

Fluxos de capitais estrangeiros para os Estados Unidos e a impossibilidade de ajuste na economia global¹

Frederico Quaresma Madureira²

Neste artigo pretendemos mostrar a importância dos fluxos de capitais estrangeiros na dinâmica recente de crescimento da economia norte-americana, especificamente no período de crescimento acelerado, 1997-2000, e de inflexão, 2001-2003. A hipótese a ser verificada centra-se no processo de crescimento e (des)ajuste da economia mundial. Tentaremos mostrar que mesmo com redução do crescimento da economia norte-americana, os capitais estrangeiros continuam tendo papel relevante. Tal fato se deve à impossibilidade de ajuste da economia mundial, altamente dependente de crescentes déficits correntes norte-americanos e estes de financiamento externo.

Antes de prosseguir na análise dos fluxos de capitais estrangeiros e da deterioração da posição de investimento internacional líquida da economia norte-americana, iremos fazer uma breve análise do período em questão.

1 O período de rápida expansão econômica (1997-2000) e de inflexão (2000-2003)

O ciclo expansivo da economia norte-americana foi alimentado por um aumento no gasto privado (famílias e empresas) e financiado por um fluxo crescente de crédito (doméstico e internacional), que por sua vez impulsionou a economia e os fluxos de capitais globais. O estoque total de dívidas aumentou e a

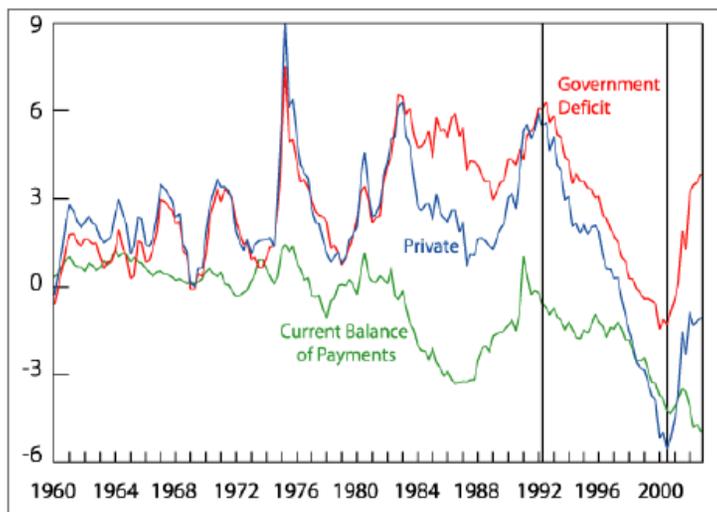
(1) Este artigo faz parte do relatório final de iniciação científica SAE/Unicamp desenvolvido no período de agosto de 2002 a julho de 2003 sob a orientação do prof. Dr. Antonio Carlos Macedo e Silva dentro do Centro de Conjuntura e Política Econômica (Cecon) do Instituto de Economia da Unicamp.

(2). Graduando de Ciências Econômicas pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas – Unicamp.

posição externa³ devedora dos Estados Unidos foi aprofundada. Durante este período, 1997 a 2000, a taxa média de crescimento do PIB foi de 4,14%, com inflação baixa e superávit fiscal. Fluxos de capitais em abundância provocaram uma forte apreciação do dólar em relação às principais moedas internacionais⁴ barateando as importações frente às exportações. Com isso o déficit em transações correntes alcançou níveis recordes em 2000, 4,16% do PIB e a posição de investimento internacional líquida da economia norte-americana apresentou forte deterioração (ver Gráfico 2).

Os resultados macroeconômicos de tal processo são visualizados nos esquemas dos três balanços financeiros presentes em Godley e Wray: redução do déficit público e transformação deste em superávit, aumento do déficit externo e do setor privado.

Gráfico 1
Os três balanços financeiros (% do PIB)



Fonte: Godley (2003).

(3) A posição externa a que nos referimos pode ser vista como posição de investimento internacional líquida.

(4) Entre 1995 e 2000, a apreciação do dólar (“in a trade weighted average”) foi de 35 a 50% de acordo com as diferentes medidas segundo Bergsten.

Desde o início da década de 1990, o setor privado alterou a trajetória do seu balanço financeiro, reduzindo a sua taxa de poupança e incorrendo em crescentes déficits por volta de 1997, enquanto o setor público transformava seu déficit em superávit. A contrapartida disso foi um aprofundamento dos déficits externos resultantes do aumento das importações necessárias para suprir o aumento do consumo das famílias sobre a produção corrente. Como resultado de sucessivos e crescentes déficits, a posição externa dos Estados Unidos como maior devedor mundial foi sendo aprofundada. Contudo, tais déficits correntes necessitavam de serem financiados, ou seja, tal dinâmica estava produzindo um aumento da dependência financeira dos fluxos de capitais estrangeiros. Por outro lado, essa crescente participação dos investidores estrangeiros (US\$ 451,8 bi em 1997 e US\$ 669,15 bi em 2000) no mercado norte-americano estava ampliando o ‘boom’ de ativos norte-americanos e, conseqüentemente, o crescimento econômico. Ou seja, a bolha de ativos e o crescimento da economia norte-americana e mundial dependiam das aquisições estrangeiras dos ativos norte-americanos e os crescentes déficits correntes, deste financiamento. Ademais, o comportamento dos lucros do setor manufatureiro em plena fase de expansão econômica (queda de 20% entre 1997 e 2000) revelava outra vulnerabilidade da economia norte-americana e até mesmo mundial para os próximos anos: descompasso entre preços e produção, excesso de investimento e capacidade ociosa mundial (Brenner, 2003).

