

# Déficit no balanço de transações correntes norte-americano: interpretações sobre suas causas e sustentabilidade no ciclo recente (1997-2001)<sup>1</sup>

Frederico Quaresma Madureira<sup>2</sup>

## Introdução

O déficit em transações correntes pode ser entendido, numa primeira aproximação, como uma das faces das relações entre uma economia e o resto do mundo. Contabilmente, é definido como a combinação do balanço comercial, de rendas e transferências unilaterais líquidas. Ao contrário de países em desenvolvimento, como o Brasil, onde este déficit é causado, sobretudo, por serviços da dívida, no caso dos Estados Unidos, a maior parte desse provém de um excesso de importações sobre exportações, ou seja, consumo além da produção doméstica.

A partir de 1997, o déficit corrente dos Estados Unidos elevou-se rapidamente, alcançando níveis recordes em 2001 (ver Tabela 1). A sua maior magnitude, tanto em termos absolutos, como em relação ao PIB, aumentou as preocupações em relação a sua trajetória futura e aos impactos nas economias americana e mundial.

Tabela 1  
PIB e déficit em transações correntes – 1997 a 2001  
(bilhões de dólares)

	1997	1998	1999	2000	2001
PIB	8.318,40	8.781,50	9.268,60	9.872,90	10.208,10
Déficit corrente	128,372	203,827	292,856	410,341	393,371
% do PIB	1,54%	2,32%	3,16%	4,16%	3,85%

Fonte: *Bureau of Economic Analysis* (BEA).

(1) Artigo desenvolvido no âmbito do Centro de Conjuntura e Política Econômica (CECON) e publicado como parte do relatório final do CNPq em julho de 2002.

(2) Graduando – 4º ano (Unicamp. Instituto de Economia).

O déficit cresceu de 1,43% do PIB em 1995 para 4,16% do PIB em 2000.<sup>3</sup> Paralelamente a esse movimento, houve um maior fluxo de entrada de capitais nos Estados Unidos e uma maior absorção da poupança mundial: 8% em 2000, comparada com 2,5% em média nas duas últimas décadas (Cooper, 2001, p. 223). As dúvidas surgem sobre suas causas, sustentabilidade e implicações de um ajuste eventual sobre a economia mundial.

Neste artigo, tentaremos analisar as causas que levaram o déficit em transações correntes dos Estados Unidos a atingir tal patamar, as diferentes interpretações sobre a sua sustentabilidade e os impactos futuros de um ajuste sobre as economias norte-americana e mundial.

## **1 Comparação com a década de 1980**

Um movimento semelhante de elevação do déficit corrente já aconteceu na história econômica norte-americana. Entretanto, durante os anos 80, as causas e fundamentos da economia eram diferentes. Os Estados Unidos estavam se recuperando do baixo crescimento causado pelos choques do petróleo e do aumento da taxa de juros imposto por Volcker em 1979. Combinada a essa medida, a política monetária rígida inserida na diplomacia do “dólar forte” teve a intenção de valorizar a moeda norte-americana, forçando desvalorizações significativas das demais em relação ao dólar. Segundo Delfim Netto (2002), entre 1979 e 1985, o câmbio real do dólar valorizou-se em quase 50%, atingindo seu valor máximo em 1985. Com uma defasagem temporal, essa apreciação provocou uma elevação do déficit corrente (ver Tabela 2) e enorme pressão para o aumento das tarifas alfandegárias e da produtividade entre 1983 a 1985. Esse é o mesmo processo – apreciação do dólar, elevadas taxas de produtividade e pressão por parte de produtores norte-americanos para aumento das tarifas alfandegárias – a que estamos assistindo na conjuntura atual.

---

(3) Em junho de 2002, houve uma mudança na metodologia das contas internacionais dos Estados Unidos que alterou todos os números, reduzindo o déficit do Balanço de Transações Correntes. Para maiores detalhes, ver *Federal Reserve Bulletin* (2002).

Tabela 2  
 PIB e déficit em transações correntes na década de 1980  
 (bilhões de dólares)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
PIB	3.259,2	3.534,9	3.932,7	4.213	4.452,9	4.742,5
Déficit Corrente	5,536	38,691	94,344	118,155	147,177	160,655
% do PIB	0,17%	1,09%	2,40%	2,80%	3,31%	3,39%

Fonte: *Bureau of Economic Analysis* (BEA)

Tabela 3  
 Déficit corrente, investimento privado e déficit fiscal dos Estados Unidos  
 (% do PIB)

	Déficit Corrente	Investimento Privado	Déficit Fiscal
1982	0,1	15,8	3,4
1983	1,0	15,9	4,1
1984	2,5	18,9	2,9
1985	2,9	17,6	3,1
1986	3,3	16,8	3,4
1987	3,4	16,5	2,5
1988	2,4	16,2	2,0
1989	1,7	15,8	1,5
1990	1,4	14,5	2,5
1991	0,1	13,0	3,2

Fonte: Krugman (2000).

Ademais, a inflação e a taxa de juros eram altas e os Estados Unidos estavam incorrendo em um enorme déficit fiscal, produzindo os chamados “déficits gêmeos”. Os déficits do governo ainda teriam maiores impactos sobre o balanço corrente se o investimento não tivesse caído em 1982, ano de recessão. Políticas macroeconômicas de caráter deflacionista jogaram a economia norte-americana e internacional em recessão. Utilizando a “técnica latino-americana e japonesa de desenvolvimento”, os Estados Unidos financiaram o seu crescimento com endividamento externo, déficit fiscal e crédito de curto prazo (Tavares, 1997, p. 38). Sem contestações por parte das economias européias e japonesas, o “resto do

mundo”, principalmente os países emergentes, foi obrigado a adotar políticas restritivas e a obter superávits comerciais para sustentar o déficit corrente dos Estados Unidos. A reversão aconteceu a partir de uma redução do déficit fiscal de 3,4% para 1,5% do PIB e de uma queda do investimento privado de 16,5% para 15,8% do PIB entre 1987 e 1989 (ver Tabela 3).

No ciclo recente, 1997 a 2000, a dinâmica foi outra. Os Estados Unidos passaram por um período de longo crescimento do PIB, média de 4,23%, com inflação baixa e superávit fiscal. Fluxos de capitais em abundância provocaram uma forte apreciação do dólar em relação às principais moedas internacionais<sup>4</sup> barateando as importações frente às exportações. Um “hiato de recursos” foi gerado, ou seja, o “resto do mundo” ao exportar para os Estados Unidos e financiar o seu consumo além da produção corrente, sustentou um forte e longo período de crescimento. Com isso, o déficit em transações correntes alcançou níveis recordes em 2000, 4,16% do PIB, levantando dúvidas sobre sua sustentabilidade e impactos diante de um ajuste rápido.

## 2 Conceitos básicos

Antes de avançar na análise do déficit em transações correntes, iremos fazer algumas definições e tratamentos contábeis que nos ajudem, posteriormente, no nosso trabalho.

O Balanço de Transações Correntes (BTC) envolve todas as operações ligadas ao intercâmbio internacional de bens e serviços. Uma situação de equilíbrio significa que o país pode financiar suas importações (M) com receitas das exportações (X) e rendas líquidas recebidas do resto do mundo ( $R_L$ ).<sup>5</sup>

Sucessivos déficits correntes produzem um endividamento externo crescente, pois precisam ser financiados com capitais vindos de fora que entram via Balanço de Capital (BCA). Este contabiliza aplicações financeiras e investimentos

---

(4) Entre 1995 e 1999, a apreciação do dólar (taxa de câmbio real efetiva) foi de 22% (Obstfeld & Kenneth, 2000).

