia	37,3	35,7	37,0	37,7	38,9	36,0	25,0	29,1	31,0	29,3	29,1	29,3	n.d.	31,4	34,2	29,2
Hong Kong	28,5	27,6	31,8	34,7	32,1	34,5	29,2	25,3	28,1	25,9	23,4	22,4	22,4	25,9	30,2	22,7
Índia	23,8	21,3	23,4	26,5	21,8	22,6	21,4	23,7	22,7	22,3	22,7	23,0	n.d.	22,7	23,0	22,8
Indonésia	30,5	29,5	31,1	31,9	30,7	31,8	16,8	11,4	21,4	22,3	20,9	17,6	22,8	29,7	26,1	20,4
Malásia	35,4	39,2	41,2	43,6	41,5	43,0	26,7	22,4	27,3	23,9	23,8	21,4	20,6	27,2	35,6	21,9
Tailândia	40,0	40,0	40,3	42,1	41,8	33,7	20,4	20,5	22,8	24,1	23,9	25,0	27,1	31,3	33,5	25,3
Mundo	22,1	21,8	22,2	22,3	22,3	22,6	22,4	22,2	22,5	21,5	20,7	n.d.	n.d.	23,0	22,3	20,7

**Fonte:** Banco Mundial. *World Development Indicators online*. Elaboração própria.

**38** Ver, por exemplo, Medeiros, C. Globalização e inserção diferenciada da Ásia e da América Latina. In: Tavares, M. Conceição; Fiori, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997 e Akyüz, Chang; Kozul-Wright. New perspectives on East Asian development. *The Journal of Development Studies*, Aug. 1998.

**39** Ver, para uma análise mais detida, UNCTAD. *Trade and development report*. 2003.

**40** Tampouco parece haver uma correlação clara entre a participação do investimento direto e o êxito dos países em desenvolvimento. Voltando ao Gráfico 5, pode-se verificar que, na América Latina, o peso do investimento direto na formação bruta de capital fixo foi até maior do que na Ásia em desenvolvimento. Tampouco o investimento direto é uma *commodity*: o investimento direto que ocorre na forma de fusões e aquisições, ao menos num primeiro momento, não cria nova capacidade produtiva (como se dá no caso do chamado investimento *greenfield*); o investimento direto em setores *non-tradeable* (como na maior parte dos serviços) não tem efeito imediato sobre a capacidade de exportar; o investimento cujo objetivo é apenas o de aproveitar a mão-de-obra barata, internalizando as etapas mais simples do processo produtivo – como no caso das maquilas mexicanas – agrega pouco valor e contribui muito pouco em termos de tecnologia e de outras externalidades positivas.

Estados Unidos e Ásia em desenvolvimento conformam, assim, o novo bloco dinâmico da economia mundial. O consumidor em última instância provê demanda por bens e oferta de ativos financeiros à China, nova oficina do mundo e centro de uma complexa trama regional – que não exclui o Japão – de fluxos comerciais e de investimento direto. Os Estados Unidos consomem, a Ásia investe. Um terceiro elo, mais frágil e periférico, é o que conecta a região asiática a fornecedores de *commodities* primárias como a América Latina (ver, para maiores detalhes, a SEÇÃO III deste boletim).<sup>41</sup> Como ressalta o item final deste texto, o movimento da “Ásia dinâmica” tornou-se um pouco mais ameno – ou menos frenético – após 2001. Nem por isso deixou de responder, de forma direta, pela maior parte do crescimento global, ao mesmo tempo em que forneceu estímulo importante, pela via do comércio, aos demais países em desenvolvimento.

## **2 Do boom cum bolha às bolhas boomless**

### **2.1 Ações, recessões e reações**

Frente à desaceleração global de 2001, a reação das autoridades, no mundo desenvolvido (e particularmente nos Estados Unidos e na Eurolândia), foi tempestiva e vigorosa, mobilizando sem maiores constrangimentos e antolhos ortodoxos os instrumentos de política fiscal e monetária. O empenho se explica: os desequilíbrios acumulados durante o longo *boom* poderiam, com facilidade, culminar numa crise traumática.

O esvaziamento da bolha bursátil, ainda em curso, era uma das preocupações. A bolha inflara de forma mais intensa na segunda metade dos anos 1990, tendo como principal cenário o pregão eletrônico da NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*), onde a presença de empresas *high-tech* é particularmente elevada. Já entre os primeiros meses de 1991 e meados de 1995, o *composite index* dessa bolsa tivera seu valor duplicado, de aproximadamente 500 para 1000 pontos.<sup>42</sup> Entre julho de 1995 e março de 2000, porém, a valorização assumiu ritmo ainda mais alucinante: o índice atingiu seu pico histórico de 5.132 pontos (Stiglitz, 2003), tendo crescido, portanto, a uma taxa anual próxima de 38%.<sup>43</sup> A partir daí deu-se uma queda brusca e estrepitosa, até aqui não revertida.<sup>44</sup> A valorização das ações havia sido, porém, um fenômeno geral nos países

---

<sup>41</sup> A participação da Ásia no valor das exportações da América do Sul e Central passou, entre 2000 e 2004, de 9,8% para 14,2%. A participação do Japão caiu de 3,4% para 3,0%. Cresceram as participações da China (de 1,8% para 5,1%) e dos demais países asiáticos (de 4,5% para 6,1%). No mesmo período, as exportações da região para a China aumentaram a uma taxa média anual de 41%! Destaca-se também o crescimento médio das exportações (sempre em valor) para a Ásia extra-China e Japão (18%) e para a CEI (31%). Ver WTO (2005, p. 56).

<sup>42</sup> Dobrara também, por conseguinte, o valor das ações de empresas de alta tecnologia, cujas cotações respondem pela maior parte desse índice. Um valor que duplica em 4 anos aumenta a uma taxa anual de aproximadamente 19%. Nada mal: a riqueza real produzida por um país – aquela cuja produção gera emprego, e que pode ser usada para comer, vestir ou produzir mais riqueza no futuro – aquela riqueza que é contabilizada no PIB jamais cresce a taxas tão elevadas.

<sup>43</sup> Foi, aliás, no início desse período que Greenspan proferiu sua célebre advertência acerca dos riscos da “exuberância irracional dos mercados”. Ver Greenspan, A. *The Challenge of Central Banking in a Democratic Society*. Remarks at the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research. Washington, D.C, Dec. 5th, 1996.

<sup>44</sup> Estertores à parte, o índice aterrisou sobre um modesto vale de aproximadamente 1000 pontos em outubro de 2002; tem estado, desde finais de 2003, pouco acima dos 2000 pontos.

desenvolvidos.<sup>45</sup> No ano de 2000, os índices da NYSE, de New York, assim como os índices europeus e japoneses, atingiram o zênite e então despencaram.

Entre estudiosos e banqueiros centrais, reina uma intensa polêmica sobre a sintomatologia e o tratamento a ser dispensado a bolhas de ativos.<sup>46</sup> Não há dúvidas, porém, quanto à natureza e à dimensão dos riscos desatados por uma bolha em fase de remissão. Movimentos especulativos inflam os preços de ativos como se fossem bolhas de sabão. A metáfora termina aí. Bolhas de sabão desaparecem com um estalido quase inaudível. Bolhas econômicas, quando explodem, retumbam, e podem deixar crateras patrimoniais de proporções assombrosas.

Bolhas são processos nos quais expectativas “desarrazoadas”<sup>47</sup> de ganhos futuros suscitam compras maciças de certos tipos de ativos. Talvez – no caso de uma bolha bursátil – os agentes acreditem que as empresas cujas ações adquirem proverão lucros extraordinários para todo o sempre na nova economia que ora se instaura; talvez meramente apostem em seu tirocínio para vender esses títulos antes que a ilusão dos outros se dissipe. Não importa. O fato é que, com as compras, os preços de fato aumentam – pois em geral se trata de ativos cuja oferta é relativamente inelástica – o que excita as expectativas e motiva mais e mais compras. Açodados pelas perspectivas do lucro fácil, e na presença de institucionalidade propícia e política econômica complacente, os agentes se endividam para adquirir ainda mais desses ativos cujo valor parecer multiplicar-se por geração espontânea.<sup>48</sup>

O crédito acelera o processo de valorização e o enriquecimento dos aplicadores. Isso os qualifica para levantar ainda mais crédito, ao mesmo tempo em que os convida a festejar com liberalidade, por meio do dispêndio em consumo, a acumulação de riqueza obtida de forma tão rápida e higiênica. O mesmo processo de valorização incentiva o aumento da oferta dos ativos desejados. No caso de uma bolha bursátil, incentiva a emissão de novas ações, o que (mais o crédito fácil) potencia sua capacidade de investimento.<sup>49</sup>

Em algum momento, sobrevém a explosão. Não há ciência ou feitiçaria capaz de prever o momento exato. Por alguma razão, o processo esmorece; talvez haja sinais de que o advento da

---

**45** As ações de algumas operadoras subiram significativamente mais nas bolsas européias do que nas bolsas norte-americanas; ver OCDE (2003, p. 123); ver também FMI (2001, cap. 3); o declínio nos índices da DAX, aliás, ombreou-se àquele verificado na NASDAQ, muito superior à queda no S&P 500; as quedas nas bolsas francesa e britânica foram também acentuadas. Ver OECD. *OECD Economic Outlook*. Jun. 2003; IMF. *World Economic Outlook*. Oct. 2001. Uma apreciação visual pode ser obtida à página 143 do *Global Financial Stability Report* publicado pelo FMI em abril de 2006.

**46** A polêmica diz respeito, em primeiro lugar, à capacidade que têm (ou não têm) as autoridades monetárias de reconhecer quando um processo de valorização de um ativo constitui de fato uma bolha; em segundo, à possibilidade de conter uma bolha sem provocar efeitos indesejáveis sobre o conjunto da economia. Stiglitz (2003) responde de forma positiva às duas indagações. Roubini (2005), Borio e White (2004) e Issing (2004) também se colocam neste campo do debate. Para argumentos em sentido contrário, ver Kohn (2004) e Greenspan (2005). Borio, C.; White, W. *Whither monetary and financial stability? the implications of evolving policy regimes*. *BIS Working Papers*, n. 147, Feb. 2004; Issing, O. *Money and credit*. *Wall Street Journal*, Feb. 18th, 2004; Kohn, D. L. *Monetary policy and imbalances*. Remarks by Governor Donald L. Kohn at the Banking and Finance Lecture Series, Apr. 1, 2004; Greenspan, A. *Economic flexibility*. Remarks to the National Association for Business Economics Annual Meeting, Sept. 27, 2005; Roubini, N. *Why monetary policy should respond to asset prices and asset bubbles*. Sept. 2005. Disponível em: [www.rgemonitor.com](http://www.rgemonitor.com).

**47** *Ex post facto*, é fácil (mas pouco útil) determinar em que medida as expectativas eram ou não razoáveis...

**48** Para a descrição das bolhas, uma referência clássica é Kindleberger, C. *Manias, panics, and crashes*. New York: Basic Books, 1989.

**49** Já no caso de uma bolha imobiliária, como a que marcou o período mais recente, o aumento da oferta se dá diretamente por meio da *construção* de novas residências.

nova era tenha sido festejado antes da hora; talvez seja o temor de que a oferta de ativos se torne excessiva; talvez, simplesmente, uma onda de agnosticismo derrube as montanhas (ou os castelos de cartas) que a fé havia soerguido. A festa acaba; espertos e sortudos retiraram-se a tempo, em geral “à francesa”. Os convidados restantes, como personagens de desenho animado, dão-se conta de que caminhavam sobre o ar e... despencam; em suas carteiras, vão estourando os balões “micados” que possuem pelo lado do ativo; pelo lado dos passivos, as dívidas, com o valor fixado nas moedas nacionais, pesam-lhes cada vez mais. Na ausência de políticas governamentais de contenção de danos, pessoas físicas e jurídicas contraem seus gastos, atrasam pagamentos, vão à falência e levam a economia à recessão.