No período seguinte de reversão do ciclo e fim da expansão econômica, vemos que a dinâmica internacional de déficits correntes crescentes e financiamento externo foi mantida e aprofundada. Os estrangeiros continuaram financiando a economia norte-americana e, apesar da desvalorização do dólar desde 2002 (ver Gráfico 7), o déficit em transações correntes continuou a aumentar diante do crescimento das importações acima de suas exportações (ver Tabela 1). O Tesouro norte-americano, órgão responsável pela gerência da taxa de câmbio, reiterou várias vezes que a determinação desta deve ser deixada às forças de mercado, desencorajando possíveis intervenções ou a permanência da política de dólar forte.

Tabela 1
 Balanço de transações correntes e balanço comercial de bens
 (em bilhões de dólares)

	BTC	BC
1995	-105,217	-174,170
1996	-117,203	-191,000
1997	-127,684	-198,119
1998	-204,691	-246,696
1999	-290,846	-346,022
2000	-411,458	-452,423
2001	-393,745	-427,215
2002	-480,861	-482,872

Fonte: BEA.

Pelo lado da demanda agregada, o consumo das famílias persistiu apresentando dinamismo, sendo o responsável pelo crescimento do PIB via endividamento por hipotecas, junto do aumento dos gastos do governo. Entretanto, como ressalta Brenner, mesmo com a volta dos déficits fiscais com o governo Bush, a retomada do crescimento se tornou extremamente difícil dados os elevados excessos de capacidade ociosa construídos nos últimos anos e os altos níveis de endividamento das famílias, o que coloca a economia norte-americana num estágio de fragilidade.

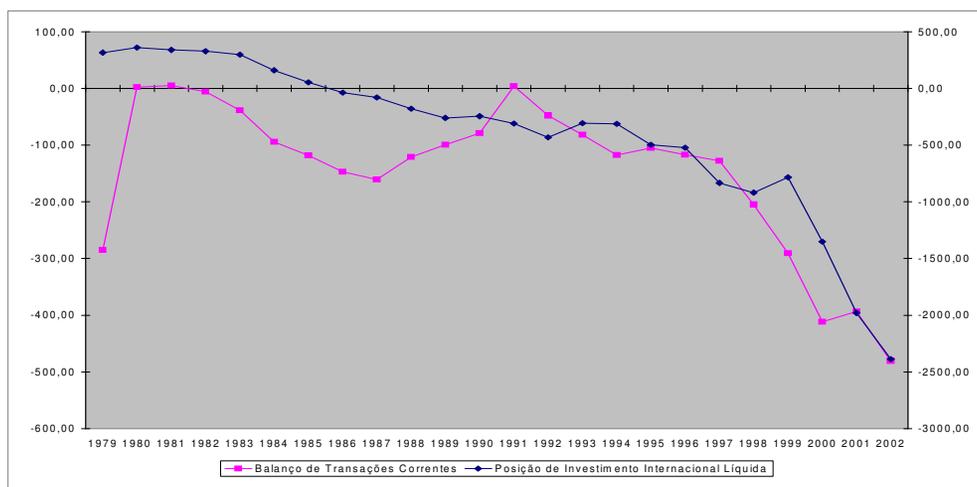
Nas passagens seguintes, tentaremos mostrar que não há ajustes visíveis no curto e médio prazo para a economia norte-americana e mundial, dado o padrão de crescimento dos Estados Unidos e os desequilíbrios globais de balanço de pagamento construídos durante as últimas duas décadas. A seguir, faremos uma contextualização de como esta evoluiu até o período em questão.

2 Evolução histórica da posição externa dos Estados Unidos

Como vimos, os sucessivos e crescentes déficits no balanço de transações correntes impuseram a necessidade de financiamento externo. Isto, por sua vez, gerou um elevado passivo externo que pode ser visualizado através da Posição de

Investimento Internacional Líquida. No Gráfico 2⁵ vemos o impacto do déficit corrente sobre a posição líquida dos Estados Unidos desde os anos 80 dentro da dinâmica de déficits correntes e financiamento externo. Para compreender como isto começou, devemos voltar a 1979.

Gráfico 2
Balanço de transações correntes e posição de investimento internacional líquida de 1979 a 2002 (em bilhões de dólares e em custos correntes)



Nota: O eixo da esquerda refere-se ao balanço de transações correntes e o da direita à posição internacional de investimento líquida.

Fonte: BEA.