(5) Agrupamos o balanço de rendas e as transferências unilaterais, classificando-os em rendas líquidas vindas de fora para facilitar a análise.

direto feitos no exterior ou no país em questão, ou seja, fluxos de entrada e saída de recursos financeiros e investimentos diretos feitos por firmas, instituições e pessoas dentro e fora do país.

O saldo dessas duas contas, BTC e BCA, deve se compensar, caso contrário haverá variações nas reservas cambiais com efeitos sobre os meios de pagamento. Segundo Costa (2000), um déficit externo é causado pela combinação de efeitos dos preços relativos, renda nacional e externa, taxa de câmbio, políticas fiscal e monetária. As quantidades exportadas dependeriam do nível de renda do país estrangeiro e da taxa de câmbio real, enquanto as importadas, do nível de atividade interna e do câmbio (Netto, 2001). Godley (2000) utiliza uma metodologia que se aproxima da abordagem pela absorção descrita por Costa (2000). Nesta, o Balanço de Transações Correntes seria igual à renda nacional (RN) menos a absorção interna (A) [consumo (C), investimento (I) e gasto do governo (Gg)]. Sintetizando em equações, temos:

$$RN = C + I + Gg + X - M + R_L; A = C + I + Gg; BTC = X - M + R_L. \text{ Logo:}$$

$$BTC = RN - A$$

Também podemos contabiliza-lo da seguinte maneira:

$$BTC = X - M + R_L =$$

$$= \text{PIB} - G_p - G_g, \text{ onde 'G}_p\text{' representa o gasto privado.}$$

Incluindo impostos (t), temos que:

$$BTC = (\text{PIB} - t - G_p) + (t - G_g) =$$

$$= (R_d - G_p) + (t - G_g), \text{ onde 'R}_d\text{' representa renda disponível.}$$

Deduzindo o consumo privado da renda disponível e dos gastos privados e retirando o consumo do governo dos gastos públicos, chegamos ao seguinte resultado:

$$BTC = (S_p - I_p) + (S_g - I_g), \text{ onde 'S}_p\text{' representa poupança privada; 'I}_p\text{'}, \text{ investimento privado; 'S}_g\text{'}, \text{ poupança do governo e; 'I}_g\text{'}, \text{ investimento do governo.}$$

Analisando as equações da página anterior, podemos concluir que o déficit corrente seria causado por um excesso de investimento privado em relação à poupança privada e/ou por um déficit fiscal, ou seja, excesso de gastos produziria

um déficit externo. De acordo com essa abordagem, podemos dizer que, nos anos 80, o déficit corrente norte-americano foi causado por elevação do déficit fiscal e, na década de 1990 por um excesso de gasto privado.

Diante desse diagnóstico, a terapia a ser adotada seria uma redução dos gastos internos através de queda do PIB ou de aumento do desemprego, ou seja, a recessão viria como solução para a reversão do déficit em superávit corrente (Costa, 2000). Entretanto, como salientam Godley (2000) e Costa (2000), as equações apresentadas acima são meras identidades contábeis. Não devemos analisá-las como uma relação causal, pois não tem “fundamento científico a proposição de que a redução dos gastos internos seria a única condição para melhoria do Balanço de Transações Correntes” (Costa, 2000, p. 337).

Uma outra abordagem possível seria a das elasticidades. Segundo esta, o ajuste do BTC não viria exclusivamente por recessão econômica. Para obtermos o equilíbrio desejado, poderíamos alterar os preços relativos [preço das exportações ( $P_x$ ) / preço das importações ( $P_m$ )] elevando a relação exportações/importações num segundo momento. O superávit comercial viria por uma melhoria da competitividade-preço e não por contração da renda. Dado que o objetivo é obter  $P_x \cdot X / P_m \cdot M > 1$ , devemos alterar os termos de troca ( $P_x/P_m$ ) produzindo um efeito-preço ( $P_x/P_m$ ) maior que o efeito-quantidade ( $X/M$ ). De imediato o déficit comercial seria aprofundado, mas posteriormente haveria uma melhora do balanço comercial. A análise feita por Shaikh (2000) se aproxima dessa abordagem. Segundo ele, o declínio dos termos de troca seria o responsável pela deterioração do balanço comercial norte-americano. A solução seria adotar a elevação da produtividade como elemento central de uma política comercial.

## 2.1 Evolução das principais contas do Balanço de Transações Correntes dos Estados Unidos

Tabela 4  
Principais contas do BTC [em milhões de dólares (Crédito +; Débito -)]

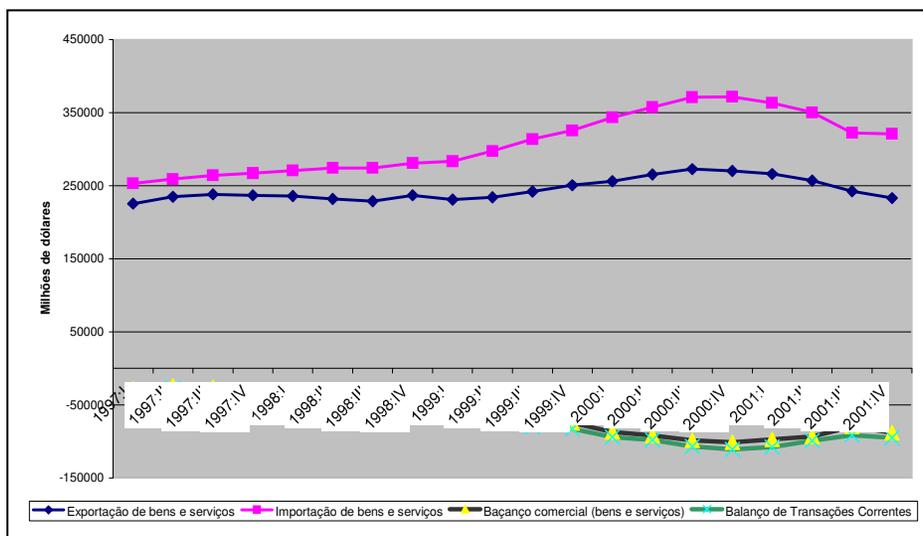
	1997	1998	1999	2000	2001
Exportações de bens e serviços e receitas de rendas	1.195.538	1.192.045	1.247.682	1.417.236	1.281.793
Exportações de bens e serviços	934.980	932.679	957.146	1.064.239	998.022
Bens	678.366	670.416	683.965	771.994	718.762
Serviços	256.614	262.263	273.181	292.245	279.260
Receitas de rendas	260.558	259.366	290.536	352.997	283.771
Receitas de rendas sobre ativos americanos detidos por estrangeiros	258.756	257.432	288.326	350.656	281.389
Importações de bens e serviços e receitas de rendas	-1.283.116	-1.351.363	-1.491.781	-1.774.135	-1.625.701
Importações de bens e serviços	-1.042.745	-1.099.612	-1.219.383	-1.442.920	-1.356.312
Bens	-876.485	-917.112	-1.029.987	-1.224.417	-1.145.927
Serviços	-166.260	-182.500	-189.396	-218.503	-210.385
Receitas de rendas	-240.371	-251.751	-272.398	-331.215	-269.389
Pagamentos de rendas sobre ativos estrangeiros detidos nos Estados Unidos	-233.705	-244.757	-264.449	-323.005	-260.850
Transferências Unilaterais Líquidas	-40.794	-44.509	-48.757	-53.442	-49.463
Memorando:					
Balanço de Bens	-198.119	-246.696	-346.022	-452.423	-427.165
Balanço de Serviços	90.354	79.763	83.785	73.742	68.875
Balanço Comercial (bens e serviços)	-107.765	-166.933	-262.237	-378.681	-358.290
Balanço de Rendas	20.187	7.615	18.138	21.782	14.382
Transferências Unilaterais Líquidas	-40.794	-44.509	-48.757	-53.442	-49.463
<b>Balanço de Transações Correntes</b>	<b>-128.372</b>	<b>-203.827</b>	<b>-292.856</b>	<b>-410.341</b>	<b>-393.371</b>

Fonte: *Bureau of Economic Analysis* (BEA).