Em meio à desagregação do regime de Bretton Woods, os mercados financeiros ganharam o poder político necessário para impor sua agenda de sempre, na qual despontavam duas reivindicações: mais liberdade, no plano nacional e internacional, e menos inflação. “Cuidado com o que pedires aos deuses”, diz um ditado, “pois seus desejos podem ser atendidos”. Os mercados ganharam o que pediram. A desinflação foi, sem dúvida alguma, um sucesso, conquistado primeiro nos países desenvolvidos e estendido, já nos anos 1990, para o resto do globo. A liberalização propiciou o aumento da integração financeira referido na segunda parte, além de fantásticas oportunidades de lucros e... de perdas, essas relacionadas ao surpreendente (não para os keynesianos) aumento na frequência e intensidade de crises financeiras de todo tipo (bursáteis, bancárias, cambiais...)<sup>50</sup>

Um problema adicional é que a combinação entre desinflação e instabilidade financeira ressuscitou um espectro do qual não se tinha notícia desde os tempos da Grande Depressão. A deflação nos preços de ativos, provocada por crises financeiras profundas, pode – particularmente em ambientes de baixa inflação – converter-se em deflação dos preços de bens e serviços. Deflação e depressão são fenômenos associados no mundo real; só no mundo dos grossos manuais de macroeconomia ortodoxa – que os gestores da política econômica têm a obrigação de esquecer nos momentos de crise – é possível conservá-los em compartimentos estanques.<sup>51</sup> Caindo os preços dos bens e serviços produzidos pelos agentes, cai também sua capacidade de honrar as dívidas por eles contraídas. Abre-se a possibilidade de uma crise financeira geral.<sup>52</sup>

A deflação da bolha bursátil suscitou, então, o temor de que se generalizasse a dramática experiência japonesa após as bolhas gêmeas (bursátil e imobiliária) que empolgaram a economia até 1991 e cujo triste fim, nesse ano, gerou os desequilíbrios responsáveis pela prostração deflacionária posterior (que talvez só em 2006 comece, finalmente, a ser superada). A tendência à queda na relação entre poupança das famílias e PIB, observada para o G-7 desde meados dos anos 1970, sofrera uma aceleração significativa justamente após os primeiros anos da década de 1990.

---

<sup>50</sup> Ver Boyer, R.; Dehove, M.; Plihon, D. *Les crises financières*. Paris: La Documentation Française, 2004.

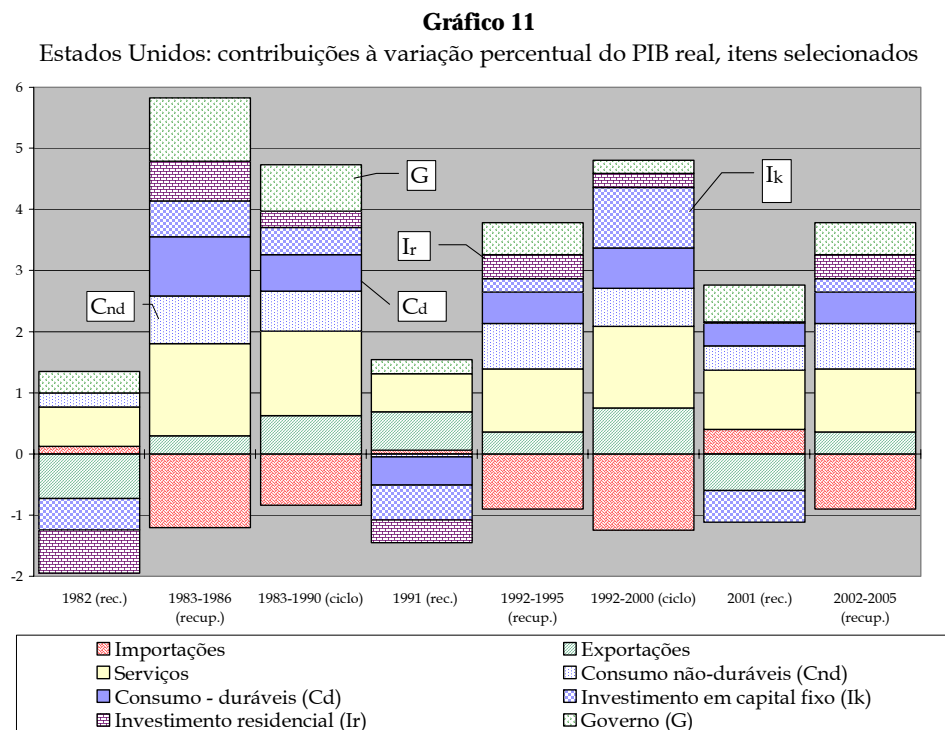
<sup>51</sup> Após a recessão de 2001, o “pânico mal dissimulado” em relação à possibilidade de deflação ensejou uma certa redescoberta do pensamento de Keynes, e pôs a nu a precariedade do pensamento neoclássico que, nos anos 1940, julgou ter demonstrado o caráter benigno da deflação como mecanismo de reconstituição do equilíbrio geral. O tema da deflação suscitou vasta bibliografia; referências interessantes (surpreendentes mesmo) são IMF. *Deflation: determinants, risks and policy options* – findings of an interdepartmental task force. 2003b e HSBC. *Thinking the unthinkable* – unconventional ways of fighting deflation. 2003. Disponível em: <[www.markets.hsbc.com](http://www.markets.hsbc.com)>.

<sup>52</sup> Ver, a respeito, a extraordinária discussão apresentada por Keynes no capítulo 19 de sua *Teoria Geral*.

Temia-se que, frente à explosão da bolha, que provocaria – como provocou – uma queda no patrimônio líquido das famílias, eclodisse também um acesso violento de parcimônia smithiana por parte das famílias, com resultados um tanto menos benignos do que aqueles que o fundador da economia política teria podido prever.<sup>53</sup>

O acesso smithiano, porém, não chegou a ocorrer. Pelo contrário, a política monetária dos países desenvolvidos zelou para que o consumo desse sustentação ao produto, de forma a compensar a forte contração do investimento das empresas que, de fato, caracterizou os processos recessivos de vários países desenvolvidos.

Como mencionado anteriormente, a expansão do investimento fora particularmente notável nos Estados Unidos, comparada à ocorrida nos demais componentes do G-7.<sup>54</sup> Como mostra o Gráfico 11, a contribuição do investimento em capital fixo (não-residencial) ao crescimento do PIB superou significativamente, no período 1992-2000, aquela verificada no ciclo anterior e no período posterior à recessão de 2001; foi de 1 ponto percentual (em 3,7% de crescimento médio anual), contra 0,4 ponto (em 4,0% de crescimento) no período 1983-1990 e 0,2 (em 3,0% de crescimento) entre 2002 e 2005.



**Fonte:** BEA. Elaboração própria.

<sup>53</sup> Temia-se, noutros termos, que, o “efeito-riqueza” (o efeito da valorização patrimonial sobre o consumo) invertesse o sinal. Com efeito, a desvalorização da riqueza bursátil não foi pequena; entre 2000 e 2002, calcula Stiglitz (2003, p. 6), o valor das ações apenas nos Estados Unidos caiu em US\$ 8,5 trilhões. Não há país – fora os próprios Estados Unidos – com um PIB do tamanho desse rombo.

<sup>54</sup> De fato, superara aquela verificada na maior parte dos países da OCDE.



O dinamismo do investimento, como sabem os economistas, em algum momento torna-se demasiado, criando capacidade produtiva para a qual não há demanda.<sup>55</sup> O investimento, então, contrai-se, e pode deflagrar um processo recessivo. Os dados do Fed mostram que, para boa parte dos setores industriais norte-americanos, picos no grau de utilização da capacidade foram atingidos entre 1994 e 1996. Em setores *high-tech*, como os produtores de computadores, equipamento de comunicação e semicondutores, o grau de utilização subiu aos píncaros em 2000, sofrendo quedas abissais nos dois anos subseqüentes; em 2002, por exemplo, o setor produtor de equipamentos de comunicação operou apenas 44,9% da sua capacidade produtiva instalada.<sup>56</sup>

A desaceleração global de 2001 foi deflagrada pela recessão norte-americana, e esta foi anunciada por uma longa seqüência, nesse país, de quedas no investimento privado bruto, que começou nos dois últimos trimestres de 2000 e prolongou-se até o final do outro ano; o investimento privado não-residencial sofreu variações negativas entre o primeiro trimestre de 2001 e o primeiro de 2003.<sup>57</sup>

Em 2001, o crescimento norte-americano, que fora de 3,7% no ano anterior, reduziu-se a 0,8%. Para a economia global, a queda foi de 4,8% para 2,6%. A desaceleração afetou fortemente também a Eurolândia (onde a queda foi de 3,8% para 1,9%), o Japão (de 2,9% para 0,4%), a América Latina (de 3,9% para 0,5%) e os NICs asiáticos (de 7,9% para 1,1%).<sup>58</sup>

Na Tabela 6, que emprega números (e previsões para 2006) do FMI, pode-se perceber claramente como o *mix* de políticas monetárias e fiscais foi ativado, nos Estados Unidos,<sup>59</sup> na Eurolândia, no Japão e no Reino Unido. Mesmo na Eurolândia, onde o aumento do chamado déficit estrutural (ou de pleno-emprego) foi moderado, o estabilizador automático pôde operar de forma relativamente desimpedida, ampliando o déficit fiscal efetivo de forma substancial.<sup>60</sup> As *policy rates* foram derrubadas nos Estados Unidos, na Europa e até no Japão, onde praticamente já não tinham mais para onde cair.<sup>61</sup>

---

**55** O investimento, em outros termos, exerce um papel *dual*: enquanto a compra (por exemplo) de equipamentos gera renda e emprego por vias diretas e indiretas, a criação de nova capacidade produtiva é em si mesma um desestímulo a novas decisões de investir. Ver, por exemplo, Possas, M. L. *Dinâmica da economia capitalista*: uma abordagem teórica. São Paulo: Brasiliense, 1987.

**56** Dados do boletim G.17, do Fed (*Industrial Production and Capacity Utilization*).

**57** Outros países avançados registraram variações anuais negativas na formação bruta de capital fixo ainda entre 2003 e 2005; na Alemanha, o valor caiu anualmente até 2005.

**58** A China, porém, impávido colosso, perdeu apenas um décimo de ponto percentual, crescendo a 8,3% em 2001.

**59** Uma descrição um pouco mais detalhada das políticas fiscal e monetária norte-americanas do governo Bush, bem como de seus efeitos sobre a economia privada, pode ser encontrada no *Economic Report of the President* de 2004. O primeiro capítulo, em particular, oferece ao leitor um conjunto de “lições do ciclo econômico recente”: “a incerteza importa para as decisões econômicas”; “a política monetária agressiva pode reduzir a profundidade de uma recessão”; “cortes de impostos podem impulsionar a atividade econômica”. Tais lições – completamente redundantes para um leitor de Keynes – ao menos testemunham que, quando necessário, o pragmatismo enxota a ideologia para recessos acadêmicos e jornalísticos.

**60** O que, como se sabe, traduziu-se, no caso de Alemanha e França, em déficits persistentemente superiores às metas acordadas no chamado Pacto de Estabilidade e Crescimento – razão pela qual, em 2004, o dito pacto foi, com o pragmatismo dos poderosos, submetido a uma significativa revisão.

**61** Entretanto, a queda da deflação resultou numa redução da taxa em termos reais. Ver BIS. *74th Annual Report*, 2004, p. 67.



**Tabela 6**  
Indicadores fiscais e monetários em economias avançadas

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 <sup>(1)</sup>
<b>Déficit estrutural/PIB potencial</b>							
<i>Economias avançadas</i>	-1,3	-1,9	-3,3	-3,6	-3,4	-3,0	-3,1
<i>Estados Unidos</i>	0,1	-1,1	-3,7	-4,4	-4,4	-3,9	-4,0
<i>Eurolândia</i>	-1,6	-2,3	-2,6	-2,5	-2,2	-1,8	-1,7
<i>Japão</i>	-7,2	-5,6	-6,9	-7,0	-5,8	-5,4	-5,6
<i>Reino Unido</i>	1,3	0,3	-1,8	-3,2	-3,4	-3,7	-3,0
<b>Déficit público/PIB</b>							
<i>Economias avançadas</i>	-0,2	-1,6	-3,5	-4,1	-3,6	-3,1	-3,1
<i>Estados Unidos</i>	1,3	-0,7	-4,0	-5,0	-4,7	-4,1	-4,3
<i>Eurolândia</i>	-1,0	-1,9	-2,6	-3,0	-2,7	-2,3	-2,3
<i>Japão</i>	-7,7	-6,4	-8,2	-8,1	-6,6	-5,8	-5,7
<i>Reino Unido</i>	1,5	0,9	-1,5	-3,2	-3,2	-3,6	-3,1
<b>Policy rates</b>							
<i>Estados Unidos</i>	6,4	1,8	1,2	1,0	2,2	4,2	4,5
<i>Eurolândia</i>	4,8	3,3	2,8	2,0	2,0	2,3	2,5
<i>Japão</i>	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Reino Unido</i>	6,0	4,0	4,0	3,8	4,8	4,5	4,5

(1) Valores de março de 2006 para as *policy rates*, previsões para as demais variáveis.

**Fonte:** IMF. *World Economic Outlook*, Statistical Appendix (2006).

Houve, nos anos seguintes, momentos de tensão, gestos de pânico e desastres localizados. O medo da deflação persistiu por algum tempo; o excesso especulativo dos anos 1990 apresentou novas faturas em 2002, com os escândalos contábeis envolvendo Enron, World Com e congêneres; a Argentina decretou moratória; a intranqüilidade de natureza geopolítica recrudescceu com as *Bush wars*; Alemanha, França, Itália e Japão registraram novos trimestres de contração ou estagnação da atividade econômica; o petróleo atingiu novos picos. Apesar de todos esses pesares, a economia global aprumou-se já em 2002 e, depois, passou a crescer num ritmo surpreendentemente elevado, mas para o qual contribuiu, sobremaneira, o conjunto dos países em desenvolvimento (voltaremos a isso no último item do texto).