Nesta data, a confiança na economia norte-americana caiu, forçando o dólar para baixo e induzindo o Federal Reserve a elevar as taxas de juros. Tal aumento, inserido na diplomacia do dólar forte, teve pesadas conseqüências a nível global e produziu uma sobrevalorização do dólar nos anos 1980,⁶ contribuindo para

(5) O *Bureau of Economic Analysis* registra duas estimativas da posição de investimento internacional líquida, também conhecida como riqueza externa líquida ou passivo externo, que diferem no tratamento dos investimentos diretos estrangeiros. O método corrente avalia esses investimentos pelo custo de compra hoje e, o método de valor de mercado, pelo preço pelo qual esses investimentos poderiam ser vendidos.

(6) Entre 1979 e 1985, o câmbio real do dólar valorizou-se em quase 50%.

a elevação do déficit comercial norte-americano e para mudança em direção à posição de maior devedor mundial (Blecker, 1999).

Enquanto as políticas macroeconômicas de caráter deflacionista jogavam a economia mundial em recessão, principalmente a periferia, os Estados Unidos utilizavam a “técnica latino-americana e japonesa” de desenvolvimento. Financiavam o seu crescimento com endividamento externo, déficit fiscal e crédito de curto prazo (Tavares, 1997, p. 38). Ademais, a partir desse momento, todos os países foram submetidos à política econômica norte-americana. Dada a dolarização generalizada do sistema de crédito internacional, o resto do mundo passou a ser obrigado a obter superávits comerciais crescentes para compensar os déficits correntes dos Estados Unidos. Isto, por sua vez, esterilizou “o potencial de crescimento endógeno das economias nacionais... e converteu os déficits públicos em déficits financeiros estruturais, inúteis para uma política de reativação econômica, de corte keynesiano” (Tavares, 1997, p. 36).

Ao analisarmos os dados a partir do início dos anos 80, vemos uma notável deterioração da sua posição externa (ver Gráfico 2). De acordo com Tille, em 1982 os ativos brutos do país excediam os seus passivos brutos em US\$ 0,2 trilhões. Os Estados Unidos eram credores líquidos até 1985 para o total de investimento internacional em custos correntes (em valores de mercado até 1988) e para o investimento financeiro até 1983 (valores de mercado), mas os crescentes déficits comerciais acumulados na década de 1980 fizeram com que os Estados Unidos adquirissem empréstimos externos, invertendo sua posição líquida e se tornando devedor líquido do resto do mundo. Isto significa que o resto do mundo estava financiando o Tesouro, consumidores e investidores norte-americanos.

Os Estados Unidos não estavam imunes a perdas de confiança internacional, mesmo detendo a moeda central da economia internacional. Ao reduzir a confiança na sustentabilidade da dívida norte-americana, os investidores estrangeiros podem forçar ajustes sobre o setor financeiro norte-americano e sobre a economia real ao recusar a extensão de novos créditos ou vendendo ativos existentes (Blecker, 1999, p. 6-7).

No final dos anos 1960 houve uma elevada acumulação de dólares nas reservas de bancos centrais. A ameaça de governos europeus efetivarem a troca de

seus dólares por ouro fez com que o medo da depreciação do dólar se transformasse em uma profecia auto-realizável. Em 1971, este processo levou o sistema monetário de Bretton Woods à crise, estabelecendo o fim da conversibilidade dólar-ouro. Em 1973, o dólar se tornou uma moeda flutuante em relação às demais e os mercados foram crescentemente liberalizados, encerrando o regime de reduzida mobilidade de capitais e taxas de câmbio fixas de Bretton Woods.

Podemos dizer que esta situação de medo de uma perda de valor do dólar e a ocorrência de profecias auto-realizáveis no final dos anos 1960 e início dos 70 volta a aparecer na economia norte-americana nos anos 1990. Contudo, o problema que cria um medo da depreciação do dólar é outro: a acumulação de elevadas quantidades de ativos financeiros de diversos tipos, incluindo ativos privados e *Treasuries* detidos não somente por bancos centrais, mas também e principalmente por investidores privados internacionais⁷ (Blecker, 1999, p. 7). A preocupação sobre o valor desses ativos, não somente em termos de dólar, mas também em termos de moedas estrangeiras, faz com que investidores temam uma desvalorização do dólar, caso acreditem que este está sobrevalorizado. Nos anos 1990, a trajetória crescente das variáveis déficit corrente, passivo externo e detenção de ativos norte-americanos por estrangeiros, é responsável por esse processo de aumento da desconfiança.

A análise da posição de investimento internacional líquida ilustra o trecho acima. Tal posição apresentou seguidas deteriorações até o ano de 2002, mesmo com o fim da bolha de tecnologia. O declínio de sua posição se acentuou no final da década de 1990, caindo US\$ 628 bilhões por ano entre o final de 1999 e o de 2001, contrapondo US\$ 178 bilhões entre 1995 e 1999 e US\$ 50 bilhões entre 1982 e 1990 (Tille, 2003, p. 2). Entre 1995 e 1999, o valor dos ativos cresceu, mas o crescimento do passivo o superou, refletindo, segundo Tille, o enorme crescimento da integração financeira internacional durante a década. Contudo, após 1999 o valor dos ativos cai e o dos passivos cresce a um ritmo menor, ou seja, a forte deterioração da posição norte-americana se deve à forte queda no valor dos ativos (ver Tabela 2).

