

Política Econômica

e m f o c o

Suplemento 2 do Boletim semestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica – n. 4 – maio/out. 2004.
22 de fevereiro de 2005.

INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP

Diretor

Prof. Dr. Marcio Percival Alves Pinto

Diretor Associado

Prof. Dr. Jorge Ruben Biton Tapia

Diretor Executivo do CECON

Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro

Diretora Adjunta do CECON

Prof. Dra. Daniela Magalhães Prates

ÁREAS DE CONCENTRAÇÃO

Política Econômica

Prof. Dr. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro

Economia Internacional

Prof. Dr. Antonio Carlos Macedo e Silva

André Martins Biancarelli (Doutorando do IE)

Balanco de Pagamentos

Prof. Dra. Daniela Magalhães Prates

Moeda e Finanças Privadas

Prof. Dra. Maryse Farhi

Finanças Públicas

Prof. Dr. Francisco Lopreato

Produção, Emprego e Renda

Cláudio Roberto Amitrano (Doutorando do IE)

Métodos Quantitativos

Dr. Emerson Fernandes Marçal

Gerência de Informações

Eliana Ribeiro da Silva

Bolsistas de Iniciação Científica

Ana Carolina de Carvalho Silva

Augusta Rodrigues de Oliveira

Bruno Martarello de Conti

Camila Cristina Belotti

Eduardo Roberto Zana

Flávia Akemi Koyama

Flávio Arantes dos Santos

Guilherme Alexandre de Thomaz

Isis de Cássia V. de Oliveira

João Henrique de Melo

Rafael Fagundes Cagnin

Raphaela Sayuri Yamamoto

Silas Thomaz da Silva

Secretaria do CECON

Mário Aparecido de Gobbi

Projeto visual/Normalização/

Editoração eletrônica

Célia Maria Passarelli

ECONOMIAS EMERGENTES: NO BALANÇO DAS ONDAS

André Martins Biancarelli¹

Não há nenhuma originalidade em utilizar metáforas (marítimas, climáticas, aeronáuticas) na descrição de fatos econômicos. Repita-se, portanto, o lugar-comum, do primeiro tipo: as chamadas economias emergentes estão surfando, nos últimos anos, uma onda muito favorável, que espalha crescimento por várias partes do globo. Igualmente pouco criativa tem sido a retórica oficial sobre as medidas e os resultados da política econômica brasileira nesse cenário: o crescimento do PIB em 2004 (ao redor de 5%) seria uma prova do acerto na rota escolhida. Olhando para frente, diante das inquietações em relação ao câmbio e à competitividade, a resposta também parece simples: estaria em curso um movimento mundial de enfraquecimento do dólar, e seria ingenuidade um país como o Brasil querer controlar a correnteza.

Quanto a este último argumento, mais uma vez, nenhuma novidade. De fato, o que define uma economia periférica – ou emergente – é a subordinação dos movimentos internos aos impulsos vindos do centro. Mas existem diferenças importantes entre elas: alguns são marcados por uma inserção externa baseada em fluxos de comércio de maior conteúdo tecnológico e em investimentos diretos, com certo controle sobre os capitais de curto prazo (chamados *trade accounts*); e outros são exportadores de produtos primários, mais dependentes e abertos aos fluxos voláteis de capital (os *capital accounts*). O período recente e ainda mais as perspectivas para o futuro próximo, apresentam sinais claros desses contrastes.

¹ Com os agradecimentos ao bolsista de iniciação científica Guilherme Alexandre de Thomaz.

Resumidamente, e ao gosto dos meteorologistas, pode-se descrever o comportamento recente da economia mundial como uma ventania a favor de todos os emergentes, combinando rajadas de natureza comercial e financeira. Se por um lado a ausência de crises e as baixas taxas de juros nos países centrais resultam em nova etapa de liquidez internacional abundante, por outro o crescimento e as importações americanas, aliadas à crescente participação da China no comércio internacional, resultam em expansão generalizada das exportações. Esta, movida pelas características da economia chinesa – que demanda componentes intensivos em tecnologia dos demais países asiáticos industrializados, e depende das importações de *commodities* agrícolas e insumos básicos – acaba envolvendo exportadores com pautas bastante distintas.

Assim, a maioria dos *capital accounts* latino-americanos, entre outros países, conseguem comparar, ainda que em outro patamar, uma característica mais comum nos *trade accounts* asiáticos: crescimento do produto e saldos positivos em Conta Corrente (ver Tabela 1). A posição do Brasil nesta comparação, parece claro, não deveria ser motivo para grande triunfalismo.

Mas o problema – passando agora à linguagem da aviação – é que a continuidade desse céu de brigadeiro está ameaçada, não sendo difícil identificar prováveis fontes de turbulência.