O keynesianismo redivivo nos países desenvolvidos atuou, em cada um deles, de forma distinta, variando em seus efeitos conforme o estado prévio da economia, a combinação precisa de medidas adotadas, a inserção internacional, as flutuações da taxa de câmbio e as expectativas dos agentes econômicos. Seu maior sucesso, de um ponto de vista geral, foi evitar o desastre anunciado. Até 2005, porém, não teve êxito em recolocar economias sobreinvestidas e superendividadas em ritmo de expansão acelerado. Com efeito, o crescimento das economias avançadas, entre 2002 e 2005, foi inferior àquele obtido após as recessões de 1982 e 1991 (Tabela 7). O crescimento japonês foi um pouco mais intenso do que o verificado entre 1992 e 1995, quando a economia vergava sob o impacto da eclosão das bolhas gêmeas. Para a Eurolândia, o desempenho até aqui foi pior também quando comparado aos dois ciclos de crescimento anteriores (ver Tabela 2).

**Tabela 7**

Varição real anual do PIB, mundo, países e regiões:  
anos de desaceleração e períodos de retomada do crescimento

	1982	1983-1986	1991	1992-1995	2001	2002-2005
Mundo	1,2	3,8	1,7	3,1	2,6	4,3
Economias avançadas	0,1	3,6	1,5	2,5	1,2	2,4
Estados Unidos	-1,9	4,8	-0,2	3,1	0,8	3,0
Japão	2,8	3,2	2,8	1,0	0,4	1,7
União Européia	0,7	2,3	1,1	1,6	2,0	1,7
Eurolândia	n.d.	n.d.	n.d.	1,4	1,9	1,2
NICs asiáticos	5,4	8,5	8,2	7,2	1,1	4,7
Países em desenvolvimento	2,7	4,1	2,0	4,1	4,4	6,6
Ásia em desenvolvimento	5,8	7,3	6,2	9,3	6,1	8,2
China	9,1	12,1	9,2	13,0	8,3	9,8
América Latina e Caribe	-0,8	2,3	3,8	3,5	0,5	3,0
Brasil	0,6	4,2	1,0	3,6	1,3	2,4
CEI e Mongólia	4,0	3,1	-6,5	-10,9	6,3	7,0
Europa Central e do Leste	1,0	3,3	-7,7	1,7	0,3	5,2
África	1,8	2,3	0,3	1,1	4,2	4,7

**Fonte:** FMI, base do *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

O mesmo vale para os Estados Unidos. Lá, porém, a piora foi sutil. A recessão começou e terminou em 2001 (sem as recidivas que se abateram sobre países como Japão, Alemanha, França e Itália).<sup>62</sup> Foi curta<sup>63</sup> e relativamente suave, em termos de contração do produto agregado. O crescimento posterior, embora inferior ao verificado em períodos semelhantes, atingiu uma velocidade de cruzeiro bastante confortável (3,0% a.a. entre 2002 e 2005).

Após 2001, a política econômica norte-americana insistiu na mesma tecla. Déficits fiscais e dinheiro barato permitiram a recuperação das finanças das empresas, insuflaram nova vida à bolha imobiliária, ao dispêndio familiar e ao ânimo dos exportadores unidos mundo afora. A importância da economia norte-americana e o agigantamento de seu déficit comercial recomenda que lhe concedamos um pouco mais de atenção. É o que faremos no próximo item, sem deixar de ressaltar algumas semelhanças com o ocorrido em outros países desenvolvidos: em muitos deles, pipocaram também bolhas imobiliárias; e, como nos Estados Unidos, neles também o investimento por parte das empresas tem se mostrado arredio.

## 2.2 Levanta-te... e compra!

Quando um agente gasta, outro recebe. Quando, durante um período de tempo, um agente gasta mais do que recebe, algum outro agente necessariamente recebe mais do que gasta. A obviedade desse *quid pro quo* inerente à troca de mercadorias nem por isso o torna irrelevante. O que vale para agentes individuais vale também para agregados macroeconômicos; observar as conexões entre déficits e superávits desses agregados permite obter conclusões que não são triviais.

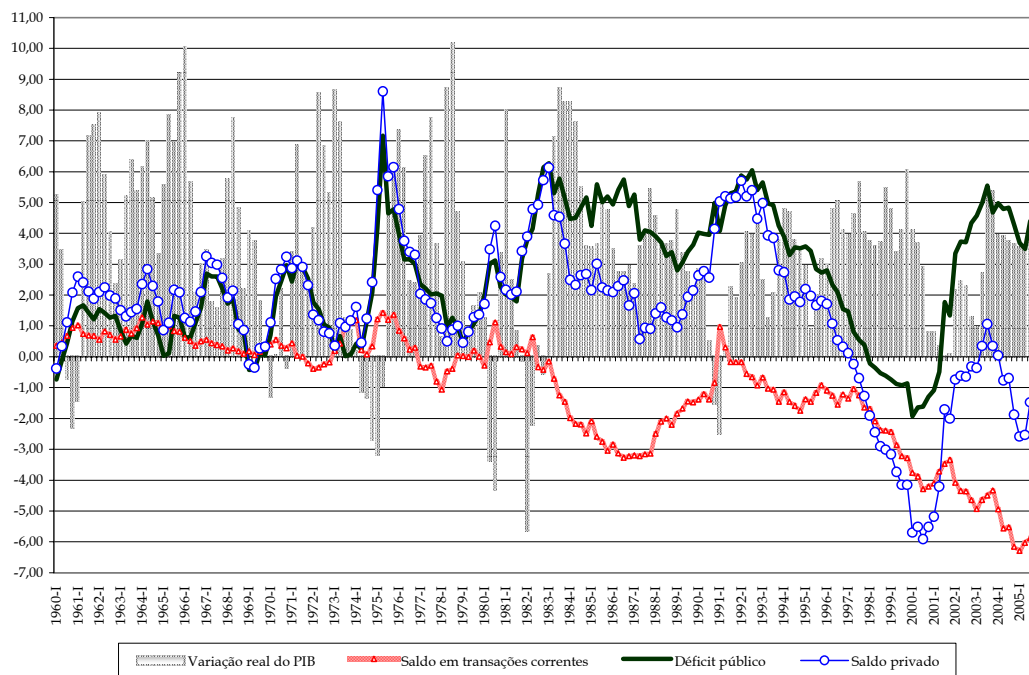
<sup>62</sup> Segundo o NBER, precisamente em novembro, a despeito do terrível impacto psicológico do “*nine-eleven*”. O National Bureau of Economic Research é uma instituição oficialmente encarregada de datar picos e vales dos ciclos econômicos norte-americanos.

<sup>63</sup> Segundo o NBER, a média das recessões norte-americanas no pós-Segunda Guerra foi de 10 meses.

O Gráfico 12, que lança mão da metodologia desenvolvida pelo economista Wynne Godley,<sup>64</sup> divide a economia norte-americana em três macro-setores (privado, público e externo). Para cada um deles é calculado o “saldo financeiro” (em % do PIB), i.e., a relação entre renda líquida e dispêndio na aquisição de bens e serviços (vale dizer, das “coisas” de que se compõe o produto agregado); a somatória dos saldos financeiros dos três setores é por definição igual a zero.<sup>65</sup> O acréscimo da variação real trimestral do PIB norte-americano permite acompanhar a trajetória cíclica da economia. Permite perceber, ademais, que tanto expansão quanto contração ocorrem por meio de desequilíbrios (nem sempre os mesmos), em que o superávit de parte dos agentes tem como contrapartida o déficit dos demais.

**Gráfico 12**

Estados Unidos: saldos financeiros dos setores privado, público e externo (% do PIB), e variação real trimestral anualizada do PIB (média móvel de dois trimestres)



**Fonte:** Para a variação do PIB, BEA. Os dados relativos aos saldos financeiros são obtidos no *Flow of Funds*, publicados pelo Fed. Elaboração própria.

<sup>64</sup> Ver, entre outros artigos, Godley, W. *Seven unsustainable processes - medium-term prospects and policies for the United States and the world*. 2000, e Godley, W. *The US economy; a changing strategic predicament*. 2003, disponíveis em: <www.levy.org>. Para maiores detalhes sobre a metodologia e as fontes de informação, bem como para uma análise mais aprofundada do caso norte-americano, ver Santos, C. H. Notas sobre a crescente (e peculiar) fragilidade financeira do capitalismo norte-americano. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 23, jul./dez. 2004.

<sup>65</sup> O raciocínio é simples. Basta subtrair os impostos nos dois lados da identidade contábil macroeconômica ( $I + C + G + X - M = Y$ ), onde I é o investimento privado, C o consumo, G o dispêndio governamental, X as exportações e M as importações. O resultado ( $I + C + G - T + X - M = Y - T$ ) é facilmente transformado em  $(Y - T - I - C) + (T - G) + (M - X) = 0$ . Os três termos entre parênteses são, respectivamente, os saldos financeiros dos setores privado (excesso da renda disponível sobre investimento e consumo), governamental e externo. Abstraímos, para simplificar, as transferências governamentais, que reduzem a arrecadação líquida do governo e aumentam a renda disponível privada; é este o caso dos juros sobre a dívida pública. Peculiarmente gigantescos no caso brasileiro, esses juros dão uma contribuição não pequena ao saldo financeiro de uma parte do setor privado e uma contribuição notável à concentração da renda em nosso país.

Se o governo (por exemplo) gasta mais do que recebe, os agentes privados recebem mais do que gastam. Numa economia fechada (ou na qual o déficit corrente externo é desprezível, como nos Estados Unidos até meados dos anos 1980), o déficit público gera superávit privado, cuja apropriação se distribui de alguma forma entre empresas e famílias.<sup>66</sup>

Analisemos a linha cheia, no gráfico, que traça o caminho do *déficit público* entre o primeiro trimestre de 1960 e o último de 2005. Acima da linha horizontal, o governo gasta mais do que arrecada. Foi essa a normalidade durante a maior parte dos últimos 60 anos: déficits públicos determinando acumulação de dívida pública e... contas privadas superavitárias. Mais especificamente, a normalidade consistia em saldos financeiros positivos por parte das famílias e negativos por parte das empresas. O ponto é visualizado no gráfico seguinte, onde o saldo financeiro privado é desagregado em saldo das famílias e saldo das empresas. As famílias, tomadas como um todo, gastavam na aquisição de bens e serviços um valor inferior ao total de rendimentos por elas recebido; com isso (e sem deixar de recorrer ao crédito ao consumidor e ao financiamento imobiliário), acumulavam ativos financeiros contra as empresas e contra o governo. O conjunto das empresas, por seu turno, realizava mais ou menos sistematicamente um dispêndio total superior a seus rendimentos, financiado com o recurso a capital de terceiros.

A mera inspeção visual revela que, invariavelmente, durante os períodos de menor crescimento ou de recessão, os saldos financeiros dos setores público e privado movem-se em sentidos opostos. O déficit público cresce rapidamente, gerando como reflexo invertido superávits financeiros no setor privado. De forma geral, aumentam com isso os saldos financeiros das famílias; os déficits das empresas contraem-se, convertendo-se às vezes em superávits – não muito duradouros, de vez que as empresas logo voltam (ou voltavam) à emissão líquida de passivos de forma a financiar o crescimento da atividade.

Como se sabe, o ciclo de expansão dos anos 1990 acarretou novo e forte aumento do déficit corrente norte-americano (o que já nos anos 1980 passara a “distorcer” o espelho em que se opõem, com sinais trocados, superávit privado e déficit público). A verdadeira novidade, visível no gráfico, foi a constituição, especialmente a partir de meados da década de 90, de um enorme déficit privado; suas contrapartidas foram o aprofundamento do déficit em conta corrente e a acumulação, durante uns poucos anos, de um superávit completamente incomum nas contas públicas.