(7) Ver também Tabela 3.

Tabela 2
 Variações médias anuais na posição líquida norte-americana

	1982-90	1990-95	1995-99	1990-01
Ativos brutos	167	327	864	-262
Passivos brutos	217	363	1042	366
PIIL	-50	-36	-178	-628

Fonte: BEA, apud Tille. PIIL – posição internacional de investimento líquido.

Os dados das Tabelas 2 e 3 mostram que em 1995 há uma mudança significativa de forma quantitativa e qualitativa, principalmente no lado do passivo onde se mede os ativos norte-americanos detidos por estrangeiros. Para análise de tal observação recorreremos à análise de Brenner (2003).

2.1 O Acordo de Plaza Invertido e dinâmica dos fluxos de capitais para os Estados Unidos

A dinâmica da segunda metade da década de 1990 que estamos tentando mostrar de crescentes déficits correntes e dependência de capitais externos tem seu momento decisivo em 1995. O chamado “Acordo de Plaza Invertido” forjado entre Estados Unidos, Japão e Alemanha e liderado pelo secretário do Tesouro, Robert Rubin, entre março e agosto de 1995 forçou o iene e o marco para baixo e o dólar para cima.⁸ Com isso, inverteu-se a política econômica externa norte-americana centrada, até então, na promoção da competitividade e das exportações (Brenner, 2003, p. 189). Em troca, a economia norte-americana receberia fluxos crescentes de capitais estrangeiros e de importações baratas. Com isso, financiar-se-ia o déficit de conta corrente e aumentar-se-iam os preços das ações, além de tornar possível reduzir os juros e a inflação.

A arquitetura montada com o “Acordo de Plaza Invertido” em 1995 produziu efeitos significativos em termos de aquisições estrangeiras de ativos norte-americanos, financiando o déficit em conta corrente. O processo de valorização do dólar, por outro lado, cria perspectivas de valorização dos ativos nele denominados, atraindo enormes fluxos de recursos vindos do Japão, do Leste

(8) A economia japonesa de manufaturados estava sendo derrubada pela alta rápida do iene frente ao dólar, semelhante ao que tinha acontecido com os Estados Unidos em 1985 (Brenner, 2003, p. 190).

Asiático e de outros mercados. Com isso, permitiram reduções nas taxas de juros e, conseqüentemente, no custo de tomada de empréstimos de curto e longo prazo, aumentando o endividamento das corporações e permitindo que o dólar e a bolsa subissem (Brenner, 2003).

O aumento nas aquisições externas de títulos do governo norte-americano por parte dos governos do Japão e de países do Leste Asiático nos anos de 1995 e 1996 tinha o objetivo de desvalorizar a taxa de câmbio e mantê-la em um patamar competitivo para as exportações, motor principal de seu crescimento. Para tal, as autoridades públicas desses países adquiriram títulos do governo norte-americano e dólar.

Tabela 3

Composição dos fluxos de capitais para os Estados Unidos de 1995 a 2002 (em bilhões de dólares)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Financial account balance	113	157	219	64	265	409	382	474
Oficial capital, net	99	132	18	-27	55	36	0	93
Foreign official assets in USA	110	127	19	-20	44	38	5	97
U.S. official reserve assets	-10	7	-1	-7	9	0	-5	-4
Other U.S. government assets	-1	-1	0	0	3	-1	0	0
Private Capital, net	14	25	201	91	210	373	382	381
Net inflows reported by U.S. banking offices	-45	-75	8	4	-22	-32	-18	92
Securities transactions, net	73	135	173	49	126	251	305	340
Private foreign net purchases of U.S. securities	196	285	292	185	254	378	400	338
Treasury securities	100	155	130	29	-44	-77	-8	53
Agency Bonds	-	-	26	5	43	96	86	68
Corporate and other bonds	83	119	67	106	143	166	202	161
Corporate stocks	14	11	69	46	113	192	119	56
U.S. net purchases of foreign securities	-123	-150	-119	-136	-128	-128	-95	2
Direct Investment, net	-41	-5	1	36	101	129	3	-93
Foreign direct investment in U.S.	58	87	106	179	289	308	131	30
U.S. direct investment abroad	-99	-92	-105	-143	-189	-178	-218	-124
Foreign holdings of U.S. currency	12	17	25	17	22	1	24	22
Statistical Discrepancy	-4	-35	-91	139	31	0	11	29

Fonte: *Federal Reserve Bulletin* (diversas edições).

A partir da análise da composição dos fluxos de capitais para os Estados Unidos presente em diversas edições do *Federal Reserve Bulletin* e transcrito na Tabela 3, vemos que em 1996, houve fluxos recordes de capitais oficiais líquidos, US\$ 132 bilhões em 1996 frente a US\$ 99 bilhões em 1995. Seguindo o comportamento de seus governos vieram as aquisições privadas buscando ganhos do dólar em alta e da melhoria das expectativas de negócios norte-americanos

(Brenner, 2003, p. 274). Tais aquisições se concentraram, sobretudo, em “*Treasury securities*” e “*corporate and other bonds*”, batendo recordes (aumentos de US\$ 55 bilhões e US\$ 36 bilhões, respectivamente). Os fluxos de investimentos diretos estrangeiros seguiram a mesma direção, refletindo um aumento de aquisições estrangeiras de firmas norte-americanas. Contudo, os investimentos diretos norte-americanos no exterior ficaram acima, resultando em saídas líquidas de US\$ 41 bilhões e US\$ 5 bilhões nos anos de 1995 e 1996.