A maior delas diz respeito aos desequilíbrios externos crescentes nos Estados Unidos, por conta dos seus possíveis efeitos sobre o ritmo do aperto monetário e sobre o valor da sua moeda. Quanto ao primeiro – que de junho até fevereiro havia trazido, a conta-gotas, a *federal funds rate* de 1,25% a 2,50% a.a. – provavelmente definirá o desaquecimento maior ou menor do motor da economia mundial. Já a queda do dólar, dependendo da intensidade, traz consigo não só a possibilidade de uma desorganização das finanças e do comércio internacionais, mas também o risco de uma atitude unilateral mais drástica por parte das autoridades americanas.

Tabela 1
Crescimento e Conta Corrente, países selecionados ⁽¹⁾

	Crescimento anual do PIB			Conta Corrente/PIB		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
China	9,1	9,5	8,3	3,2	2,8	2,3
Índia	7,2	6,7	6,6	1,1	-	-0,1
Coréia do Sul	3,1	4,6	3,6	2,0	4,1	3,2
Cingapura	1,1	8,4	4,2	30,9	27,3	25,2
Taiwan	3,3	5,9	4,2	10,2	6,6	5,7
Hong Kong	3,2	7,9	4,7	10,7	8,1	7,9
Indonésia	4,1	5,1	4,6	3,5	1,3	0,8
Malásia	5,3	7,1	5,0	21,9	13,8	11,4
Filipinas	4,7	6,1	4,5	4,9	3,8	3,0
Tailândia	6,8	6,1	5,0	5,6	3,7	2,7
Argentina	8,8	8,8	5,3	6,2	3,2	1,9
Brasil	0,5	5,1	3,7	0,8	1,7	0,5
México	1,3	4,4	3,9	-1,5	-1,6	-1,7
Turquia	5,8	8,1	5,0	-2,9	-4,9	-4,3
Rússia	7,3	6,8	5,7	8,3	9,7	7,1

⁽¹⁾ Valores em vermelho: média das projeções e estimativas coletadas pelo *Economist*, fev./2005.
Fontes: FMI (WEO Database), *The Economist*, órgãos nacionais. Elaboração própria.

Outra face do mesmo problema são as pressões (de natureza ideológica, diplomática e especulativa) sobre o rígido regime cambial chinês, eleito por alguns o bode expiatório dos desequilíbrios por manter a competitividade daquele país. Obscurecendo um pouco mais os prognósticos, a China já mostra, internamente, várias nuvens carregadas – principalmente os sinais de sobreinvestimento em empreendimentos duvidosos e as suspeitas sobre a saúde financeira dos grandes bancos – que realimentam os temores de um *hard landing*.

Outras ameaças latentes em 2005 – o preço do petróleo e um recrudescimento do protecionismo – ajudam a compor um quadro de desmonte (pelo menos parcial) das condições favoráveis que vêm impulsionando os diferentes blocos de países emergentes. As dúvidas são grandes quanto ao ritmo e intensidade dessas mudanças, mas – e aqui o ponto a destacar – os seus efeitos certamente serão distintos entre esses blocos.

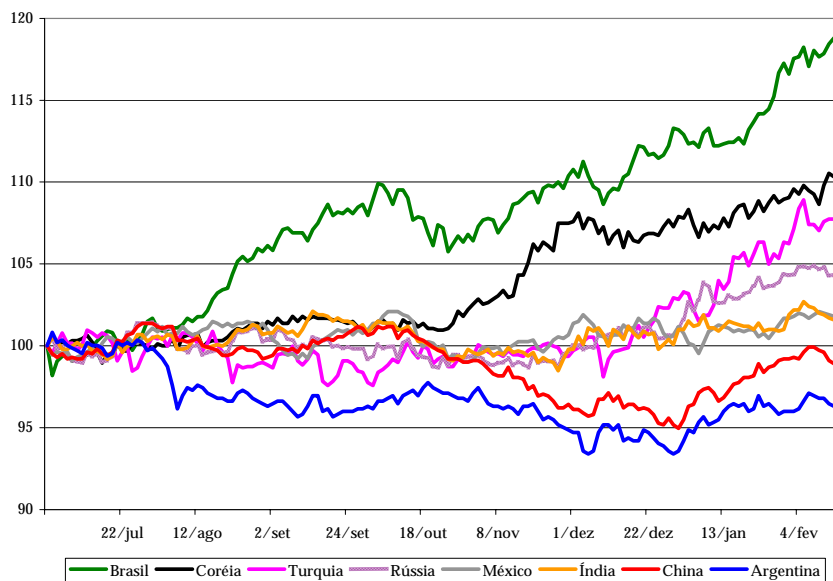
Em primeiro lugar, pelas características da inserção comercial. Os três elos apontados do comércio internacional (dos Estados Unidos para a China; da China para as economias industriais asiáticas; da China para os exportadores de *commodities*) correm riscos. Um menor crescimento americano reduziria o impulso inicial (assim como, obviamente, o faz em relação às suas