No Gráfico 13, torna-se claro que a “*mise en abîme*” do saldo financeiro privado esconde uma sutileza importante. O déficit privado tornou-se predominantemente o déficit *das famílias*, que se endividaram de forma significativa (veja-se, no Gráfico 14, como evolui a relação entre dívida familiar e renda pessoal disponível). Já o conjunto das empresas, após a inflexão violenta verificada no início dos anos 1990, passou a alternar saldos positivos e negativos, mas relativamente discretos.<sup>67</sup>

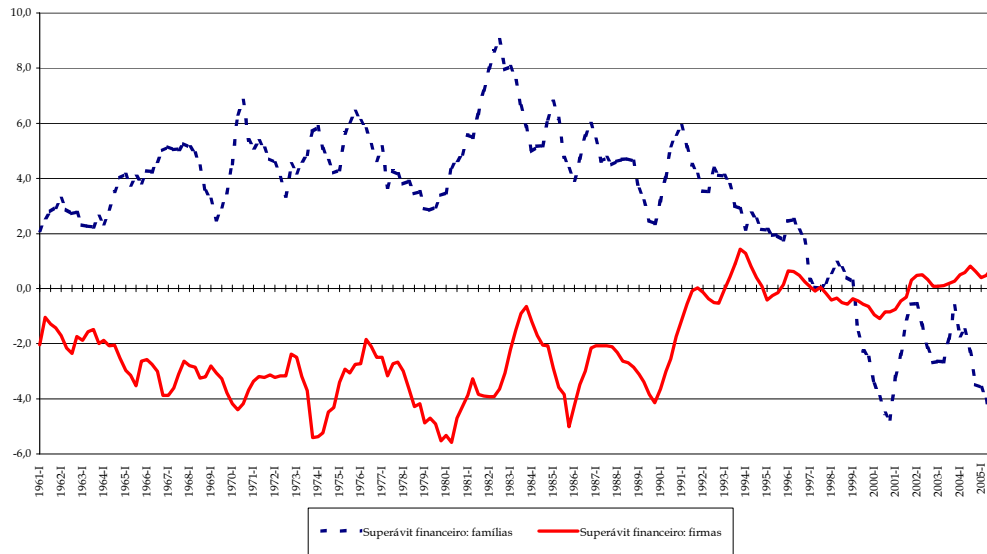
---

<sup>66</sup> Note-se que o conceito de saldo financeiro é calculado (por exemplo no caso das famílias) deduzindo-se dos fluxos de renda a totalidade do dispêndio em bens e serviços (incluindo portanto o investimento em imóveis). Não se trata, portanto, do conceito habitual de poupança. O saldo financeiro de um setor, quando positivo, implica a aquisição de algum tipo de ativo financeiro. Saldos financeiros negativos são evidência da acumulação de passivos (ou de redução de ativos) empregados para financiar aquisições de bens e serviços. Nada impede, por outro lado, que um determinado setor tenha saldo financeiro positivo e mesmo assim apareça como tomador líquido de empréstimos que, utilizados para financiar a aquisição de ativos financeiros (ou ativos no exterior), não alteram os dois lados da equação pela qual se calcula o saldo financeiro.

<sup>67</sup> Como conciliar esse resultado com o crescimento do investimento durante os anos 1990? Um pouco de paciência: a explicação vem adiante.

**Gráfico 13**

Estados Unidos: saldos financeiros líquidos das famílias e das firmas  
(média móvel de 4 trimestres, % do PIB)



**Fonte:** BEA e Fed. Elaboração própria.

A partir da recessão e durante o governo Bush, a combinação desses agregados macroeconômicos sofreu novas alterações. A mais importante delas consistiu no mais rápido aumento do déficit público observado na economia norte-americana desde a Segunda Guerra Mundial; a alquimia foi lograda tanto por meio de aumentos no dispêndio (inclusive, é claro, de natureza militar) quanto de cortes nos impostos. Parte do estímulo resultante da rápida conversão dos (breves) superávits em déficits polpudos (mas absolutamente normais) “vazou” para o exterior, na forma de déficit comercial (e corrente, como se pode observar no Gráfico 12). Parte importante, porém, converteu-se em injeções de *cash* e mesmo em superávits financeiros de segmentos do setor privado norte-americano. Voltaremos já a esse ponto. Antes, porém, é necessário dizer uma palavra sobre a política monetária de Greenspan.

O lado mais conhecido da outra política anticíclica – a monetária – consistiu na promoção de cortes sucessivos da Fed *funds rate*, que caiu de 6% em janeiro de 2001 para o vale de 1% em junho de 2003.<sup>68</sup> A política monetária adotada foi notável tanto pela intensidade quanto pela persistência. Nos seis trimestres após o vale de 2001, lembra o FMC (2003, p. 6),<sup>69</sup> “a Fed *funds rate* caiu tanto em termos nominais quanto em reais – a única vez em que isso ocorreu numa recuperação após o acordo com o Tesouro”.<sup>70</sup> Uma única exceção: a do período posterior à recessão de 1991, quando, como após o fim da recessão em 2001, o nível de emprego recusou-se a acompanhar a expansão do produto. Quanto à persistência, o FMC ressalta que, “nas oito recessões que ocorreram entre 1953 e 1991, o Fed esperou em média três meses após o vale antes de elevar a taxa de juros de referência – e nunca esperou mais do que cinco meses antes de elevar a *funds rate*”. Após um longo esforço para preparar os mercados, o Fed só voltaria a aumentar a taxa básica em

<sup>68</sup> Em termos reais, a *Fed funds rate* efetiva passou, no período, de 2,25% para -0,89%.

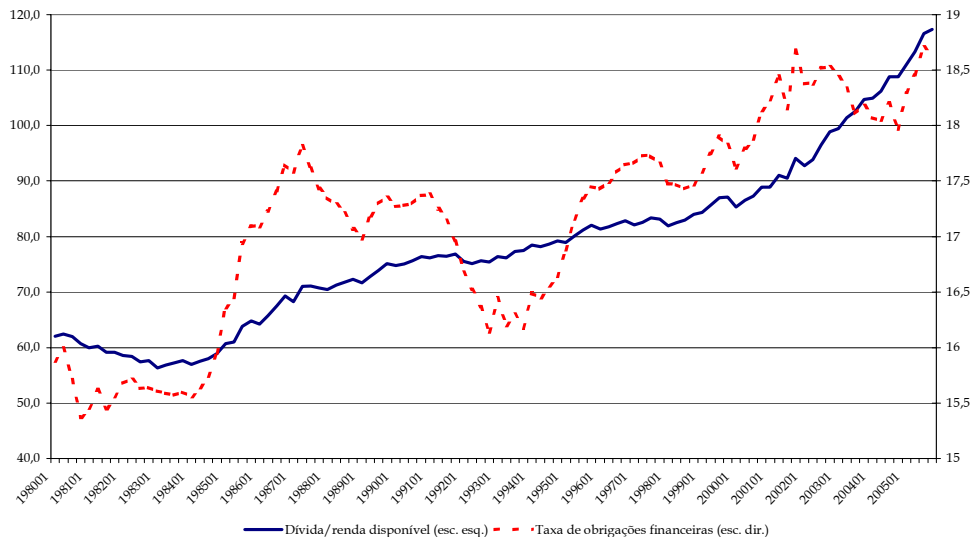
<sup>69</sup> Financial Markets Center. *FOMC Alert*. The Bush Fed in perspective, v. 7, n. 1, Winter, p. 6, 2003.

<sup>70</sup> O texto aqui se refere ao acordo de 1951 entre o Tesouro e o Fed, e que desobrigou o último de sustentar as taxas de juros sobre os títulos da dívida pública nos níveis determinados pelo primeiro; reverteu-se com isso política estabelecida em 1942, que tinha por objetivo tornar menos onerosa a inevitável expansão da dívida pública durante a guerra.

junho de 2004; a persistência do dinheiro barato deu testemunho eloqüente da inquietação das autoridades monetárias com a inflação perigosamente baixa (uma contradição nos termos em outros tempos!),<sup>71</sup> a demora na recuperação da produção industrial e a substancial *destruição* de empregos durante a fase inicial da retomada.<sup>72</sup>

**Gráfico 14**

Estados Unidos: dívida familiar/renda pessoal disponível <sup>(1)</sup> e taxa de obrigações financeiras <sup>(2)</sup>



(1) Dívida: hipotecas mais crédito ao consumidor.

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

**Fonte:** Fed. Elaboração própria.

Corporações e famílias aproveitaram a oportunidade criada pelo *mix* de políticas fiscais e monetárias, mas cada subconjunto à sua maneira. Começamos pelas primeiras.

O Gráfico 11 permite aquilatar como, entre 2002 e 2005, foi pequena a contribuição do investimento não-residencial para o crescimento norte-americano: 0,2 ponto percentual do PIB; o valor é semelhante ao registrado durante o período de recuperação anterior (1992-1995), mas menor que o registrado para a retomada entre 1983 e 1986 (0,6). O tombo em relação à contribuição anual média (particularmente alta) de 1 ponto durante o longo *boom* dos anos 1990 é expressivo.<sup>73</sup> Mas uma expressão mais adequada da especificidade da situação recente é fornecida pelo Gráfico 13, onde as empresas exibem superávits financeiros desde 2001. Relatórios recentes do Fed e do

<sup>71</sup> A variação anual dos preços ao consumidor, nos Estados Unidos, caiu fortemente após 2001, mantendo-se numa região perigosa (perto de 1%) até meados de 2002, quando voltou a subir.

<sup>72</sup> A retomada, pior do que *job-less*, foi "*job-loss*" até o segundo semestre de 2003. Só a partir de setembro deste ano o emprego passou a apresentar variações sistematicamente positivas. Até aqui a recuperação do emprego é muito inferior àquela verificada em períodos semelhantes (ver o Gráfico 16).

<sup>73</sup> Num outro exercício, pudemos mostrar como a recuperação do investimento real e da taxa de investimento em relação ao PIB foi, tanto na recuperação após 1991 quanto na recuperação recente, significativamente inferior àquela verificada para o conjunto das recuperações ocorridas entre as décadas de 1960 e de 1980. Ver Macedo e Silva, A. C. A caravana e a bolha (um espetáculo pós-moderno). *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 3, jan./abr. 2004.

FMI permitem-nos avançar um grau – importante – em termos de precisão: nos Estados Unidos, os lucros pré-impostos das empresas *não-financeiras* passaram de valores próximos de 6% do PIB, por volta de 2001, a algo próximo de 12% em 2005.<sup>74</sup> Quedas dos impostos e dos juros, de um lado, emprego e salários contidos,<sup>75</sup> de outro, contribuíram para a geração de lucros que, retidos em proporção importante – para o que contou também o baixo investimento – aumentaram consideravelmente a liquidez nas empresas.

No capítulo IV do *World Economic Outlook* de abril deste ano, o FMI apresenta dados que atestam a ocorrência de fenômeno semelhante nas principais economias avançadas. Após a recessão de 2001, o setor empresarial *não-financeiro* dessas economias tornou-se superavitário (ou passou a caminhar rapidamente nessa direção). Nos termos do FMI, a poupança empresarial (lucros retidos, líquidos de juros e impostos) passou a superar o dispêndio em capital.<sup>76</sup> Resultou daí, nos termos de Godley, um saldo financeiro positivo, ou o que o FMI denomina um *net lending* positivo (uma vez que esses saldos tornam-se aquisição de ativos financeiros, embora não necessariamente títulos de dívida).<sup>77</sup>

Para o conjunto do G-7 (exclusive Alemanha), as empresas *financeiras* acumularam saldos financeiros positivos elevados e crescentes a partir do início dos anos 1990. Até recentemente, na maior parte dos países do G-7, as empresas *não-financeiras* – responsáveis pela maior parte do investimento – incorriam em déficits, normais e sadios em etapas de crescimento econômico. Após a recessão de 2001, porém, o setor não-financeiro tornou-se superavitário nos Estados Unidos,<sup>78</sup> no Reino Unido, no Japão e no Canadá; na Alemanha, isso ocorreu somente em 2004.

O FMI lista uma série de explicações para o inusitado fenômeno. A primeira delas é o crescimento dos lucros. Não se tratou, porém, para o período 2000-2004 (IMF, 2006, p. 141), de um aumento excepcional dos lucros operacionais (o que exigiria um crescimento econômico mais veloz do que o observado), e sim, fundamentalmente, do impacto da redução dos impostos e dos juros; eis aqui, novamente, o impacto das políticas fiscal e monetária. O saldo financeiro das empresas aumentou também porque caiu o valor do investimento.<sup>79</sup>

---

<sup>74</sup> Fed. *Monetary Policy Report to the Congress*, Feb. 15th, 2006.

<sup>75</sup> A morosidade do emprego é uma parte importante da explicação do elevadíssimo aumento da produtividade nos Estados Unidos após 2001.

<sup>76</sup> Que inclui a formação bruta de capital fixo, o investimento em estoques, transferências de capital e a aquisição de *nonfinancial nonproduced assets* (como tecnologia).

<sup>77</sup> A constatação foi trazida à tona por analistas do JPMorgan, para mostrar que o “*savings glut*” mais importante provinha das empresas dos países desenvolvidos e não das contas externas de países em desenvolvimento – em direta contraposição à tese de Bernanke (2005). Loeys, J.; Mackie, D.; Miggyesi, P.; Panigirtzoglou, N. *Corporates are driving the saving glut*. JPMorgan, Jun. 24th, 2005; Bernanke, B. *The global saving glut and the U.S. current account deficit*. Remarks at the Homer Jones Lecture, Apr. 14th, 2005. O FMI explorou esse ponto já no *Outlook* de setembro de 2005; uma visão semelhante (que enfatiza o recuo do investimento) foi também apresentada pela UNCTAD. *Trade and Development Report*, 2005. O tema foi discutido em Macedo e Silva, A. C. Mais do mesmo em 2005: o zen e a reflexão econômica. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 6, maio/out. 2005.