Ao analisarmos as três contas do Balanço de Transações Correntes dos Estados Unidos (ver Tabela 4), verificamos que o déficit corrente é gerado, sobretudo, pelo déficit comercial: 92,28% do déficit em transações correntes em 2000. No Gráfico 1, vemos claramente que a dinâmica do déficit comercial determina o comportamento do déficit corrente: no ano 2000 o déficit comercial

elevou-se de US\$ 262,23 bilhões para US\$ 378,68 gerando um déficit recorde no balanço de transações correntes de US\$ 410,34 bilhões. O balanço de rendas apresentou superávit durante todo o ciclo recente, média de US\$ 16,4 bilhões entre 1997 a 2001, enquanto a conta de transferências unilaterais apresenta déficits contínuos durante todo o período em questão. Somando as duas temos um fluxo de saída de capitais dos Estados Unidos para o “resto do mundo” da ordem de US\$ 20,6 bilhões em 1997 e US\$35 bilhões em 2000.

Gráfico 1  
Déficit comercial e de transações correntes  
(em milhões de dólares)



Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).

### 3 Possíveis interpretações sobre as causas e os impactos do déficit corrente

#### 3.1 Razões do rápido aumento do déficit

Antes de analisarmos a sustentabilidade do déficit em transações corrente norte-americano, apresentaremos três possíveis razões do rápido aumento.<sup>6</sup>

(6) Ver Hervey & Merkel (2000).

Para alguns economistas, o rápido crescimento econômico dos Estados Unidos no ciclo recente, 1997 a 2000, foi, em larga medida, resultado de um aumento do consumo presente por parte das famílias. Estas teriam alterado suas preferências, reduzindo a poupança corrente a níveis extremamente baixos e aumentando o consumo para além da renda disponível.<sup>7</sup> O resultado teria sido um aumento das importações de bens de consumo junto de um maior fluxo de financiamento que viabilizasse o elevado nível de gasto. De acordo com essa hipótese levantada por Hervey & Merkel (2000), como os empréstimos não foram destinados a aumentar a produtividade, o que permitiria uma melhora na competitividade com conseqüente redução do déficit comercial, no futuro a economia norte-americana sofreria, inevitavelmente, uma redução do consumo ao ter que transferir recursos, antes destinados à aquisição de bens importados, para o pagamento de serviços de dívidas. Entretanto, ao analisarmos os dados (ver Tabela 5), vemos que a importação de bens de capital permaneceu acima da de bens de consumo e que o aumento da importação total de bens não ocorreu exclusivamente por causa dos bens de consumo.

Tabela 5  
Importação de bens (milhões de dólares)

	1997	1998	1999	2000	2001
Importação total de bens	876.485	917.112	1.029.987	1.224.417	1.145.927
Bens de capital <sup>(1)</sup>	253.398	269.451	295.718	347.023	297.992
Bens de consumo <sup>(1)</sup>	194.140	217.133	242.046	282.008	284.486
Automóveis, motores e partes	139.492	148.680	178.965	195.876	189.781

<sup>(1)</sup> Excluindo automóveis, motores e partes.

Fonte: *Bureau of Economic Analysis* (BEA).

Ademais, Hervey & Merkel (2000) salientam que parte significativa da importação de bens de capital é utilizada para exportação de outros produtos e, geralmente, está associada ao aumento da produtividade e do investimento, o que seria extremamente benéfico para a economia norte-americana. Portanto, a conclusão de que o aumento do consumo como resultado de um choque de

---

(7) Note que essa hipótese assume que o aumento do consumo ocorreu por uma alteração das preferências e não por elevação da riqueza das famílias.

preferências e não de um aumento da riqueza teria elevado o déficit corrente a um nível recorde não encontra muita sustentação.

Uma segunda hipótese refere-se às crises financeiras e cambiais que ocorreram em países emergentes entre 1997 e 1999 – Ásia (meados de 1997), Rússia (agosto de 1998) e Brasil (início de 1999) – período no qual houve aumento abrupto do déficit corrente norte-americano, como foi visto anteriormente. Todas essas crises apresentaram alguns elementos em comum: aumento do desequilíbrio externo, desvalorizações das moedas nacionais e fugas de capitais de curto prazo para “portos-seguros”. Dentre eles estariam os Estados Unidos (ver Tabela 6).

Tabela 6  
Estimativa dos fluxos líquidos de capitais do setor privado  
[Bilhões de dólares; entrada (+), saída (-)].

Itens	1997	1998	1999	2000
<b>Mercados Emergentes</b>	<b>116,8</b>	<b>69,6</b>	<b>59,6</b>	<b>8,9</b>
Investimento Direto	145,2	155,4	153,4	146,2
Investimento de Portfólio	48,6	-4,2	31,0	-4,3
Outros <sup>(1)</sup>	-77,0	-81,6	-124,8	-133,0
<b>Estados Unidos</b>	<b>253,6</b>	<b>172,0</b>	<b>321,6</b>	<b>406,9</b>
Investimento Direto	0,8	35,7	145,6	135,2
Investimento de Portfólio	78,9	82,0	212,7	360,7
Outros <sup>1</sup>	173,9	54,3	-36,7	-89,0

<sup>(1)</sup> Sobretudo empréstimos bancários.

Fonte: *Economic Report of the President* (2002).

De fato, ao analisarmos os dados da Tabela 6, vemos que houve redução dos fluxos de entrada nos mercados emergentes e aumento destes nos Estados Unidos, configurando uma “fuga para segurança”. Essa teria provocado uma transferência da capacidade de consumo e produção dessas economias para os Estados Unidos, reduzindo as suas capacidades de importação. Junto disso, políticas de cunho ortodoxo foram impostas a esses países, obrigando-os a promover ajustes recessivos através de aumentos da taxa de juros e de desvalorizações das suas moedas para reduzirem a atividade doméstica e, desse modo, obterem superávits comerciais para pagar serviços da dívida.

Do ponto de vista dos Estados Unidos, o aumento dos fluxos de capitais para seus mercados, ao apreciar o dólar, teria reduzido a competitividade das suas exportações e barateado as importações, produzindo um aumento do déficit corrente. A preocupação expressa por analistas que compartilham essa idéia é que uma recuperação e maior estabilidade das economias emergentes poderia produzir uma fuga de capitais de curto prazo do mercado financeiro norte-americano. Contudo, grande parte do aumento dos fluxos pode ser enquadrada na categoria de longo prazo, ou seja, a tese inicial de que teria ocorrido fuga de *hot money* para os Estados Unidos não se sustenta (Hervey & Merkel, 2000).<sup>8</sup> Na Tabela 7, vemos o substancial aumento da aquisição estrangeira de bônus de longo prazo emitidos por corporações e agências governamentais: emissões feitas por corporações passaram de US\$ 83.743 milhões em 1996 para US\$ 182.403 milhões em 2000.