importações dos demais países), atenuando o crescimento dos dois tipos da demanda chinesa. O desaquecimento da China (provável também pelos desafios internos) retiraria, em maior ou menor medida, o dinamismo dos exportadores asiáticos e, com impactos mais profundos, reverteria o ciclo de alta nos preços dos produtos básicos. O que, de resto, também sofre influência da elevação das taxas de juros americanas, que reduz o atrativo da especulação com estoques – e torna mais forte a hipótese de serem os países especializados nesses produtos os mais prejudicados.

Num plano menos estrutural, outro fator que pode influenciar o desempenho exportador é o movimento das taxas de câmbio. O Gráfico 1 – elaborado de acordo com os cálculos das taxas efetivas pelo J. P. Morgan – explicita o acentuado contraste, entre alguns dos principais emergentes, na capacidade de preservação da competitividade das vendas externas, a partir de julho de 2004.

Gráfico 1

Taxas de câmbio efetivas (média de jul/2004=100), países selecionados



Fonte: JP Morgan. Elaboração própria.

Sem lugar à dúvida, enquanto o dólar cai, uns são mais e outros menos ingênuos. No Brasil – aonde a apreciação de quase 20% no período vem sendo usada como arma auxiliar no combate à inflação – o movimento responde em grande parte ao altíssimo patamar de juros reais, a arma principal. Estes, em tendência singular entre os emergentes, são vítimas desde setembro de uma escalada contínua, que faz o país já superar a Turquia mesmo em se tratando de taxas nominais (Gráfico 2). O movimento, mais cedo ou mais tarde, deve custar caro à Balança Comercial – justamente o foco irradiador da retomada do crescimento. Principalmente quando se leva em conta que, nos anos anteriores ao período retratado no gráfico, o país passou por dois intensos processos de depreciação (em 2001 e 2002), que não podem ser desvinculados do crescimento das exportações que se seguiu.

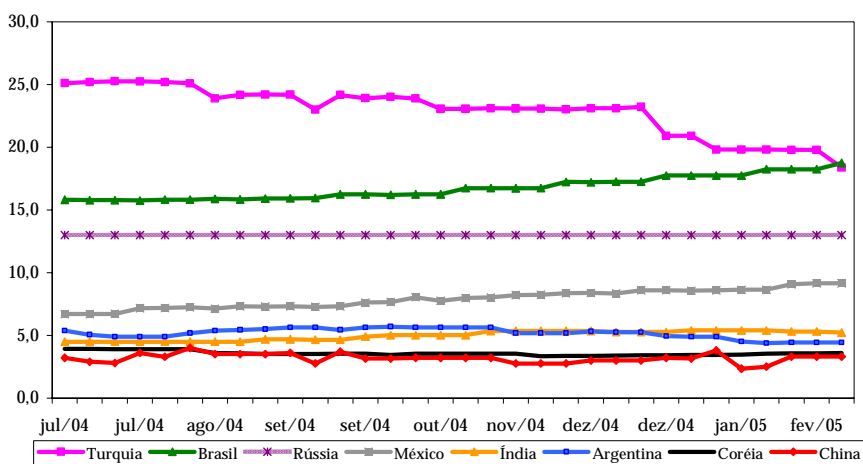
manutenção do atual estado de coisas no comércio internacional. Os asiáticos, mesmo que permitam uma apreciação importante de suas moedas (caso da Coréia), contam com outras vantagens – principalmente a pauta de exportações – para enfrentar uma reversão do cenário.

Pelo lado do financiamento externo, as perspectivas para 2005 são de manutenção da divisão qualitativa regional, vigente nos últimos anos: investimentos diretos e de portfólio se concentrando na Ásia, empréstimos bancários se dirigindo à Europa Emergente, e a América Latina aproveitando o quanto pode as janelas favoráveis nos mercados de títulos. Mas esse quadro de abertura mesmo para países mais endividados e arriscados depende crucialmente, também, da evolução dos desequilíbrios globais. A trajetória e a intensidade da elevação dos juros americanos

tendem, mais cedo ou mais tarde, a limitar a busca por rendimentos em ativos emergentes mais arriscados. Quando se introduz a possibilidade de cenários drásticos, diante de uma derrocada mais intensa da moeda reserva, o quadro se agrava – até porque a eventual busca por alternativas para esse papel é um fenômeno

distinto daquele que ocorre no momento, em direção a moedas periféricas que flutuam livremente com a entrada (e saída) de capitais.