<sup>78</sup> Explica-se, assim, o paradoxo proposto pelo Gráfico 13. Na segunda metade dos anos 1990, com a aceleração do investimento, o saldo financeiro das empresas não-financeiras *cai* (e significativamente), embora o mesmo não seja verdade para o conjunto das empresas. Após 2000, a acumulação de lucros pelas empresas permitiu-lhes reverter o elevado “*financing gap*” (o excesso do investimento sobre os lucros) e convertê-lo em superávit após 2004 (Fed, 2006, p. 9).

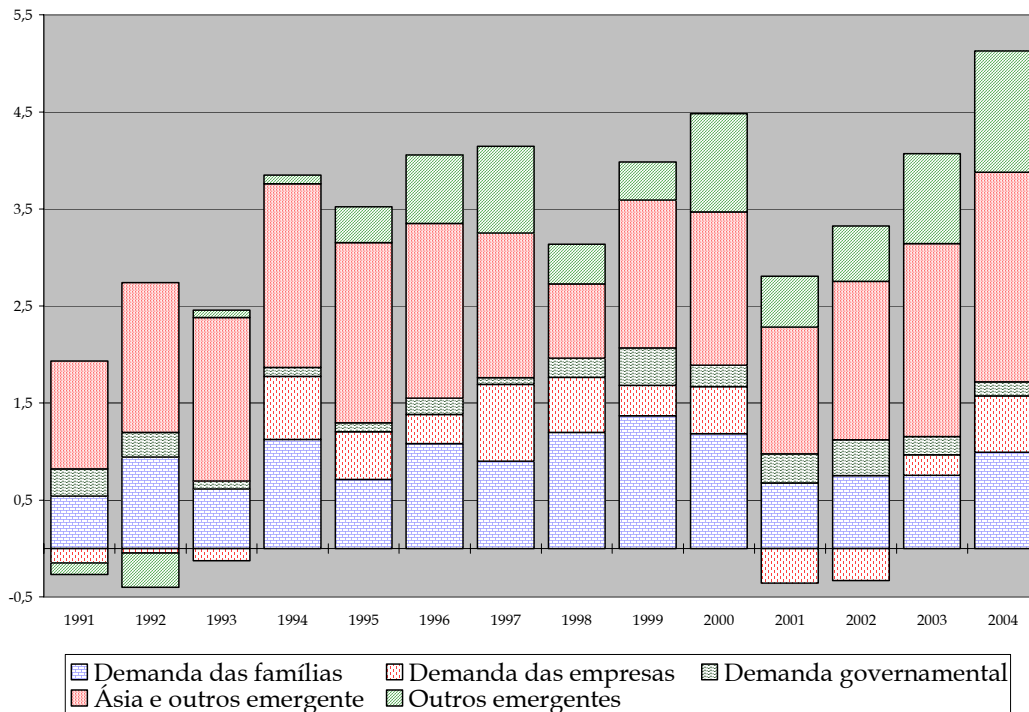
<sup>79</sup> A explicação disso não está (apenas) no rescaldo do surto de investimento anterior; o FMI chama a atenção para o fato de que parte importante dessa queda (metade, estima, para o G-7 como um todo) expressa uma queda no preço relativo dos bens de capital (IMF, 2006, p. 142). A queda do investimento, ensina Kalecki, *ceteris paribus*, reduz os lucros. Mas, no período, “tudo mais” esteve longe de permanecer “constante”. O déficit governamental e o saldo em conta corrente (positivo e crescente em vários países desenvolvidos) convertem-se em lucros das empresas e de forma geral em saldo financeiro positivo do setor privado.

O uso dos excedentes financeiros assim gerados variou conforme o país. Segundo o FMI, tem prevalecido, sobre o pagamento de dívidas, a acumulação de ações (na forma de recompra das próprias ações<sup>80</sup> e investimento em ações no exterior) e de ativos líquidos.

Uma conseqüência da retenção de elevados saldos financeiros por parte das empresas veio a ser sua baixa contribuição ao crescimento global (aliás, muito antes da *Teoria Geral*, Keynes já dizia que não é a poupança, mas o dispêndio que promove o crescimento...), observável no Gráfico 15. Da parte dos países desenvolvidos, a principal contribuição ao crescimento veio, isto sim, do dispêndio familiar.

**Gráfico 15**

Contribuição ao crescimento global: países desenvolvidos (famílias, empresas e governos), Ásia e outros emergentes <sup>(1)</sup>



(1) O dispêndio das famílias inclui o investimento residencial. O dispêndio governamental inclui gastos em consumo e em investimento. A desagregação em famílias, empresas e governo decompõem apenas a contribuição dos países desenvolvidos ao crescimento global. Ásia e outros emergentes aparecem em sua contribuição total.

**Fonte:** BIS. *75<sup>th</sup> Annual Report*. 2005. Disponível em: <<http://www.bis.org/statistics/ar2005stats.htm>>. Elaboração própria.

O Gráfico 14, já mencionado, atesta que, nos Estados Unidos, a relação entre dívida familiar e renda pessoal disponível continuou a avançar, após a recessão, rumo a patamares nunca dantes palmilhados. A outra curva do mesmo gráfico contém uma das chaves para entender tal persistência, mesmo em face de uma recuperação tibia por parte do emprego e da renda pessoal

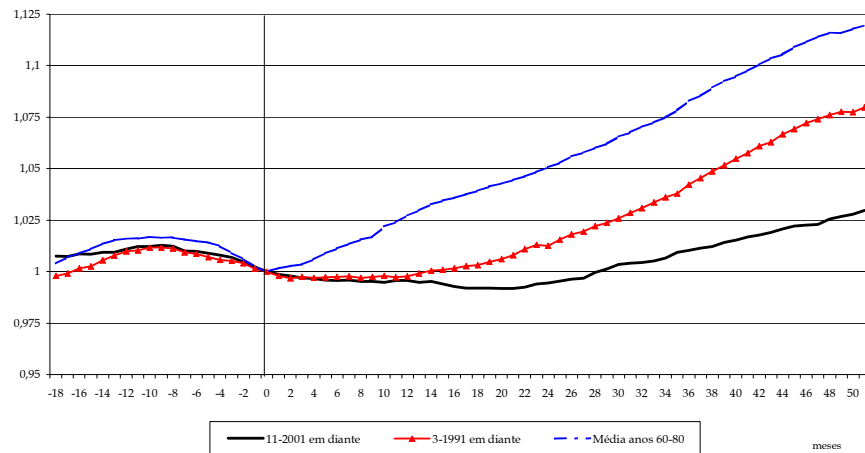
<sup>80</sup> O que vem a ser tanto uma alternativa à distribuição de dividendos como uma forma de inflar o valor das ações, beneficiando os executivos que, nos anos 1990, passaram a receber parte importante de sua remuneração na forma de opções sobre ações da própria companhia.



(Gráficos 16 e 17).<sup>81</sup> Mostra ela o crescimento contido do serviço da dívida como percentagem da renda pessoal disponível. Essa contenção deveu-se à forma como, nos Estados Unidos (e alhures), os mercados financeiros reagiram à sustentação de *policy rates* baixas após a recessão.

**Gráfico 16**

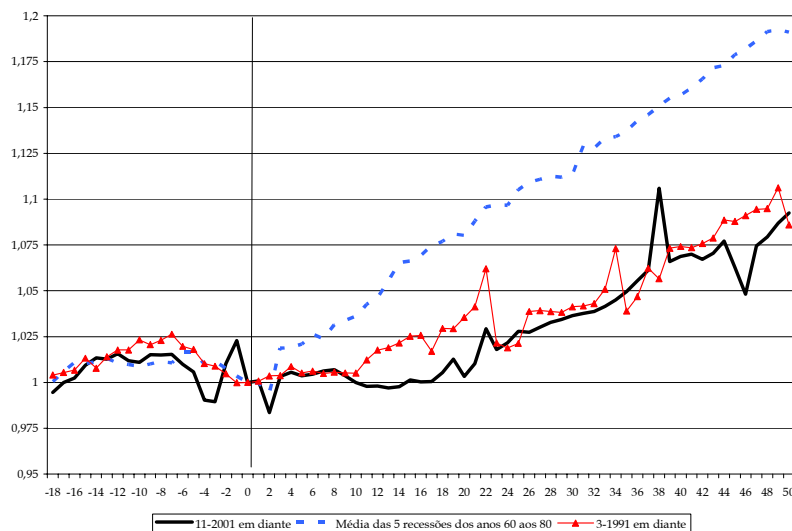
Estados Unidos: comportamento mensal do emprego não-agrícola após recessões



**Fonte:** NBER e BLS. Elaboração própria.

**Gráfico 17**

Estados Unidos: comportamento mensal da renda real pessoal (exclusive transferências) após recessões



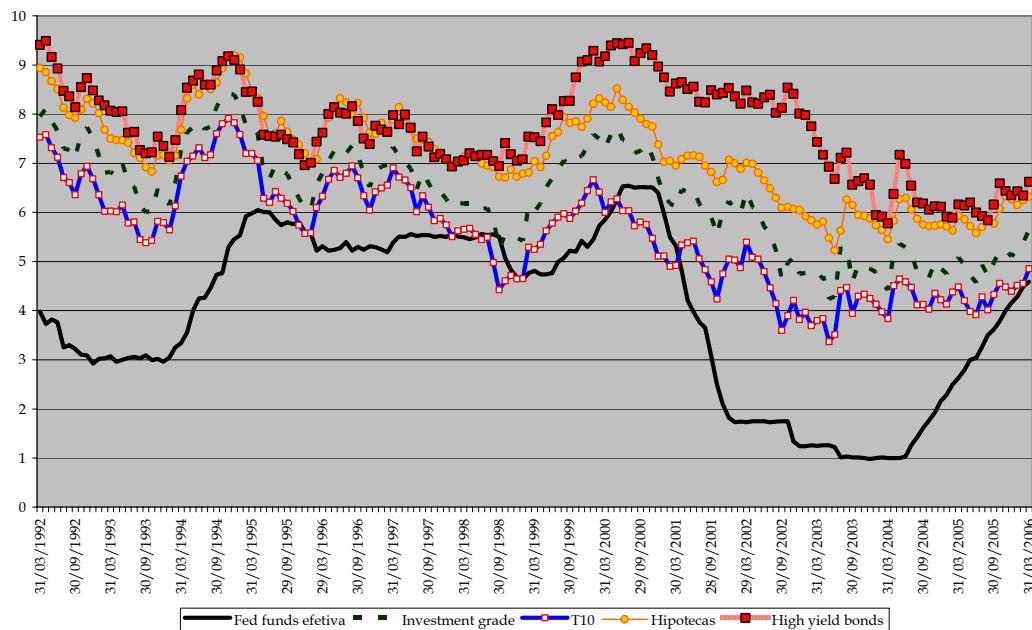
**Fonte:** NBER e BEA. Elaboração própria.

<sup>81</sup> Os gráficos empregam a metodologia utilizada pelo NBER para datar as recessões nos Estados Unidos. Diferentemente do NBER, que propõe uma comparação entre a performance pós-2001 com uma média da performance após as seis recessões anteriores, preferimos tratar separadamente a recuperação após março de 1991, por ter sido a primeira a merecer o epíteto *job-less*. Em cada gráfico, o valor da variável é 1 no mês ou no trimestre correspondente ao vale cíclico (na iminência, portanto, da recuperação econômica).

O fenômeno, geral nos países desenvolvidos, pode ser ilustrado pelo Gráfico 18, que descreve a trajetória de várias taxas de juros nos Estados Unidos.<sup>82</sup> A linha negra, que em geral corre por baixo das outras, corresponde à *Fed Funds Rate*, a única taxa de juros que o Banco Central se digna a controlar mais de perto. A queda rápida, profunda e persistente da *policy rate* promoveu um movimento na mesma direção – mais lento, mas generalizado – das taxas de juros determinadas pelas instituições financeiras e pela interação entre elas e os demais agentes privados; caíram (em proporções distintas e que variaram conforme o período) as *prime rates* cobradas pelos bancos, as taxas do financiamento ao consumo, os juros sobre a dívida pública e sobre os *bonds* emitidos por empresas nas várias categorias de classificação de risco; e caíram também, muito especialmente, os juros sobre as hipotecas residenciais.

Taxas de juros mais baixas permitem a substituição de dívida antiga e mais cara por dívida nova e barata. Permitem também, é claro, um maior endividamento. As famílias norte-americanas, estimuladas pela combinação entre juros cadentes e aumento no valor dos imóveis residenciais, não tiveram dúvidas em cravar ambas as alternativas.