No ano seguinte, 1997, os fluxos de capitais para os Estados Unidos e deste para o resto do mundo continuaram a sua trajetória de aumento, refletindo segundo o Federal Reserve, o processo de globalização dos mercados comercial e financeiro. Os fluxos de investimento direto estrangeiro para os Estados Unidos atingiram novos recordes em face do forte ritmo de fusões e aquisições. Ademais, o fluxo de investimento direto norte-americano no exterior persistiu na sua trajetória ascendente, ficando acima dos investimentos diretos estrangeiros nos Estados Unidos.

Diante da crise do Leste Asiático, os elevados fluxos de capitais oficiais para os Estados Unidos em 1995 e 1996 dentro da lógica do “Acordo de Plaza Invertido” apresentaram reversão em 1997. Subiram apenas US\$ 18 bilhões, bem abaixo dos US\$ 132 bilhões no ano anterior, sendo as quedas concentradas nos países asiáticos. A crise cambial que assolou esses países fez com que esses invertessem a lógica que vinham adotando, desfazendo-se de títulos do governo norte-americanos e reduzindo suas aquisições para conter a forte desvalorização de suas moedas que estava em curso. Este comportamento pode ser visto na redução dos fluxos oficiais para os Estados Unidos. Ao mesmo tempo, os Estados Unidos vistos como um “refúgio seguro”⁹ (Brenner, 2003, p. 274) frente à crise nos mercados emergentes, iniciando uma forte expansão do consumo, melhoria dos negócios norte-americanos e apreciação do dólar engendrada pelo “Acordo de Plaza Invertido”, obtiveram uma abrupta elevação dos fluxos de capitais privados, de US\$ 25 bilhões em 1996 para US\$ 201 bilhões em 1997. A partir daí, os fluxos de capitais estrangeiros tiveram importância central na dinâmica de crescimento

(9) Segundo o Federal Reserve, US\$30 bilhões de *Treasuries* foram adquiridos em outubro de 1997 e, no final deste ano, rapidamente liquidados, comprovando a tese do voo para a qualidade.

norte-americano, inflando a bolha de ativos e subsidiando um endividamento crescente por parte dos agentes privados e aumento do consumo.

Vale ressaltar que durante esse processo de escalada dos preços das ações e crescentes fluxos de capitais para a economia norte-americana, apenas alertou para a “exuberância irracional” dos mercados (Brenner, 2003, p. 205), talvez devido ao comportamento incerto da economia norte-americana em 1995 e 1996. Poderia ter elevado os juros, aumentado as exigências sobre reservas de recursos aos bancos e imposto a Regulação T que provê elevação da margem de exigências nas compras de ações. Não fosse o aumento de 0,25% em março de 1997, o Fed não teria elevado os juros entre fevereiro de 1995 e maio de 1999. Ademais, o crédito abundante também permitiu às empresas não-financeiras comprar suas próprias ações, incentivando uma escalada imprudente dos preços das ações e permitindo a essas fornecer maiores garantias a tomadas de empréstimos, aumentando esses últimos (Brenner, 2003, p. 210-212).

Em 1998, os elevados fluxos de capitais privados para os Estados Unidos continuaram, financiando por inteiro o déficit corrente. Contudo, a crise nos emergentes no terceiro trimestre deste ano alterou a composição dos fluxos privados, apresentando um aumento em “*corporate and other bonds*” e em investimento direto estrangeiro (ver Tabela 3). O padrão de comportamento ao longo do ano de 1998 foi de aquisições líquidas nos dois primeiros trimestres, vendas no terceiro e recuperação no quarto trimestre. Em relação ao investimento direto, persistiu a trajetória ascendente tanto dos fluxos norte-americanos para o exterior, quanto dos fluxos de capitais estrangeiros para os Estados Unidos,¹⁰ obtendo um saldo líquido positivo à favor deste. Já pelo lado dos fluxos oficiais, verifica-se um resultado negativo devido à venda de reservas por parte de emergentes em crise cambial na tentativa de conter a desvalorização de suas moedas.

Nos anos seguintes, 1999 e 2000, os fluxos de capitais atingem novos recordes (US\$ 265 bilhões e US\$ 409 bilhões, respectivamente), refletindo a bolha norte-americana, sua dinâmica de crescimento e uma onda global de fusões, visível

(10) A aquisição de Amoco pela British Petroleum em 31 de dezembro ajudou a inflar essa conta

nos fluxos recordes de investimento direto para os Estados Unidos¹¹ e deste para o exterior. Por sua vez, a elevação da demanda norte-americana propiciada pela bolha de ativos financeiros produziu um aumento das importações (ver Tabela 4) retirando “a economia mundial da crise internacional de 1997-1998 e incitando uma nova expansão da economia internacional em 1999-2000” (Brenner, 2003, p. 24).