Tabela 7  
Aquisições estrangeiras líquidas de bônus norte-americanos securitizados de longo prazo  
(em milhões de dólares)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Bônus emitidos por:						
Agências governamentais <sup>(1)</sup>	28.729	41.723	49.853	56.802	92.200	152.842
Corporações	57.853	83.743	84.358	121.930	160.392	182.403
Estoques das corporações	11.240	12.511	69.597	50.020	107.522	174.890
<b>Total</b>	<b>231.937</b>	<b>370.218</b>	<b>387.218</b>	<b>277.791</b>	<b>350.161</b>	<b>456.344</b>

<sup>(1)</sup> - Inclui bônus emitidos por corporações governamentais e agências federais

Fonte: IMF (2001b).

Ademais, como foi salientado por McKinnon (2001), dado que o passivo externo norte-americano é denominado em dólar, os Estados Unidos seriam menos vulneráveis a crises cambiais, ou seja, uma depreciação desta moeda não teria impacto nos balanços de empresas, famílias e do próprio governo, ao contrário do que aconteceria em economias periféricas.

(8) Hervey & Merkel (2000) consideram fluxos de capitais de longo prazo: investimento direto, aquisição de bônus de corporações e municípios com maturidade de pelo menos 1 ano.

Podemos dizer, sim, que o aumento dos fluxos de capitais estrangeiros para a economia norte-americana teria apreciado o dólar, barateando as importações e dificultando o acesso das suas exportações a mercados estrangeiros. Entretanto, a hipótese de que os capitais de curto prazo teriam provocado uma transferência de produtividade e crescimento para os Estados Unidos não é confirmada pelos dados referentes a investimento estrangeiro e aquisições estrangeiras de bônus de longo prazo (Tabelas 6 e 7), já que, no período em questão, a maior parte do aumento foi de fluxos de longo prazo.

Uma terceira hipótese, a de maior aceitação por Hervey & Merkel (2000), refere-se a uma reestruturação tecnológica ocorrida na economia norte-americana no final da década de 1990. Essa mudança, principalmente nos setores de tecnologia da informação (empresas de telecomunicações, tecnologia e as chamadas “ponto-com”) teria elevado a produtividade e os retornos dos investimentos feitos na economia norte-americana. Com isso, a demanda por investimentos teria sido estimulada atraindo novos fluxos de capitais para esses setores. Associado ao choque de produtividade e à apreciação do câmbio provocada por esses fluxos, também teria ocorrido um aumento da riqueza, elevando ainda mais o consumo. Importações mais baratas devido à apreciação cambial junto de um possível efeito-riqueza causado por um aumento dos preços das ações de empresas de tecnologia teriam produzido um rápido aumento do déficit comercial.

Ademais, como vimos anteriormente, parte do aumento das importações se concentrou em bens de capitais, confirmando a hipótese de ganhos de produtividade e mudanças estruturais na economia norte-americana. “Uma economia em tal processo tem um incentivo de elevar os empréstimos contraídos no exterior para assegurar o aumento da demanda por investimentos” (Hervey & Merkel, 2000), o que implica na continuação da geração de déficits correntes crescentes, seja por causa da elevação das importações ou por aumento de serviços de dívidas contraídas.

### 3.2 Interpretações sobre a dinâmica e os impactos do déficit

Nas últimas duas décadas, os Estados Unidos utilizaram frações significativas da poupança mundial para sustentar o alto nível do consumo e de crescimento da sua economia. Nos anos 80, o déficit externo foi absorvido via elevação do déficit fiscal; já nos 90, via redução da poupança privada, aumento do consumo e investimento, alcançando níveis recordes apesar da obtenção de superávits fiscais (McKinnon, 2001). Portanto, para manter o dispêndio a um nível elevado, os EUA tiveram que recorrer à poupança do resto do mundo atraindo fluxos de capital e se tornando o maior devedor mundial.

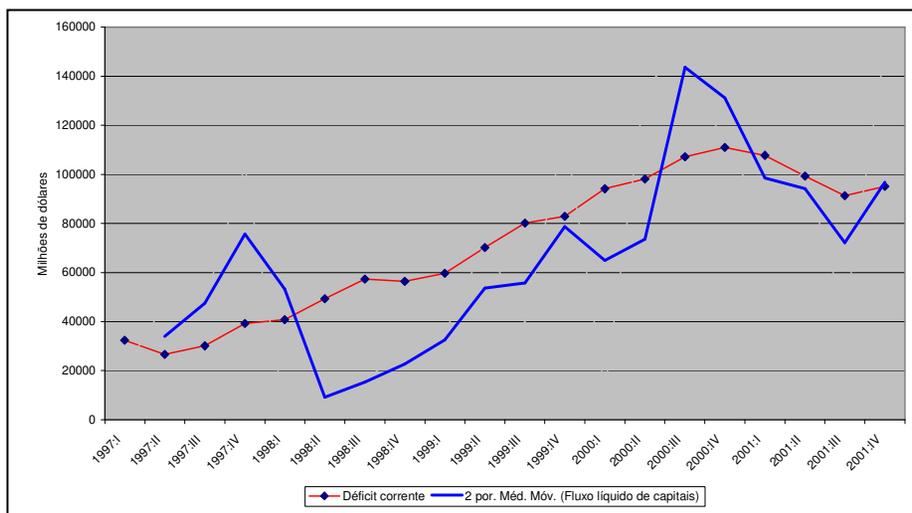
Para financiar o déficit em transações correntes causado pelo excesso de dispêndio privado além da produção corrente<sup>9</sup> e sustentá-lo em tal nível, os EUA precisam atrair capitais suficientes, funcionando como uma espécie de mercado para a poupança mundial. Em 2000, esta ficou um pouco acima de US\$ 5 trilhões, sendo que 8% (US\$ 410,341 bilhões) corresponderam ao déficit no balanço de transações correntes dos Estados Unidos. Supondo que os agentes internacionais privados decidam investir menos no mercado norte-americano, teríamos uma depreciação do dólar com impacto nos fluxos de capitais e no déficit corrente.

Por essa leitura, concluiríamos que o elevado déficit em transações correntes impõe sérios problemas financeiros para os EUA, que precisam atrair somas crescentes de fluxos de capitais para cobri-lo. No Gráfico 2, é clara a relação entre essas duas variáveis: diante de uma elevação dos fluxos de capitais, o déficit em transações correntes se eleva; e vice-versa. Contudo, autores como Cooper (2001) sugerem que a lógica econômica é outra: os abundantes fluxos líquidos de capitais, ao apreciar o dólar frente às demais moedas internacionais, causam o enorme déficit corrente.

---

(9) Também podemos dizer que representa uma importação de consumo presente e exportação de consumo futuro, já que o excedente de consumo em relação à produção corrente precisa ser financiado posteriormente com uma redução do consumo para pagar as dívidas geradas por esse maior consumo (Krugman, 2000).

Gráfico 2  
 Déficit corrente e fluxo líquido de ativos <sup>(1)</sup> para os Estados Unidos  
 (média móvel, em milhões de dólares)



(1) Ativos estrangeiros detidos por americanos menos ativos americanos detidos por estrangeiros.

Fonte: *Bureau of Economic Analysis (BEA)* – Elaboração própria.

Ademais, para Cooper (2001) e Godley (2000), este déficit não deve ser visto como totalmente indesejado, já que reflete o alto grau de confiança dos investidores estrangeiros na capacidade da maior economia do mundo de honrar dívidas contraídas, além de aumentar o estoque de capital, a produtividade e o crescimento econômico, ao sustentar um nível de gasto acima da produção doméstica. Logo, os Estados Unidos estariam demonstrando uma enorme vantagem comparativa ao conseguir exportar tal magnitude em títulos, ações e bônus: US\$ 711 bilhões e US\$ 916 bilhões em 1999 e 2000 de investimentos estrangeiros, sendo US\$ 283,376 bilhões e US\$ 300,912 bilhões de investimento direto, respectivamente.