**Gráfico 18**  
*Policy rates e juros de mercado nos Estados Unidos*



**Fonte:** As séries para os *bonds investment grade* (C00510Y Index – Bloomberg Fair Value USD US Industrial A+ 10 Year) e para os *high yield bonds* (C50610Y Index – Bloomberg Fair Value USD US Industrial BB+ 10 Year) são fornecidas pela Bloomberg; as demais séries provêm da base de dados do Fed. Elaboração própria.

Nos Estados Unidos, as taxas hipotecárias revisitaram um vale de quatro décadas.<sup>83</sup> O barateamento do crédito – juntamente, talvez, com o desencanto decorrente da desvalorização das

<sup>82</sup> Para as taxas de juros em outros países da OCDE ver, por exemplo, Macedo e Silva, A. C. Fuga para a frente, rumo à fronteira final? *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 5, p. 23, nov. 2004/abr. 2005,

<sup>83</sup> Baker, D. Economy shows signs of life. *Beige Book Review and Analysis*, Jul. 30th, 2003. Disponível em: <<http://www.fmc.org>>.

ações – direcionou as famílias para o investimento imobiliário. Vieram daí – pois se trata de um ativo cuja produção toma um tempo considerável – novos aumentos nos preços das residências e forte estímulo à construção civil (um breve retorno ao Gráfico 11 mostra como se traduziu, em pontos percentuais de contribuição ao PIB, o impacto do investimento residencial).<sup>84</sup>

A valorização dos imóveis recuperou o patrimônio líquido das famílias, que havia emagrecido em quase 7% (em dólares correntes) entre 2000 e 2002. Em 2005, já superava em 25% o valor de 2000; pelo lado dos ativos, o valor total dos imóveis havia aumentado em quase 74%.<sup>85</sup>

Particularmente no contexto institucional norte-americano, a valorização dos imóveis e o barateamento dos juros hipotecários puderam converter-se em mais dispêndio familiar, agora em consumo (veja-se, ainda uma vez no Gráfico 11, a estupenda contribuição do consumo no período recente).<sup>86</sup> 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*<sup>87</sup> ou *home equity loans*.<sup>88</sup> As operações de equity extraction seriam responsáveis, segundo Greenspan, por parte substancial do aumento na dívida hipotecária. Nas palavras de um analista da PIMCO, tais instrumentos transformaram as residências norte-americanas em caixas eletrônicas.<sup>89</sup> Nos Estados Unidos, a poupança das famílias (medida como percentagem da renda pessoal disponível) prosseguiu em sua trajetória histórica de queda, e passou de 7,0% em 1990 para 2,3% em 2000 e -0,2% em 2005.

Não se pode esquecer, porém, que a redução dos juros alimentou bolhas imobiliárias – algumas até mais intensas – em vários outros países desenvolvidos. Segundo o *Economist*, a inflação dos imóveis nos últimos anos foi o que salvou o mundo de uma recessão profunda.<sup>90</sup> Para a revista, trata-se (no presente do indicativo, enquanto este texto é escrito), a maior bolha global da história.<sup>91</sup>

---

**84** Ao que parece, o investimento residencial (sabidamente sensível a variações nos juros) costuma comparecer nos momentos de recuperação. Entre 1983 e 1986, sua contribuição ao PIB, de 0,6 ponto, foi ainda maior do que aquela nos períodos 1992-1995 e 2001-2005 (0,4 ponto). Mas convém alertar para o fato de que, desses três períodos, o de crescimento mais lento foi o recente; nele foi maior, portanto, o impacto positivo do aumento do investimento residencial.

**85** Fed. *Flow of Funds Accounts of the United States* - Annual Flows and Outstandings, 1995-2005, 2006.

**86** O crescimento do consumo, que fora de 4,7% em 2000 (7,3% para os bens duráveis) caiu para 2,5% em 2001 (4,3% para os duráveis). Em 2002, a taxa foi de 2,7% (7,1% para os duráveis). O consumo respondeu por 2,2 pontos percentuais do crescimento entre 2002 e 2005, ou 73%, bem mais do que nas duas recuperações anteriores.

**87** 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.

**88** 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*, em [www.ftc.gov](http://www.ftc.gov).

**89** Gross, B. *Deliberate acts of kindness*. PIMCO, Oct. 2005.. Os “saques”, segundo Stephen Roach, teriam alcançado US\$ 600 bilhões apenas em 2004, “equivalentes a algo como 7% da renda pessoal disponível” nesse ano. Ver Roach, S. *Batonless*. Morgan Stanley, Global Economic Forum, 2005.

**90** *The Economist*. House prices – Going through the roof, Mar. 28th, 2002.

**91** *The Economist*. The global housing boom – In come the waves, Jun. 16, 2005. Ver também o *survey* do *Economist* sobre a bolha imobiliária publicado em 31 de maio de 2003. Os preços subiram velozmente na Irlanda (192% entre 2005 e 1997), no Reino Unido (154%), na Espanha (145%), na Austrália (114%), na França (87%), na Suécia (84%) e nos Estados Unidos (73%); números elevados foram registrados em outros países desenvolvidos. Quedas, na amostra de 20 países coligida pelo *Economist*, somente em Hong Kong (-43%), Japão (-28%) e Alemanha (-0,2%).

Entre 2000 e 2005, escreve a revista, o valor total das residências aumentou, em países desenvolvidos, em mais de US\$ 40 trilhões, montante equivalente ao PIB dessas economias. No caso da bolha bursátil dos anos 1990, teria ocorrido um aumento em 5 anos de “apenas” 80% do PIB (e de 55% no caso da bolha dos anos 1920). Embora o estímulo ao consumo familiar possa ter sido menor do que nos Estados Unidos, o fato é que, após 2001, as taxas de poupança caíram de modo importante também em outros países desenvolvidos, como Reino Unido, França, Canadá e Austrália.

O suprimento de dinheiro barato para financiar operações mais longas esteve no centro de algumas das mais bem sucedidas operações de estímulo ao crescimento econômico da história, como no caso de vários países asiáticos. Na conjuntura estabelecida após o longo *boom*, porém, era inevitável que parte substancial do maná vindo do Fed e dos outros bancos centrais voltasse a azeitar as engrenagens da especulação financeira. Avessos ao investimento, mas também confiantes na promessa dos bancos centrais de zelar pela estabilidade, conter a inflação e apagar incêndios, pessoas físicas e jurídicas foram também às compras no imenso supermercado financeiro criado pela liberalização dos mercados.

O barateamento do dinheiro na ponta curta – onde é suprido ao gosto do freguês pelas autoridades monetárias<sup>92</sup> – permitiu a multiplicação das operações de *carry trade* (ou mesmo “a mãe de todos os *carry trades*”, nas palavras de Roach), pelas quais os agentes financiam, com os juros curtos, a aquisição de outros ativos mais longos e mais rentáveis. Deflagrou-se um processo exaltado de caça ao retorno (ou *search for yield*), onde quer que ele estivesse. Dos *treasuries* norte-americanos aos imóveis, das *commodities* aos *high-yield bonds* e aos títulos dos países emergentes, nada parece ter escapado à atenção do capital vadio e barato engendrado pela prolongada política de juros baixos. A especulação generalizada levou o *Economist* a ratificar a caracterização de Greenspan (por Stephen Roach) como um “*serial bubble-whistler*” – um inveterado insuflador de bolhas financeiras.

Ao longo desses anos, analistas mais circunspectos (como o FMI, o BIS e o *Economist*, além de Stephen Roach, para ficar apenas no lado mais ortodoxo do espectro) chamaram a atenção, seguidas vezes, para os riscos inerentes à sobreposição de bolhas especulativas. Fizeram bem. Os riscos existiram – e existem ainda. Voltaremos a eles na conclusão deste texto. Por ora, basta sublinhar, em primeiro lugar, que o sopro de vida que os bancos centrais instilaram sobre o dispêndio familiar foi resultado das melhores intenções. Tiveram, sim, como efeito colateral a excitação geral dos mercados financeiros. Da sustentação do nível de atividade nos países desenvolvidos, do aumento do déficit comercial norte-americano, do barateamento e da fartura do crédito beneficiaram-se também os países em desenvolvimento. Mas é preciso lembrar – bem, talvez não fosse realmente preciso – que de boas intenções o inferno está cheio.

---

<sup>92</sup> Pois esta é a única forma de garantir que a *policy rate* definida pelo Banco Central seja efetivamente praticada no mercado. Por que razão, podemos nos perguntar, a ortodoxia levou décadas para incorporar a seus modelos – mas ainda não aos livros-texto de macroeconomia – um fato já reconhecido (é certo que de forma um tanto hesitante) por Keynes nos anos 1930?

### **3 À guisa de conclusão: montanhas em movimento e riscos de avalanche**

Vimos, no primeiro item deste texto, como tem mudado a estrutura da economia global, com a acumulação, ano após ano, dos resultados do bloco dinâmico que costura a economia norte-americana à economia asiática. O ciclo de expansão recente só fez confirmar – se não acirrou – tal tendência. Estados Unidos e Ásia, com seus respectivos pesos pesados na economia global e taxas de crescimento, explicam boa parte do dinamismo econômico.

Na recuperação recente, porém, notam-se algumas novidades interessantes. Entre 2002 e 2005, o conjunto de países em desenvolvimento (NICs asiáticos exclusive) cresceu a uma taxa excepcionalmente elevada, de 6,6% a.a. Uma idéia mais clara do significado do número é obtida comparando-o com os valores registrados nos períodos de recuperação (2,7% para 1983-1986 e 4,1% para 1992-1995) e nos ciclos de crescimento (4,0% para 1983-1990 e 4,5% para 1992-2000) anteriores (Tabelas 2 e 7). O conjunto das economias avançadas, como se viu acima, tem desacelerado período após período. Nunca foi tão grande, portanto, o diferencial de crescimento entre países em desenvolvimento e países desenvolvidos.

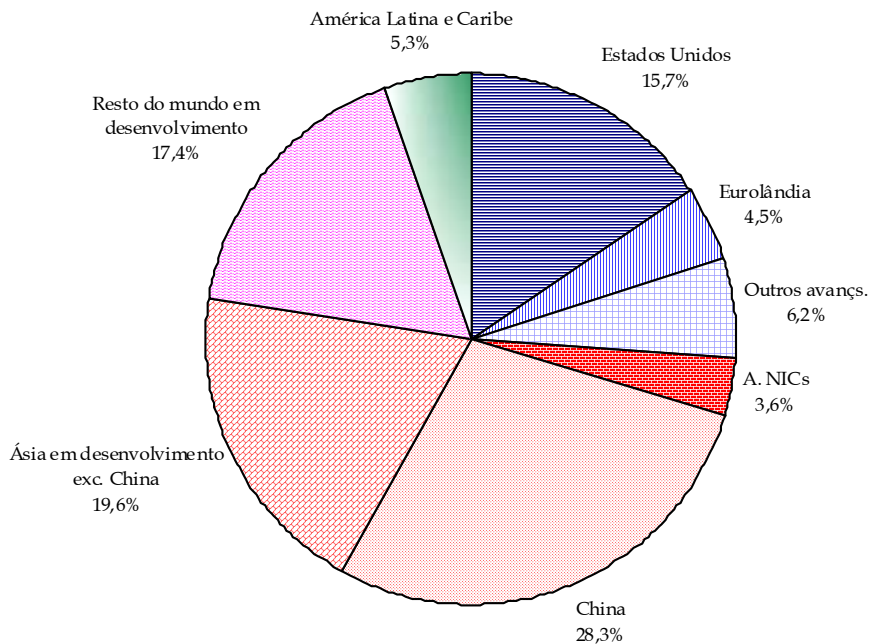
É curioso observar que a aceleração do mundo em desenvolvimento nesses últimos anos ocorreu a despeito de uma queda nas taxas de crescimento da Ásia em desenvolvimento e da China. Entre 2002 e 2005, cresceram elas, respectivamente, a taxas médias anuais de 8,2% e 9,8%, contra 9,3% e 13% nas retomadas anteriores (7,8% e 10,5% nos ciclos de crescimento). Coisa semelhante se deu na América Latina, onde o crescimento recente (3,0%) só foi superior ao da década perdida (1,8% – sempre médias anuais).

A aceleração proveio, então, da recuperação do antigo bloco socialista soviético e de um crescimento mais alto no continente africano. CEI e Mongólia cresceram a 7,0% entre 2002 e 2005 (contra -10,9% entre 1992 e 1995 e -4,2% entre 1992 e 2000) e dos países da Europa Central e do Leste (5,2% contra 1,7%); o mesmo vale para a África, com uma taxa média de 4,7% (contra 1,1% na retomada anterior e 2,4% no ciclo de crescimento dos anos 1990).

Somados, Europa Central e do Leste, CEI e Mongólia e África geravam, em 2001, 9,9% do PIB global PPP (respectivamente, 3,2%, 3,4% e 3,3%). A conjunção entre um peso relativo não desprezível e elevadas taxas de crescimento explica a elevada contribuição (17,4%) do grupo “resto do mundo em desenvolvimento” ao crescimento global entre 2002 e 2005 (ver Gráfico 19). A América Latina (7,8% do PIB global PPP em 2000), por seu turno, ofereceu ao mundo uma contribuição bem mais modesta: apenas 5,3%.