Tabela 4
Importações norte-americanas de bens em milhões de dólares

	Total	União Européia	Japão	Ásia
1997	876.485	160.384	121.665	234.821
1998	917.112	176.212	121.853	247.303
1999	1.029.987	194.635	130.878	279.520
2000	1.224.417	219.946	156.497	340.265
2001	1.145.927	219.491	126.484	313.479
2002	1.164.746	225.395	121.428	336.842

Fonte: BEA.

Nestes anos, 1999 e 2000, verifica-se uma alteração na composição dos portfólios estrangeiros privados. Produziram-se aquisições líquidas privadas negativas de *Treasuries*, enquanto aquisições privadas estrangeiras de “*bonds*” privados e públicos aumentaram em relação aos anos anteriores. Vale ressaltar que já em 1999 inicia-se uma trajetória de aumento das aquisições estrangeiras de “*agency bonds*” (principalmente “*government-sponsored enterprises*” como Fannie Mae e Freddie Mac) que atingiu novo recorde em 2000, o que significa o início do processo de financiamento da bolha imobiliária que terá forte impacto no período de inflexão do crescimento norte-americano ao aumentar a riqueza das famílias, permitindo maior endividamento e a sustentação do consumo. Quanto aos fluxos oficiais, notamos um aumento destes em 1999, resultante, segundo o Federal Reserve, de aumento nas reservas de alguns países asiáticos com o Japão, intervenções no mercado de câmbio para conter a valorização de suas moedas e fluxos de recursos vindos de países exportadores de petróleo, principalmente em 2000.

(11) Dois terços dos fluxos de investimento direto para os Estados Unidos em 2000 são atribuídos a fusões, segundo o Federal Reserve.

Já em 2001, notam-se claramente os efeitos do fim da bolha norte-americana e da desaceleração no crescimento dos Estados Unidos e do mundo sobre os fluxos de capitais, especialmente no segundo semestre do ano. Contrariando a trajetória anterior, verifica-se em 2001 e 2002 uma redução dos fluxos de investimento direto para os Estados Unidos, refletindo a significativa deterioração dos lucros das empresas norte-americanas, a redução da onda de fusões e aquisições, a fraca performance dos mercados financeiros em 2002 e a recuperação incerta da economia norte-americana. Apesar disso, os fluxos de capitais financeiros privados atingiram novos recordes (US\$ 382 bilhões), apesar da desaceleração, concentrando os aumentos em “*corporate and agency bonds*” em todo o ano de 2001 e em *Treasuries* no segundo semestre, o que demonstra, segundo o Federal Reserve, um “vôo para qualidade” e a volta dos déficits fiscais.

No ano seguinte, nota-se um aumento do fluxo financeiro líquido de recursos estrangeiros para os Estados Unidos, com diferenças em relação aos últimos anos. Os fluxos líquidos de capital privado permaneceram estagnados em 2002 em relação a 2001, enquanto os fluxos de recursos oficiais apresentaram um aumento de US\$ 93 bilhões, possivelmente devido à tentativa de governos asiáticos conterem a valorização das suas moedas em face da trajetória declinante do dólar e do aparente abandono da diplomacia do dólar forte. Em 2002, verificam-se quedas nas aquisições privadas estrangeiras de securities norte-americanas (caíram US\$ 62 bilhões em 2002) puxadas por quedas nas aquisições de “*U.S. corporate and other bonds*” (US\$ 41 bilhões) e de “*corporate stocks*” (US\$ 63 bilhões) e um aumento de US\$ 43 bilhões de títulos do Tesouro norte-americano sinalizando a deterioração do mercado norte-americano, o aumento dos déficits fiscais e a busca de maior segurança por parte dos investidores estrangeiros privados. As aquisições líquidas norte-americanas de ativos estrangeiros também caíram, refletindo vendas líquidas de ativos estrangeiros pelo segundo ano consecutivo e aquisições reduzidas de “*foreign stocks*”.

Outra forma de ver a crescente participação dos fluxos de capitais estrangeiros na economia norte-americana refere-se à porcentagem desses no fluxo total de crédito e sua participação no estoque total de diversos ativos, como podemos ver nas Tabelas 5 e 6.

Tabela 5
Estoque total de ativos financeiros norte-americanos detidos por investidores estrangeiros
(US\$ bilhões e % sem ajuste sazonal)