Do ponto de vista do “resto do mundo”, a expansão econômica norte-americana e o aumento do seu déficit corrente seriam extremamente benéficos, já que isso representa um aumento das importações da maior economia do mundo. Dado que os Estados Unidos constituem-se no único grande país a sustentar essa posição, a eliminação deste déficit implicaria em graves conseqüências para a economia mundial, como foi constatado no segundo semestre de 2001. A

desaceleração econômica norte-americana em 2001, causada por uma queda dos investimentos privados fixos, reduziu a demanda por importações, gerando uma estagnação do comércio mundial (as exportações mundiais cresceram 1% em volume e - 4% em valor em 2001, segundo WTO, 2001). Com isso, o déficit corrente norte-americano caiu de 4,16% do para 3,85% do PIB, trazendo graves conseqüências para o “resto do mundo”. A recuperação econômica dos Estados Unidos é a esperança de que um novo “boom” possa vir a acontecer nos chamados “tigres asiáticos”. Os Estados Unidos absorvem um quarto das exportações do Leste Asiático e, como a “economia asiática tem sido guiada pelas exportações de equipamento de informática para os EUA, uma forte retomada dos gastos dos americanos com tecnologia da informação poderia transformar-se no fator de sustentação da região.”<sup>10</sup>

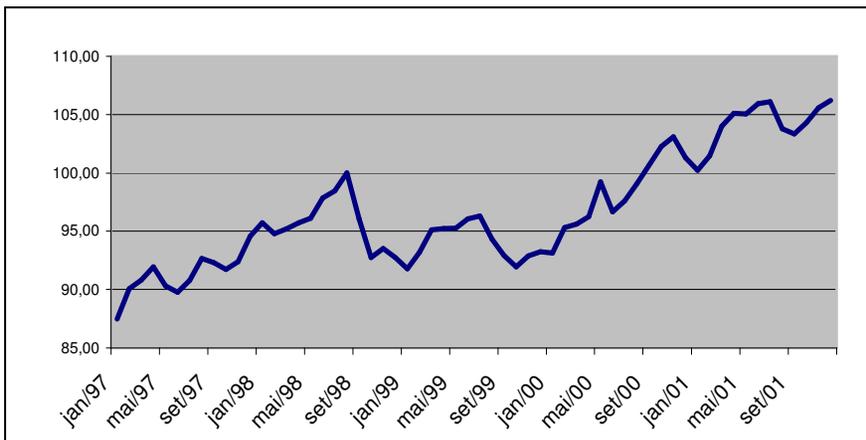
O enorme investimento estrangeiro, seja em portfólio, seja em investimento direto (ver Tabela 6), pauta-se no comportamento dos fundamentos da economia norte-americana: em 1999, seu PIB correspondeu a 28% do mundial, sua relação capital/produto era mais baixa do que a apresentada pela maioria dos países desenvolvidos, sua taxa de juros superior à do Japão e Europa, assim como os retornos dos investimentos. Ademais, o seu mercado era considerado mais seguro, menos volátil e com menores custos de transação, o que aumenta a liquidez dos ativos nele negociados (Cooper, 2001, p. 223). Com isso, fluxos de investimentos tendiam a se dirigir crescentemente para o mercado norte-americano, valorizando o dólar, barateando os produtos estrangeiros e elevando o déficit no balanço de transações correntes.

Tal aumento dos fluxos de capitais e acúmulo de sucessivos déficits correntes aparecem visivelmente no balanço das empresas e famílias, que atingiram níveis recordes de endividamento (ver Gráficos 5 e 6). Entretanto, os Estados Unidos permanecem como um mercado seguro com fartas linhas de crédito providas do resto do mundo e denominadas na sua própria moeda, com taxa de câmbio apreciada (ver Gráfico 3) e crescimento acima dos demais países desenvolvidos (ver Gráfico 4). Isso significa que fluxos crescentes de capital foram atraídos, apreciando o dólar em relação às demais moedas e que o seu maior crescimento relativo representou um aumento das importações deteriorando o seu balanço de transações correntes, como foi visto anteriormente.

---

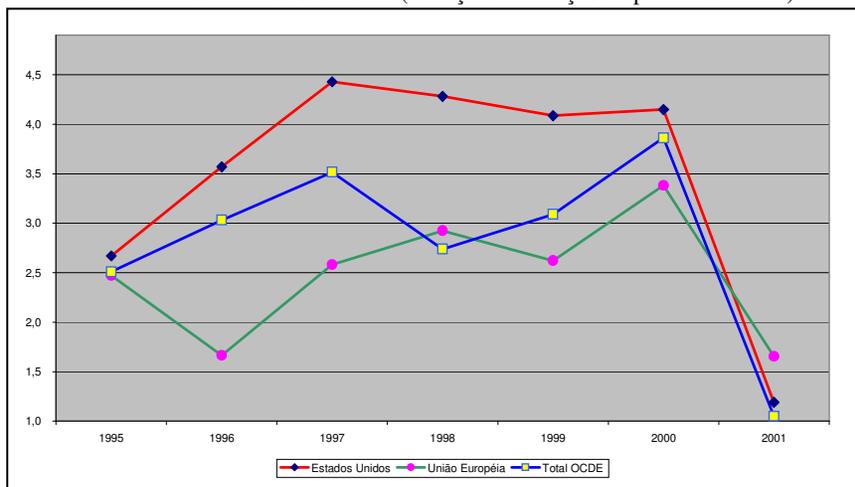
(10) “Pronto para um novo salto” (Suplemento *The Economist* publicado no *Valor Econômico*, 16 abr. 2002).

Gráfico 3  
Taxa de câmbio efetiva (março de 1973=100)



Fonte: Federal Reserve.

Gráfico 4  
Taxa de crescimento do PIB real (variação em relação ao período anterior)



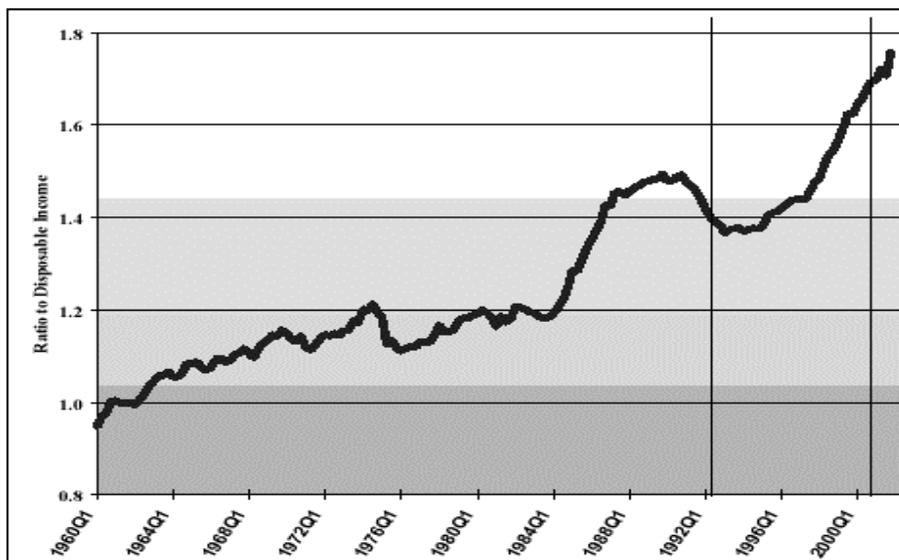
Fonte: OCDE (*Economic Growth and Productivity, Statistics*).