A despeito da desaceleração, a Ásia respondeu por parcela extremamente elevada do crescimento. A China (que representava, em 2001, 12,5% do PIB global PPP), sozinha foi responsável por 28,3%; 19,6% couberam aos demais países da Ásia em desenvolvimento (donde provinham, em 2001, 10,9% do PIB global PPP).

**Gráfico 19**  
Contribuições ao crescimento global no período 2002-2005 (PIB PPP)



**Fonte:** FMI, base do *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

Estados Unidos e Ásia, sozinhos, não explicam tudo. No bloco socialista, pesou favoravelmente a superação da fase inicial de choque de capitalismo selvagem. Na América Latina, pesaram negativamente fatores como o desmoronamento do *currency board* argentino e o conservadorismo da política econômica brasileira. Mas o enorme impacto dos processos em curso no “bloco dinâmico” não é difícil de rastrear.

O déficit comercial dos Estados Unidos continuou a aumentar rapidamente.<sup>93</sup> Tal déficit, como vimos anteriormente, esparge sobre todo o orbe estímulos à demanda efetiva. Na Ásia em Desenvolvimento, em particular, esse estímulo continuou a traduzir-se em elevadas taxas de investimento, produzindo transformações estruturais profundas, inclusive o aprimoramento da inserção internacional dessas economias. As mudanças na composição da demanda mundial – dada a conhecida voracidade chinesa por matérias-primas – contribuíram de forma decisiva para a trajetória ascendente dos preços das *commodities*, em especial após 2002.<sup>94</sup> Beneficiaram-se os produtores de petróleo, como Rússia, Oriente Médio e Venezuela. Beneficiaram-se os produtores de outras *commodities* agrícolas e minerais, como o Brasil e o resto da América Latina (onde o México, porém, parece sofrer com a invasão do mercado norte-americano pelas exportações chinesas).

O FMI divulgou a previsão, neste mês de abril de 2006, de um crescimento global de 4,9% para este ano e de 4,7% para 2007. São números esplêndidos, para a era da globalização. Segundo a

<sup>93</sup> Apesar da desvalorização real efetiva do dólar entre 2002 e 2004 (ainda não revertida pela valorização nominal da moeda a partir de dezembro daquele último ano).

<sup>94</sup> Ver a SEÇÃO III deste boletim, bem como Prates, D. O ciclo recente de preços das *commodities*. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 3, jan./abr. 2004.

própria instituição, porém, a probabilidade de uma frustração é maior do que a de uma surpresa favorável (IMF, 2006, p. 1). Com essa proposição, aliás, o FMI não faz senão reiterar avisos que vem emitindo (com o BIS, a UNCTAD e um magote de outros analistas, ortodoxos e heterodoxos) nos últimos anos.

Concentremo-nos nos riscos de natureza estrita ou mais claramente econômica (deixando de lado, por exemplo, riscos geopolíticos, como o de novo gesto desajuizado na política econômica norte-americana).

Assegurados pela sustentação do crescimento,<sup>95</sup> os bancos centrais dos países desenvolvidos movem-se (como o Fed e o BCE) ou anunciam movimentos (como o Banco do Japão) na direção de um aumento das *policy rates*. Este aumento é um ingrediente a mais na indecifrável receita que produz os movimentos dos mercados financeiros e que, às vezes, faz com que o suflê desande. Dinheiro barato gera complacência, que gera alavancagem e instabilidade.<sup>96</sup> Como em qualquer bolha, a tentativa, por parte dos agentes, de reverter o *carry trade* e a alavancagem – vendendo ativos comprados com dinheiro alheio para, com a receita apurada, realizar lucros e saldar dívidas – pode ocasionar fortes variações nos preços dos ativos. Uma venda maciça de *high-yield bonds* promoveria sua desvalorização e o respectivo aumento nos juros que os remuneram. Uma venda maciça de títulos de países emergentes poderia trazer-nos de volta aos horrendos – e habituais – cenários de crise cambial e financeira. Os dois tipos de movimento contribuiriam – com a previsível fuga da manada de aplicadores para a segurança dos *treasuries* norte-americanos – para prolongar a existência do *conundrum* de Greenpan.<sup>97</sup>

Este é um cenário. Num outro, não muito distinto, a explosão ensurdecidora é a da bolha imobiliária norte-americana. Embora os preços dos imóveis costumem desinflar de forma mais suave do que os de ativos financeiros, a eclosão de bolhas imobiliárias parece exercer um efeito particularmente nefasto sobre o PIB, em termos de profundidade e duração da desaceleração.<sup>98</sup> Um *bust* imobiliário – vale dizer, uma contração mais aguda dos preços – teria implicações severas em

---

**95** Mesmo baixo, o crescimento promove o aumento do emprego e o aumento na utilização da capacidade instalada, aumentando a preocupação dos bancos centrais com a possibilidade de que a elevação dos preços das *commodities* – em particular do petróleo – venha finalmente a contaminar de forma mais intensa os índices de preços ao consumidor.

**96** Na síntese rigorosa elaborada pelo FMI (2004: 8), “baixas taxas de juros e uma *yield curve* íngreme [como a criada pela reação das autoridades monetárias à recessão de 2001]geram poderosos incentivos ao aumento da alavancagem, à realização de *carry trades* e à busca de retornos explorando todo o espectro do risco de crédito. Há um risco real de complacência do investidor num ambiente de baixa taxa de juros.” IMF. *Global Financial Stability Report*. Apr. 2004. Em outro trecho, o FMI (2004, p. 2) explora as possíveis implicações para os mercados emergentes: “Há evidências pontuais [‘*anecdotal signs*’] de ‘comportamento de manada’ enquanto os investidores movem-se para ativos arriscados que podem não ser familiares para eles, mas que apresentaram boa performance no passado. Esse processo pode levar a uma sobrevalorização de certos ativos financeiros, particularmente em mercados pequenos e ilíquidos como muitos mercados emergentes. Quando mais persiste este processo, maior o potencial para correções destruidoras”.

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

**98** Ver o capítulo 2 (When Bubbles Burst) do *World Economic Outlook* de abril de 2003. A análise cobre apenas, para *booms* e *busts* imobiliários, eventos posteriores a 1970.

termos de queda no patrimônio líquido,<sup>99</sup> contração no dispêndio familiar e generalização da inadimplência entre famílias já em picos históricos de endividamento.<sup>100</sup> Entre 2004 e 2005, o crescimento dos preços perdeu velocidade em vários países (Austrália, Reino Unido, França, Espanha e Estados Unidos, ver IMF, 2006, p. 22); a persistir essa aterrissagem suave – que, no entanto, pode ser perturbada pela turbulência associada à elevação das *policy rates* – problemas mais sérios poderão ser evitados.

Mesmo nesse caso não seria prudente excluir a possibilidade de “acessos smithianos” por parte dos consumidores. Em outras ocasiões, períodos prolongados de exuberância do consumo familiar, estimulado pela liberalização financeira e por bolhas de ativos, perdendo fôlego, redundaram em episódios de rápida recuperação das taxas de poupança, com fortes impactos negativos sobre o PIB.

Um terceiro cenário de crise é o que envolve uma desvalorização indesejável do dólar norte-americano. O tema tem sido objeto de muita análise e muita futurologia. Não é para menos: todos se interessam pelo dinheiro do mundo, cujas taxas de câmbio com dinheiros de menor status exibiram, de 2001 para cá, flutuações importantes. Pelo lado da análise, não custa lembrar que os déficits em conta comercial e corrente norte-americanos não deixaram de crescer de 2001 para cá. O déficit corrente existente entre as nações é, por excelência, norte-americano (ver a Tabela 8).<sup>101</sup>

O déficit externo norte-americano é, de um lado, demanda efetiva por bens e serviços, e, de outro, aumento na oferta de liquidez global: agentes privados ou públicos norte-americanos pagam seus déficits com não-residentes por meio de dólares, que incrementam as reservas oficiais ou as aplicações financeiras de agentes privados.

---

**99** Desfazendo, assim, o que o *Economist* chama de “*wealth illusion*” (ou “ilusão patrimonial”). *The Economist*. The great illusion, Sept. 30th, 2004. Segundo Roach, “As taxas de poupança estão baixas, em grande parte, porque famílias e empresas vêem a apreciação de atividade como uma *proxy* das poupanças de longo prazo. No entanto, a fragilidade dos mercados de ativos põe em questão essa hipótese crucial. Essa foi certamente a lição da bolha bursátil do final dos anos 1990 e pode bem ser o caso se a corrente bolha imobiliária explodir.” Ver Roach, S. *The day after tomorrow*. Morgan Stanley. Global Economic Forum, Nov. 1st, 2004.

**100** A fragilidade financeira das famílias norte-americanas decorre não apenas do tamanho da dívida, mas do fato de que uma fração historicamente inédita dessa dívida é servida por taxas de juros flutuantes. O aumento dos juros afeta hoje quase 25% dessa dívida, contra algo em torno de 15% em 1994. Parte importante dessa mudança pode ser atribuída ao peso crescente das hipotecas com taxas flutuantes, preferidas por muitas famílias por conta dos juros mais baixos e a despeito do risco de surpresas desagradáveis no futuro. Ver Tal, Benjamin; Shenfeld, Avery; Preston, Leslie. *Higher US Rates: why a little means a lot*. CIBC World Markets, disponível em: <research.cibcwm.com>.

**101** Na Tabela 8, os dados são apresentados a partir de 1991 (único ano em que os Estados Unidos obtiveram superávit em conta corrente no período 1982-2004). Vale a pena reparar na última coluna, que assinala a variação, entre 1996 e 2004 (período privilegiado pela análise de Bernanke sobre o *savings glut*), 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 2005. 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. A valorização do petróleo 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.



**Tabela 8**  
Saldos em conta corrente, 1991-2005, e variação 2005-1996 (US\$ bilhões)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	05-96
Avançados superavitários (1)	0,9	7,6	27,0	42,8	73,3	83,9	77,5	53,0	89,2	105,3	94,9	100,1	156,3	204,3	209,9	126,0
Oriente Médio	-65,7	-22,8	-20,5	-3,8	3,3	15,2	10,2	-25,7	12,9	70,0	39,8	29,5	59,0	103,4	196,0	180,8
Outros avançados (2)	-0,3	55,4	123,6	112,8	110,6	98,8	144,9	153,6	122,6	84,2	96,9	157,1	148,6	196,7	169,2	70,4
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	163,9	98,2
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	158,6	151,4
Alemanha	-24,3	-22,7	-18,9	-30,4	-29,8	-14,1	-9,5	-17,5	-26,8	-32,5	0,4	40,8	45,5	101,7	114,8	129,0
Rússia	n/a	-1,2	2,6	7,8	7,0	10,8	-0,1	0,2	24,6	46,8	33,9	29,1	35,4	58,6	86,6	75,7
A. NICs	12,8	13,5	17,8	12,8	2,1	-2,3	6,3	64,6	57,5	38,8	47,8	55,3	80,0	88,8	85,5	87,8
América Latina e Caribe	-17,5	-34,8	-46,1	-51,8	-36,9	-39,1	-66,4	-90,6	-56,7	-48,1	-53,6	-16,0	7,1	17,7	29,6	68,7
Asean-4 (3)	-16,8	-12,3	-14,5	-19,3	-30,6	-30,0	-17,2	29,3	38,0	32,1	21,7	27,2	30,7	27,1	22,5	52,5
África	-6,8	-8,9	-8,7	-11,2	-15,8	-5,0	-6,2	-19,4	-15,4	7,3	0,7	-8,2	-3,1	0,6	12,5	17,5
Centro e Leste Europeu	4,8	1,7	-11,0	5,7	-7,4	-17,8	-21,1	-19,3	-26,6	-32,7	-16,6	-24,5	-37,3	-50,1	-56,4	-38,6
Reino Unido, Espanha e Austrália	-49,9	-55,4	-33,2	-33,9	-33,3	-29,5	-16,4	-31,7	-79,5	-75,5	-63,7	-63,8	-89,1	-137,1	-149,1	-119,6
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	-805,0	-680,0
MEMO:																
Países em desenvolvimento incl. A. Nics	-16,9	-44,5	-80,6	-61	-99,9	-99,9	-89,5	-25	28,6	58,7	53,8	115,1	171	215,1	270,4	370,3

Notas: Países e grupos estão dispostos em ordem decrescente de superávit em conta corrente em 2005.