	1972	1982	1992	2000	2001	2002	2002 Q1	2003 Q1
Amount (\$billion)								
Credit Market Instruments	\$65.1	\$255.1	\$989.3	\$2,621.1	\$2,954.4	\$3,347.6	\$3,000.6	\$3,466.3
U.S. Government Securities	58.0	160.4	595.0	1,471.3	1,594.4	1,789.3	1,596.5	1,855.8
Treasury	54.8	150.7	520.3	1,026.1	1,039.5	1,136.3	1,031.6	1,168.1
Agency	3.2	9.7	74.6	445.2	554.9	653.0	564.9	687.7
U.S. Corporate Bonds	3.1	68.3	251.5	920.6	1,126.3	1,292.8	1,171.7	1,354.6
U.S. Corporate Equities	39.1	88.3	329.0	1,625.5	1,533.8	1,350.4	1,585.2	1,275.5
Foreign Share of Total Outstanding (Percentage)								
Credit Market Instruments	3.4	4.4	6.5	9.6	10.0	10.6	10.1	10.7
U.S. Government Securities	14.6	11.0	12.4	19.1	19.1	19.6	18.7	19.9
Treasury	16.6	15.4	17.0	30.6	31.0	31.5	30.3	31.8
Agency	4.9	2.5	4.3	10.2	11.2	11.8	11.0	12.2
U.S. Corporate Bonds	1.2	11.5	12.2	18.3	19.8	20.8	20.0	21.1
U.S. Corporate Equities	3.2	5.7	6.1	9.2	10.0	11.4	10.4	11.2

Fonte: Flow of Funds of Federal Reserve, apud Financial Market Center.

Tabela 6
Empréstimos estrangeiros no mercado de crédito norte-americano
(US\$ bilhões, fluxos anuais sazonalmente ajustados, dados trimestrais anualizados e estoque
ao final do período sem ajuste sazonal)

Year	Flows		Outstandings	
	Amount	Pct. of total lending	Amount	Pct. of total credit
1952	\$0.2	0.6	\$5.1	1.1
1962	1.7	2.9	14.8	1.7
1972	8.6	4.7	65.1	3.4
1982	31.1	5.7	255.1	4.4
1992	98.4	12.5	989.3	6.5
1997	259.6	17.0	2,097.7	9.9
1998	172.5	8.0	2,278.2	9.7
1999	139.7	6.6	2,354.6	9.2
2000	225.9	13.1	2,621.1	9.6
2001	320.6	15.6	2,954.4	10.0
2002	393.2	16.9	3,347.6	10.6
2003 Q1	462.7	19.6	3,466.3	10.7

Fonte: Flow of Funds of Federal Reserve, apud Financial Market Center.

As Tabelas 5 e 6 revelam a crescente confiança dos fluxos de capitais estrangeiros no mercado norte-americano e a vulnerabilidade frente a uma redução

desses fluxos, segundo Jane D’Arista. Em 2002, investidores estrangeiros eram responsáveis por 16,9% dos fluxos de empréstimos e por 10,6% do estoque de crédito disponibilizado na economia norte-americana. Entre 2000 e 2002 mesmo com a inflexão no crescimento norte-americano e com o fim da bolha financeira, o estoque de ativos financeiros detidos por estrangeiros aumentou 28,6%, sendo os aumentos concentrados em “*Agency bonds*”¹² (52,9%) e “*corporate bonds*” (40,5%) e a participação estrangeira no total do estoque de crédito atingindo números impressionantes no final de 2002: 31,5% do estoque total de *Treasuries*, 11,8% de “*Agency bonds*” e 21,1% de “*corporate bonds*”.

Apesar disso, vale ressaltar que a aquisição estrangeira de ativos norte-americanos desacelerou pelo segundo ano consecutivo, apresentando desacelerações maiores em “*corporate equities*” e em investimento direto. Dada a crescente dependência de fluxos estrangeiros na oferta de crédito interna nos Estados Unidos, outras desacelerações podem se tornar problemáticas.

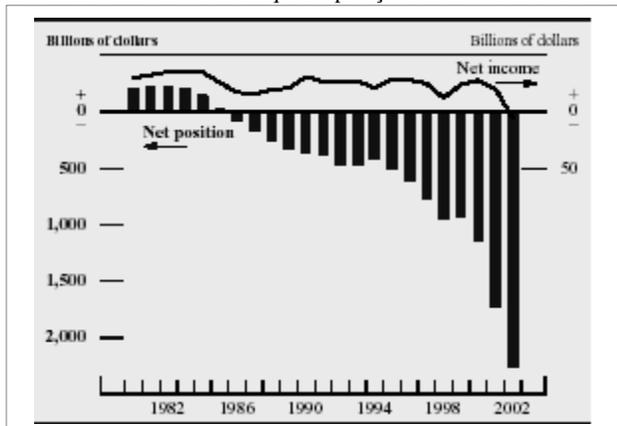
A contrapartida dos fluxos de capitais apresentados acima pode ser vista na renda líquida de investimento internacional, sendo esta a diferença entre a renda de residentes norte-americanos obtida com ativos estrangeiros (receitas) e a renda de estrangeiros obtida com ativos norte-americanos (pagamentos).

Apesar da posição líquida de investimento internacional norte-americana ter ficado negativa em 1986 e declinado progressivamente desde então, o que significa aquisições estrangeiras superando as aquisições norte-americanas de ativos no exterior, o balanço de renda líquido permaneceu positivo até o final de 2001 (ver Gráfico 3). Em 2002 este se tornou negativo, ou seja, os pagamentos sobre ativos norte-americanos detidos por estrangeiros superaram as receitas de ativos estrangeiros detidos por norte-americanos. Tal resultado se deve, principalmente, a um aumento dos pagamentos de rendas líquidas sobre investimentos diretos (ver Gráfico 4). Vale ressaltar que do lado do portfólio, a posição de investimento líquido a partir de 1985 sempre foi negativa devido aos elevados fluxos líquidos de capitais para a economia norte-americana, como podemos ver no Gráfico 5. Tal posição apresenta forte deterioração a partir do

(12) Emissão de securities por agências do governo como Fannie Mae e Freddie Mac, ligadas a financiamento de hipotecas.