O que diferencia os Estados Unidos de outros países, dentre outras coisas, é o fato de ter o seu passivo e o seu ativo denominado em dólar, ou seja, uma depreciação do dólar não altera o valor do passivo das famílias e, de grosso modo, das empresas (McKinnon, 2001, p. 228). Dado isso, ativo e passivo em dólar e o papel de emissor de moeda-chave no mercado internacional, os Estados Unidos são o único país que tem a liberdade de conduzir a sua política monetária de forma independente, a não ser diante de uma grave crise econômica. Desse modo, o Federal Reserve poderia concentrar os seus esforços em estimular a economia norte-americana e, sobretudo, em manter o nível de preços internos em um patamar baixo e estável (McKinnon, 2001, p. 230-231). Os outros países relutam em depreciar a sua moeda em relação ao dólar com medo de uma onda inflacionária – “*fear of floating*” – (McKinnon, 2001, p. 230) e de alteração do seu passivo; também hesitam diante de uma apreciação devido à conseqüente perda de competitividade e redução das suas exportações.

Quanto ao crédito para a economia norte-americana, podemos dizer que os governos estrangeiros não têm como evitar ser credores dos Estados Unidos, já que a venda de ativos americanos provocaria apreciação de suas moedas, perda de competitividade, redução das suas exportações e queda do crescimento (McKinnon, 2001, p. 240). Além disso, à medida que a renda do mundo cresce, a demanda por dólares e por ativos americanos aumenta, elevando o crédito e seu passivo externo. Baseado nesse argumento, McKinnon (2001) argumenta que os Estados Unidos podem continuar absorvendo capitais do resto do mundo e obter um equilíbrio do seu déficit corrente, ou seja, uma reversão deste em superávit não significaria o fim dos fluxos de capitais para os Estados Unidos e da possibilidade de manter um elevado nível de atividade interna. Obstfeld & Rogoff (2000) não concordam com essa posição. Para eles, apesar de não haver consideração alguma que os levem a crer que uma reversão do déficit corrente é necessária no curto e médio prazo, a vontade do “resto do mundo” em absorver passivos emitidos nos Estados Unidos não seria ilimitada, ou seja, os Estados Unidos não poderiam elevar a sua relação dívida/PIB indefinidamente.

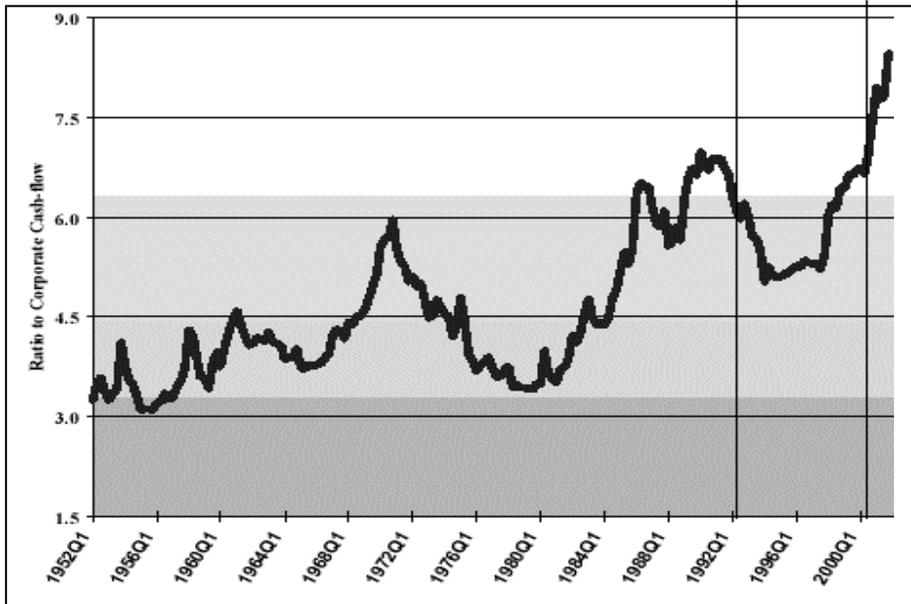
O problema de continuar elevando déficit em transações correntes refere-se exatamente ao excessivo nível de endividamento de famílias e empresas e a uma nova onda de protecionismo decorrente da deterioração da base industrial. A alavancagem do consumo e do investimento via empréstimos externos se deu de maneira barata e fácil no mercado internacional, principalmente para as empresas americanas que captam recursos no exterior e financiam seus investimentos emitindo ações e *commercial papers*. Quanto às famílias, os bancos norte-americanos tiveram importância fundamental como intermediadores financeiros, já que essas não podem fazer emissões como as empresas, possibilitando um nível de consumo além da sua renda disponível. Com isso, assistimos a um endividamento excessivo e a uma deterioração da posição financeira das famílias e empresas, como vemos nos Gráficos 5 e 6.

Gráfico 5  
 Estoque da dívida privada em relação à renda disponível



Fonte: Godley & Zurieta (2002).

Gráfico 6  
Endividamento das corporações em relação ao fluxo de caixa



Fonte: Godley & Zurieta (2002).

Devemos salientar que o aumento das importações teve e ainda tem um forte impacto no setor industrial, semelhante ao que ocorreu na década de 1980. A base industrial norte-americana tem sido pressionada, aumentando a demanda dos produtores de aço, por exemplo, por uma elevação da proteção à produção local. Além disso, crescentes obstáculos políticos estão sendo impostos ao livre-comércio e devem ser intensificados com o aumento da taxa de desemprego<sup>11</sup> e de falências industriais, fazendo com que reapareça uma nova onda de protecionismo na economia norte-americana. Outro perigo que se impõe e que pode provocar um aumento do déficit em transações correntes é o ressurgimento dos “déficits gêmeos”. O governo Bush, através de cortes de impostos e aumento dos gastos

(11) No final de 2001, a taxa de desemprego alcançou 6% da população economicamente ativa (PEA).

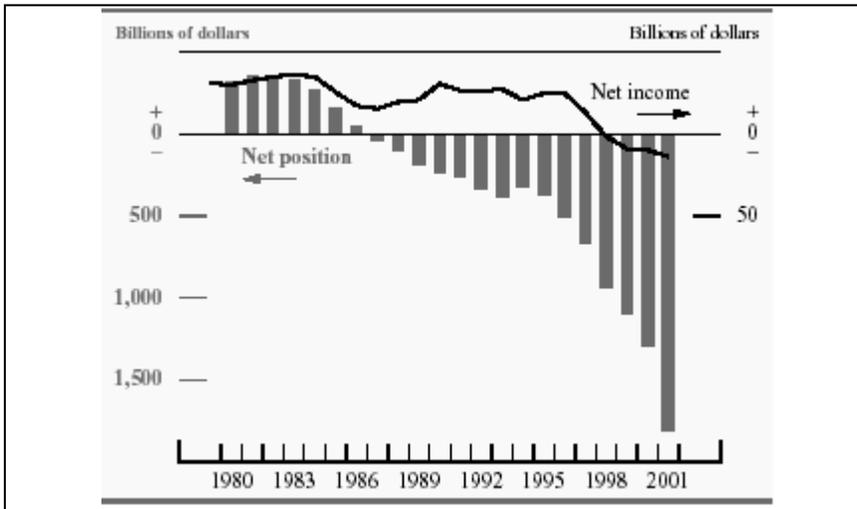
militares, pôs fim aos superávits fiscais obtidos durante os anos de governo de Clinton, transformando um superávit de US\$ 127 bilhões em déficit de US\$ 167 bilhões (expectativa da Casa Branca para o ano fiscal que termina em 30 de setembro de 2002).<sup>12</sup> Ademais, as preocupações quanto à aposentadoria dos chamados “*baby-boomers*” (pessoas que nasceram por volta da Segunda Guerra Mundial e que agora estão se aposentando) estão aumentando, pois a diferença do montante de recursos entre os que estão se retirando do mercado de trabalho e os que estão poupando está sendo reduzida. Isso significa que o governo pode ter que, num futuro próximo, despender recursos para financiar a diferença necessária para cobrir o “gap” da previdência. Com isso, o déficit fiscal aumentaria, elevando o déficit em transações correntes.