Gráfico 2
Taxas de juros de curto prazo (% a. a.), países selecionados



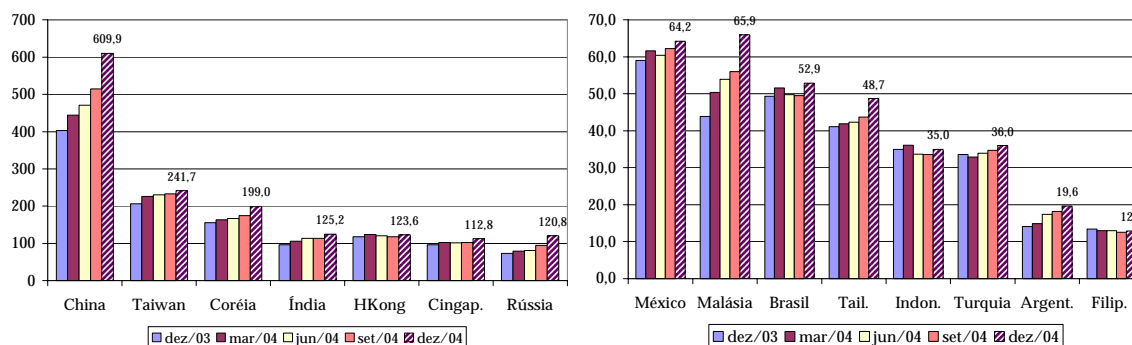
Fontes: *The Economist*, bancos centrais. Elaboração própria.

Assim, exportador preferencial de *commodities* e com o câmbio real sinalizando na direção contrária aos investimentos voltados às vendas externas, o Brasil é possivelmente o país que mais depende da

Nesse contexto, é de importância crucial – inclusive em termos da avaliação de risco – o montante de reservas internacionais, indicador para o qual o ano de 2004 ofereceu um cenário poucas vezes visto. O Gráfico 3 – que apresenta os 15 países separados em duas partes, com escalas proporcionais – expõe, mais uma vez, um quadro de contraste brutal, que exprime outra face da capacidade assimétrica de enfrentar uma reversão do cenário externo. Quando se leva em conta a expressiva participação dos recursos do FMI no estoque brasileiro (e turco), o indicador da capacidade autônoma de pagamento desses países se mostra ainda pior.

Além disso, é possível identificar usos alternativos do momento favorável do mercado financeiro internacional e das tendências em Conta Corrente – casos de Coréia, Turquia e Brasil, onde a apreciação cambial foi maior. Enquanto no primeiro há estabilidade dos (baixos) juros nominais e grande acúmulo de reservas e o segundo aproveita o influxo e a apreciação para derrubar os altos juros e ampliar discretamente as reservas, o terceiro eleva ainda mais o custo do dinheiro, iniciando apenas no mês de dezembro um movimento importante de compra de divisas no mercado cambial. Tais intervenções, recentemente estendidas ao mercado futuro e que haviam elevado o total bruto para US\$ 54 bilhões ao

Gráfico 3
Reservas internacionais totais (exclui ouro, fim de período, em US\$ bilhões)



Fonte: Bancos centrais. Elaboração própria.

A presença da China de certa forma até ofusca o caráter disseminado da acumulação de divisas estrangeiras, muito intenso no último trimestre mas que se dá ao longo de todo o ano. No caso dos países listados na esquerda, não é difícil entender a importância assumida em relação à paridade entre as moedas centrais.

final de janeiro, não têm conseguido afetar a tendência das cotações do câmbio – definida essencialmente pelo enorme diferencial de juros, cujo movimento é de elevação.

Assim, por características estruturais e decisões de política econômica, o quadro é de uma provável mudança na economia internacional – brusca ou lenta, de maior ou menor intensidade – que tende, pelos canais do comércio e dos fluxos de capital, a afetar

de forma distinta os emergentes, penalizando mais aqueles países exportadores de *commodities*, com taxa de câmbio valorizada, alto endividamento e baixo nível de reservas. É certo que os *capital accounts* devem sofrer mais que os *trade accounts*, mas entre os primeiros, a postura adotada pelo Brasil parece a que mais vincula as perspectivas do futuro à continuidade das boas condições do presente.

Retomando a questão da originalidade, se a combinação de expansão do PIB e superávit em Conta Corrente é algo raro na América Latina, esta postura repete um certo padrão histórico, com os resultados conhecidos. E (para voltar às metáforas marítimas) parece claro que entre os comandantes emergentes, há graus variados de concordância com o papel de repetidores do lema “não sou eu quem me navega, quem me navega é o mar”.