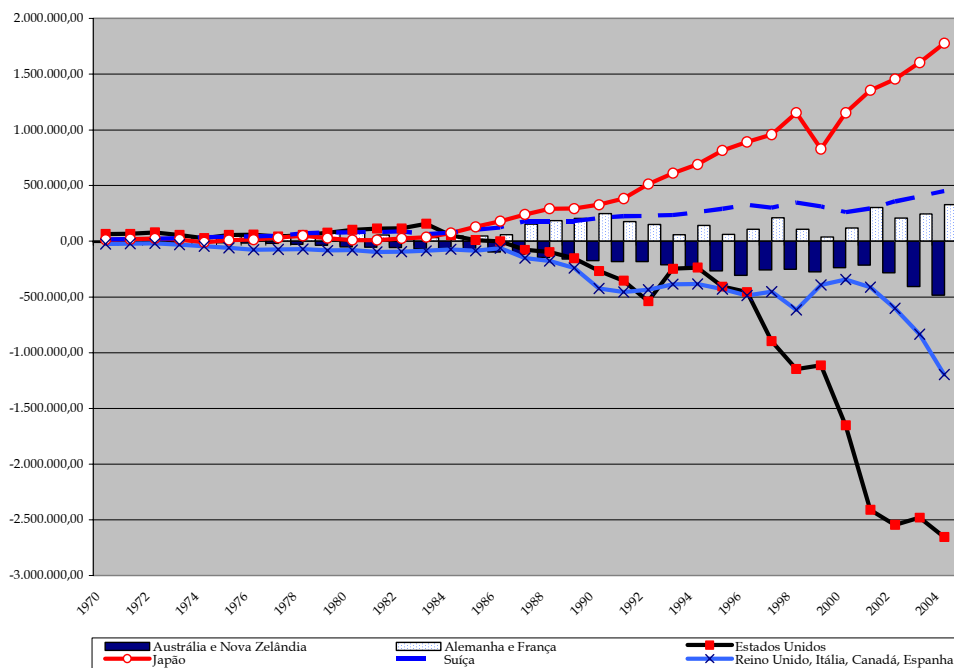
(1) O grupo "avançados superavitários" é composto por Bélgica, Canadá, Dinamarca, Holanda, Noruega, Suécia e Suíça, e reúne apenas os países avançados (exclusive Alemanha e Japão) de maior superávit em conta corrente em 2005;

(2) Agrega os avançados exclusive os "avançados superavitários", os A. NICs e o conjunto de avançados deficitários crônicos (Estados Unidos, Reino Unido, Espanha e Austrália);

(3) Indonésia, Malásia, Filipinas e Tailândia.

Fonte: FMI, base do *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

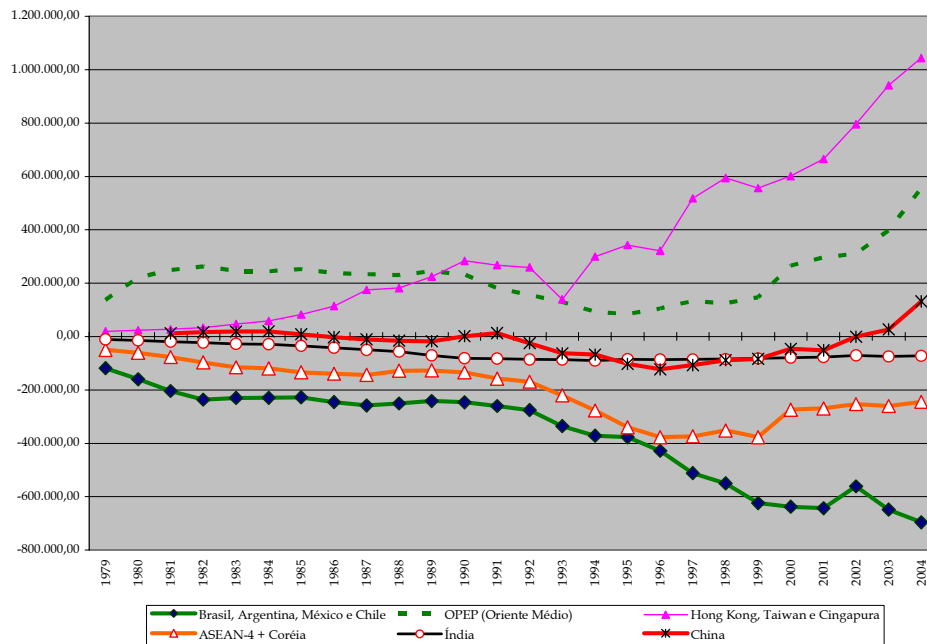
**Gráfico 20**  
Passivos externos líquidos: países desenvolvidos (US\$ milhões de dólares correntes)



Fonte: Lane e Milesi-Ferretti (2006), apêndice disponível no site do FMI. Elaboração própria.

**Gráfico 21**

Passivos externos líquidos: países em desenvolvimento (US\$ milhões de dólares correntes)



**Fonte:** Lane e Milesi-Ferretti (2006), apêndice disponível no site do FMI.  
Elaboração própria.

De outro, pelo lado dos estoques, o déficit em conta corrente torna ainda maior o passivo externo líquido norte-americano, há muitos anos o maior do mundo em termos absolutos (não, é verdade, em relação ao PIB do país).<sup>102</sup> Os Gráficos 20 e 21 (atenção para as diferentes escalas) evidenciam que o crescimento desse passivo tem, entre outras contrapartidas, a redução do passivo externo líquido em várias regiões em desenvolvimento (mas não na América Latina).<sup>103</sup>

Será este déficit *sustentável*? Lembra Summers que há alguns “testes clássicos”. São preocupantes déficits correntes crescentes e que financiem o consumo, ou que coincidam com investimento concentrado em setores *non-tradeables*, ou ainda que sejam financiados por fluxos de curto prazo. Eis aqui a receita típica de uma crise cambial em países em desenvolvimento. Os Estados Unidos não passam em nenhum dos testes – e, salientam, Roubini e Setser,<sup>104</sup> possuem uma dívida pública cada vez mais concentrada em mãos de não-residentes e de perfil temporal cada vez mais curto. A extrapolação de algumas tendências atuais conduz a números hoje

**102** Tal fato, embora não seja propriamente novo, continua a ser espantoso. O que é compreensível: não é fácil acostumar-se à idéia de que o país emissor da moeda internacional por excelência tenha tamanho déficit corrente. “Há certamente algo estranho”, escreve Lawrence Summers, “no fato de que o maior poder do globo seja também o maior devedor do globo”. Ver Summers, L. H. *The United States and the global adjustment process*. Third annual Stavros S. Niarchos Lecture, Institute for International Economics, Mar. 23rd, 2004.

**103** A relativa estabilização do passivo externo líquido norte-americano nos últimos anos decorre dos *valuation effects*. Estes se deveram à desvalorização do dólar e ao fato de que os preços das ações que norte-americanos têm no exterior subiram mais do que os preços das ações que não-residentes têm nos Estados Unidos. Ver Lane, P. R.; Milesi-Ferretti, G. M. Examining global imbalances. *Finance and Development*, v. 43, n. 1, Mar. 2006.

**104** Roubini, N.; Setser, B. *Will the Bretton Woods 2 regime unravel soon?* The risk of a hard landing in 2005-2006. 2005. Disponível em: <<http://www.Stern.nyu.Edu/globalmacro/>>.

inimagináveis para o déficit em conta corrente e a dívida pública.<sup>105</sup> Mas, é claro, os Estados Unidos não são uma economia periférica; e são os emissores da moeda internacional.<sup>106</sup>

Para alguns analistas, a própria conformação do bloco dinâmico Estados Unidos-Ásia seria suficiente para garantir, a perder de vista, demanda por ativos denominados em dólar em quantidade suficiente para garantir sua estabilidade. Segundo Dooley; Folkerts-Landau; Garber (2003a),<sup>107</sup> a Ásia desempenharia agora o papel que, no pós-guerra, foi encenado por Europa e Japão.<sup>108</sup>

Pode ser. Tudo contribui para a robustez da posição central do dólar: é a moeda das famílias e empresas residentes na maior economia do mundo; a moeda que denomina a maior parte das transações comerciais e financeiras internacionais; a primeira escolha de não-residentes em busca de segurança e liquidez e uma opção estratégica de banqueiros centrais. A possibilidade de que seja repentina e definitivamente rejeitado pelos agentes econômicos parece, portanto, bastante remota.<sup>109</sup>

No entanto, a discussão mais relevante não diz respeito a transformações radicais na ordem monetária internacional e sim à possibilidade de que um mergulho mais acentuado da moeda venha a desencadear respostas mais incisivas da parte do FED (como ocorreu, de fato, em 1979!). Nos últimos anos, a participação das autoridades monetárias de países asiáticos (entre outros) na aquisição de títulos norte-americanos aumentou fortemente, contribuindo simultaneamente para sustentar o valor do dólar e a continuidade dos déficits comerciais dos Estados Unidos. Entretanto, a maior parte do estoque de ativos norte-americanos de propriedade de não-residentes repousa, ainda, sobre mãos privadas. Não há por que excluir a possibilidade de oscilações significativas no desejo de conservar riqueza sob a denominação monetária do dólar. Uma desvalorização mais acentuada do dólar,<sup>110</sup> se vista pelo governo norte-americano como uma ameaça ao status

---

**105** Godley, W.; Papadimitriou, D. B.; Santos, C. H.; Zezza, G. The United States and her creditors: can the symbiosis last? *Strategic Analysis*, The Levy Economics Institute, Sept. 2005.

**106** Ver Serrano, F. Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 11, n. 2, jul./dez. 2002.

**107** Ver, especialmente, Dooley, M. P.; Folkerts-Landau, D.; Garber, P. As essay on the revived Bretton Woods system. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2003. (NBER Working Paper Series, n. 9971); Dooley, M. P.; Folkerts-Landau, D.; Garber, P. The revived Bretton Woods system: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center economies. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2003. (NBER Working Paper Series, n. 10332).

**108** Eis o modelo, simplificado: uma “periferia” em processo de crescimento acelerado define uma política agressiva de câmbio desvalorizado e aceita (com satisfação decrescente no tempo) a moeda norte-americana como contrapartida das importações de bens e das exportações de capital realizadas pelos Estados Unidos. A partir de certo ponto, o processo enseja acumulação de reservas por parte da periferia, prontamente reaplicadas em ativos denominados em dólar. Reconstitui-se, com isso, um sistema semelhante ao de Bretton Woods, no qual as moedas da periferia são fixas ou flutuam numa estreita margem em relação ao dólar. Com a constituição de um estoque de capital competitivo, a antiga periferia tende a incorporar-se ao centro de países desenvolvidos, renegando a antiga estratégia, o que só porá em risco a estabilidade da moeda central na ausência de uma nova periferia em ascensão. Isso teria ocorrido nos anos 1970, mas seria evitado, no futuro próximo, por uma nova onda de países em desenvolvimento, entre os quais a Índia. Daí a aposta dos autores na estabilidade do arranjo atual.

**109** Mas ver Eichengreen, B. Global imbalances and the lessons of Bretton Woods. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working Paper Series, n. 10497).

**110** No momento atual pouco provável, porém, devido ao aumento do diferencial de juros entre os Estados Unidos e os demais centros financeiros. Aliás, segundo D’Arista, esse aumento fez com que, em 2005, a fonte do *carry trade* global passasse a ser o sistema financeiro japonês. D’Arista, J. Another year awash in liquidity. *Capital flows monitor*, Apr. 27th, 2006.

internacional da moeda – ou mesmo, menos apocalipticamente, como uma ameaça ao controle da inflação – poderia ensejar maior aumento das *policy rates* e das taxas de juros de mercado. E isso, no atual contexto de endividamento das famílias e alavancagem financeira,<sup>111</sup> poderiam ter conseqüências dramáticas, e não só para a economia norte-americana.

Nada disso, é claro, *precisa* acontecer. Se assim for, e se os Estados Unidos e a Ásia (talvez, no caso da última, com uma proporção mais equilibrada entre investimento e consumo)<sup>112</sup> mantiverem seu ritmo, se a prometida recuperação japonesa não frustrar mais uma vez as previsões, se, enfim, o crescimento econômico permitir a absorção (ainda que lenta) dos desequilíbrios presentes... Bem, se assim for, talvez possamos, daqui a cinco ou seis anos, com a lanterna na popa, saudar os governos dos países desenvolvidos pela combinação entre sorte e tirocínio. Faremos também uma reverência aos governos dos países em desenvolvimento que souberam – *carpe diem!* – usufruir do momento. Daqui, da América Latina, entorpecida pela “música parada” de políticas econômicas incapazes de promover o crescimento sustentado, contemplaremos, cada vez mais ao longe, a montanha asiática. Em movimento.

---

**111** Sobre a fragilidade financeira das famílias norte-americanas, ver Papadimitriou, D. B.; Chilcote, E.; Zezza, G. Are housing prices, household debt, and growth sustainable? *Strategic Analysis*, The Levy Economics Institute, Jan. 2006.

**112** Convém registrar as preocupações de muitos analistas com o risco de uma contração do investimento na China, após tantos anos de uma exuberância cuja racionalidade ninguém sabe avaliar de forma rigorosa.