Quanto ao acúmulo de sucessivos déficits, economistas como Wynne Godley (2000) alertam para a possibilidade dos EUA se encontrarem num “*debt trap*” (armadilha da dívida), com uma deterioração da sua posição financeira e do balanço de pagamentos num futuro próximo. Para que o balanço de pagamentos entre em crise, a taxa de juros sobre a dívida resultante de acúmulos de sucessivos déficits correntes teria que exceder a taxa de crescimento da economia, levando a um crescimento contínuo da relação dívida/PIB. Em 1999, a posição negativa dos Estados Unidos (mede total de dívidas contraídas com estrangeiros decorrente de sucessivos déficits correntes) era de US\$ 1,5 trilhão e os fluxos estrangeiros líquidos de saída de US\$ 10 bilhões, ou seja, segundo esses dados não seriam necessárias preocupações alarmistas com a sustentabilidade do déficit (ver Gráfico 7). Entretanto, segundo Godley (2000), isso reflete a baixa taxa de retorno de investimentos diretos feitos na economia norte-americana, além do que grande parte desses investimentos não financia o déficit em transações correntes, pois representam apenas troca de participações entre empresas, operação que não é distinguida na contabilidade oficial.

---

(12) “A águia gasta: déficit público nos EUA chega a US\$ 165 bi. *Folha de São Paulo*, 13 jul. 2002.

Gráfico 7  
Investimento internacional líquido dos Estados Unidos: posição e renda, 1980-2001  
(bilhões de dólares)



Fonte: *US International Transactions in 2001 – Federal Reserve Bulletin* (2002).

Teoricamente, a situação se tornaria insustentável quando a taxa de juros paga sobre a dívida ficasse acima da taxa de crescimento da economia. Antes de chegar a tal situação, provavelmente ocorreria fuga de capitais, depreciação ou emissões de moedas e títulos pelo Tesouro norte-americano. Na próxima seção, analisaremos a sustentabilidade e possíveis medidas para reverter o déficit em transações correntes.

### 3.3 Sustentabilidade do déficit e alternativas para sua reversão

Como ressaltado anteriormente, segundo Godley (2000), a sustentabilidade do déficit em transações correntes dependeria da taxa de juros paga sobre as dívidas e da taxa de crescimento da economia. Hervey & Merkel (2000), após alguns tratamentos contábeis, sintetizaram essa condição na seguinte equação:

$(X - M) = (y - i) \times (\text{Passivo Externo})$ , onde 'y' representa a taxa de crescimento da economia e 'i', a taxa de juros paga sobre a dívida. Para que haja

sustentabilidade do déficit em transações correntes, a taxa de juros paga sobre a dívida deve permanecer abaixo da taxa de crescimento da economia, caso contrário, a relação dívida/PIB apresentaria uma trajetória crescente e economia entraria num “*debt trap*”, ou seja, fluxos de saída excederiam os de entrada, gerando a necessidade de um ajuste imediato sobre a economia norte-americana e mundial.

As opiniões divergem ao tratar da sustentabilidade do déficit em transações correntes. Segundo Mann (2000), sem reformas estruturais, os Estados Unidos não poderão sustentá-lo para sempre. Seria necessário que a produtividade norte-americana continuasse crescendo a altas taxas através de uma maior flexibilização do mercado de trabalho e que uma maior qualificação e preparação dos trabalhadores norte-americanos fossem postas em prática rapidamente. Ademais, aumentos da poupança doméstica e da liberalização do comércio internacional de serviços seriam benéficos para os Estados Unidos, já que este setor corresponde a 70% do seu PIB e a 35% das suas exportações para a Europa. Além disso, um maior crescimento do “resto do mundo”, ao estimular as exportações norte-americanas e atrair investidores para esses países, depreciando modestamente o dólar, produziria efeitos positivos para o balanço de transações correntes dos Estados Unidos.

Sustentabilidade também poderia ser definida como um balanço de transações correntes que pode ser mantido no longo prazo sem fortes depreciações reais do dólar (IMF, 2001a). Entretanto, diante de uma redução do déficit ou reversão deste em superávit, ocorreria necessariamente uma depreciação com conseqüências para as economias mundial e norte-americana, dependendo da velocidade e do tamanho do ajuste. Segundo Cooper (2001), um dólar mais barato seria benéfico e atrairia novos fluxos de capitais, sustentando o déficit em transações correntes. Contudo, caso a depreciação fosse além do necessário, fizesse-se iam necessárias intervenções governamentais para impedir uma queda muito brusca do dólar. Nesse sentido, Cooper (2001) propõe que a posição dos Estados Unidos seria mais confortável caso o Federal Reserve adquirisse ativos e moedas estrangeiras, impedindo quedas bruscas do dólar e recompondo ganhos no futuro. A sua conclusão, portanto, é que a sustentabilidade do déficit somente seria possível via intervenção governamental e que essa deveria começar imediatamente,

dado o insuficiente nível de reservas (US\$ 40 bilhões em reservas cambiais estrangeiras, US\$ 11 bilhões em ouro e US\$ 63 bilhões no FMI) diante de uma forte desvalorização do dólar.

Mann (2000) salienta que, caso a estagnação permaneça e reformas sejam adiadas, o déficit corrente irá aumentar, trazendo problemas sobre seu financiamento. Ademais, uma rápida depreciação do dólar frente às demais moedas teria repercussões preocupantes, já que provocaria fuga de capitais, menor investimento nos Estados Unidos e redução das suas importações, minando as recuperações das economias japonesa, européia e asiática. Mckinnon (2001) se opõe a essa argumentação. Segundo ele, qualquer fuga um pouco mais intensa contra moeda norte-americana seria amenizada pela atuação de Bancos Centrais de diversos países ao comprar dólar para impedir que suas moedas se apreciem e produzam efeitos deletérios em seus balanços comerciais e recuperação econômica. Além disso, um crescimento mais rápido do “resto do mundo” demandaria maior liquidez internacional, traduzida em uma maior vontade de acumular dólares e títulos do governo norte-americano, ou seja, o padrão internacional do dólar não seria afetado e, com isso, o déficit em transações correntes poderia ser sustentado.

Segundo Hervey & Merkel (2000), o elevado déficit em transações correntes seria sustentável caso confirmássemos a hipótese de reestruturação tecnológica da economia norte-americana (item 3.1). A maior produtividade resultante dessa mudança e a atração de novos investimentos produziria saldos suficientes para o pagamento dos serviços das dívidas e até mesmo para um eventual reembolso da dívida externa. Além disso, dado que os Estados Unidos apresentam superávits no comércio de serviços e que essa reestruturação tecnológica têm forte impacto nesse setor, um avanço nas negociações comerciais a nível multilateral seria altamente benéfico para o balanço comercial desse país.<sup>13</sup> Logo, caso persistam o aumento da produtividade e o seu impacto positivo nos diversos setores da economia norte-americana, o ajuste seria automático e pouco doloroso.

---

(13) Godley (2000) também defende um avanço nas negociações de comércio internacional de serviços como alternativa para redução do déficit corrente.

Outros analistas crêem que esse enorme déficit poderia ser revertido através de um aumento das exportações promovido por uma depreciação modesta do dólar. Godley (2000) não acredita que isso possa acontecer devido a uma série de fatores que impedem uma redução do déficit comercial. Vários estudos teriam comprovado a alta propensão relativa que os Estados Unidos têm a importar, ou seja, a tendência é que as importações cresçam acima das exportações norte-americanas. Ademais, o excesso de importações sobre exportações teria gerado um “*trade drag*”. Isso significa que mesmo se ambas apresentarem taxas semelhantes de crescimento, o que é difícil de acontecer dado as propensões marginais, o déficit comercial ainda iria aumentar.

A variedade de políticas para reduzir o déficit diante das dificuldades expostas acima se enquadra em três categorias, segundo Godley (2000): reduzir a demanda doméstica; aumentar a demanda estrangeira; alterar os preços relativos, todas com objetivo de modo a elevar a relação exportação/importação. Devido à atual conjuntura internacional de baixa liquidez, estagnação do crescimento do comércio mundial em 2001 (crescimento das exportações mundiais de 1% em volume e – 4% em valor em 2001)<sup>14</sup> e recuperação modesta e incerta da União Européia e do Japão (crescimento real de 1% do PIB dos países da OCDE em 2001),<sup>15</sup> vemos que um aumento da demanda estrangeira por exportações norte-americanas é inviável no curto e insustentável no médio prazo, já que estes países têm grande parte do seu crescimento atrelado à obtenção de superávits comerciais. Ademais, qualquer política de caráter intervencionista e anticíclica a nível internacional parece não existir no momento dado a falta de coordenação e de definição de meios e objetivos dos principais organismos multilaterais, Fundo Monetário Internacional (FMI) e Banco Mundial (BID).

Outra alternativa seria reduzir a atividade doméstica nos Estados Unidos via aumento do desemprego ou contração da renda, diminuindo a demanda por importações. Entretanto, tal medida significaria “jogar” a economia norte-americana num novo período de recessão e abortar a trajetória de recuperação de economias européias, japonesa e asiáticas, produzindo um chamado “*double dip*”. Mesmo assim, Godley (2000) propõe que os dirigentes da política econômica

---

(14) Cf. WTO (2002).

(15) Ver OECD (2002).

norte-americana não devem esquecer do Artigo XII da OMC que permite a utilização de medidas não-discriminatórias de controle às importações em casos de conflito entre os objetivos de assegurar nível adequado de emprego e de equilíbrio do balanço de pagamentos. Mesmo sem o uso desse Artigo, assistimos na conjuntura recente à imposição de cotas à importação de aço e à aprovação de pesados subsídios para setores agrícolas norte-americanos, dificultando o acesso de produtos estrangeiros no mercado norte-americano.

Quanto à última possibilidade levantada, a alteração dos preços relativos, ou seja, depreciação do dólar, Godley (2000) defende que não pode ser utilizada como um remédio de ajuste instantâneo a ser adotado imediatamente. Seus efeitos, fuga de capitais e perda da competitividade das exportações dos demais países para os Estados Unidos, são profundos e podem ter um caráter desestabilizador sobre os mercados financeiros e produtivos internacionais.

Portanto, vemos que as políticas propostas para reduzir o déficit em transações correntes são extremamente difíceis de serem implementadas, pois produziriam graves conseqüências para as economias mundial e norte-americana. Entretanto, a continuação desse movimento implicaria em aumentar os desequilíbrios da economia mundial: fluxos crescentes de capitais seriam necessários para financiar o endividamento externo gerado pelo acúmulo de sucessivos déficits correntes e o rápido crescimento econômico norte-americano.

Chegar a uma conclusão sobre a sustentabilidade do déficit seria arriscado. Como vimos, opiniões divergem a esse respeito. O que sabemos é que a instável dinâmica de crescimento mundial atual necessita da sua manutenção e de seu crescimento. Contudo, conciliar sustentabilidade e instabilidade no longo prazo são tarefas extremamente difíceis de realizar!

## **Bibliografia**

- BRYSON, Jay H. The U.S current account deficit: is the dollar doomed? *Invest Avenue's Articles*, May 16, 2002.
- BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS – BEA. *International economic data: International transactions accounts*.

- COSTA, Fernando Nogueira da. *Economia em 10 Lições*. São Paulo: Makron Books, 2000. (Oitava Lição).
- COOPER, Richard N. Is the U.S. current account deficit sustainable? Will it be sustained? *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington, D.C., n. 1, p. 217-226, 2001.
- DELFINO NETTO, Antonio. Câmbio real e equilíbrio. *Valor Econômico*, n. 372, 1º Caderno. 23 out. 2001.
- \_\_\_\_\_. O déficit dos EUA. *Valor Econômico*, n. 483, 1º Caderno. 9 abr. 2002.
- ECONOMIC REPORT OF THE PRESIDENT. Washington, D.C: The Executive Office of the President, Feb. 2002.
- FEDERAL RESERVE BULLETIN 2002: U.S. International Transactions in 2001. Washington, D.C.: William L. Helki, May 2002.
- FOLHA DE SÃO PAULO. A águia gasta: déficit público nos EUA chega a US\$ 165 bi. 13 jul. 2002.
- GODLEY, Wynne. *Interim Report: notes on the U.S. trade and balance of payments deficits. Strategic analysis*. New York State: The Levy Economics Institute of Bard College, 2000.
- \_\_\_\_\_, ZURIETA, Alex. *Strategic prospects and policies for the U.S. economy*. New York State: The Levy Economics Institute of Bard College, Apr. 2002.
- HERVEY, Jack L., MERKEL, Loula S. *A record current account deficit: causes and implication*. Economic Perspectives. Federal Reserve Bank of Chicago, 2000.
- IMF. Country report. n. 01/149. *United States: selected issues*, Chapter II: Sustainability of the U.S. External Current Account Deficit Prepared by Vivek Arora, Steven Dunaway and Liamid Faruqee, Aug. 2001a.
- IMF. *International capital markets: developments, prospects, and key policy issues*. Chapter II, Aug. 2001b.
- KANDIL, Magda, GREENE, Joshua. The impact of cyclical factors on the U.S. balance of payments. *IMF Working Paper*, 2002.
- KRUGMAN, Paul R., OBSTFELD Maurice. *Economia internacional: teoria e política*. 5. ed. São Paulo: Makron Books, 2000. cap. 12.
- MANN, Catherine. Is the current account deficit sustainable? *IMF Finance and Development*, v. 37, n. 1, Mar. 2000.

- MCKINNON, Ronald I. The international dollar standard and the sustainability of the U.S. current account deficit. *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington, D.C., n. 1, p. 218-240, 2001.
- OBSTFELD, Maurice, ROGOFF, Kenneth. *Perspectives on OECD economic integration: implications for U.S. current account adjustment*. Sept. 26, 2000.
- OECD Economic Outlook, n. 71 – Preliminary Edition, Jun. 2002.
- SHAIKH, Anwar M. Explaining the U.S. trade deficit. Policy note. New York State: The Levy Economics Institute of Bard College, n. 1, 2000.
- TAVARES, Maria da Conceição. A retomada da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, Maria da Conceição, FIORI, José Luís (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, RJ: Vozes, 1997.
- \_\_\_\_\_, MELIN, Luiz Eduardo. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, Maria da Conceição, FIORI, José Luís (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, RJ: Vozes, 1997.
- VALOR ECONÔMICO. Pronto para um novo salto, suplemento *The Economist* publicado no *Valor Econômico*, 16 abr. 2002.
- VENTURA, Jame (2000). A portfolio view of the U.S. current account deficit. *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington, D.C., n. 1, p. 241-253, 2001.
- WTO. *Press Release to Annual Report 2002*. May 2, 2002.