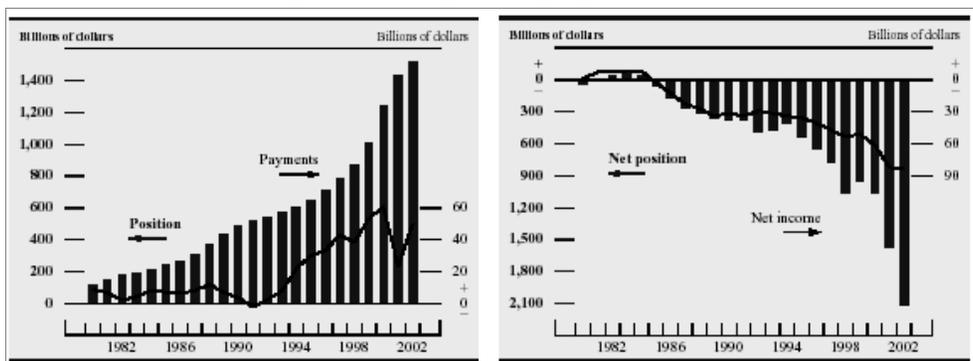
início da década de 1980. Como já foi explicada, a elevação da taxa de juros em 1979 fizeram com que os Estados Unidos retomassem o controle financeiro internacional através da imposição da diplomacia do dólar forte (Tavares, 1997, p. 30). Recentemente as reduções das taxas de juros reduziram os pagamentos e receitas, contribuindo para uma menor aumento do déficit em renda de portfólio, segundo o Federal Reserve.

Gráfico 3
Investimento Internacional líquido: posição e renda de 1980 a 2002



Fonte: Federal Reserve.

Gráficos 4 e 5
Investimento líquido em IDE e portfólio: posição e renda de 1980 a 2002



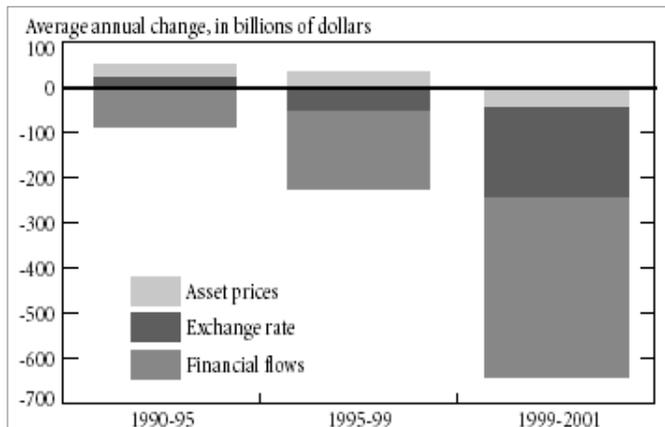
Fonte: Federal Reserve.

3 Ajuste impossível?

De acordo com a análise feita anteriormente, a bolha, o boom e a recuperação global pareciam estar interligados dentro dessa dinâmica intrinsecamente vulnerável: fluxos de capitais estrangeiros financiando crescentes absorções de exportações do resto do mundo, a partir de um dólar valorizado em relação ao euro e às moedas asiáticas. Isto tudo sem mencionar o padrão incomum do comportamento da produção, preços e lucros do setor manufatureiro na economia norte-americana e mundial¹³ (Brenner, 2003).

Ademais, mesmo com a volta aos déficits públicos e a redução dos déficits privados permanece a deterioração da posição externa dos Estados Unidos. Segundo alguns autores como Blecker, tal trajetória seria insustentável no longo prazo, já que nenhum país poderia continuar obtendo empréstimos do exterior sem ocorrer uma desvalorização de sua moeda e/ou uma contração de sua economia. Por outro lado, Tille acredita que tal desvalorização teria um efeito positivo sobre os balanços norte-americanos, já que 30% da deterioração na posição de investimento internacional líquida se deve a um impacto do dólar forte sobre o valor de ativos norte-americanos detidos no exterior, como vemos no Gráfico 6.

Gráfico 6
Mudanças na posição internacional de investimento líquido



Fonte: BEA, apud Tille.

(13) Para maiores detalhes, ver Brenner (2003, p. 277).

Contudo, mesmo com a desvalorização do dólar desde 2002, o déficit em transações correntes continuou a aumentar e nenhum outro efeito foi sentido na economia norte-americana. O Tesouro norte-americano, órgão responsável pela gerência da taxa de câmbio, reiterou várias vezes que a determinação desta deve ser deixada às forças de mercado, desencorajando possíveis intervenções ou a permanência da política de dólar forte.

Parte da resposta para a falta de efeitos da depreciação do dólar na economia norte-americana pode ser explicado pelo hiato temporal do impacto do câmbio sobre importações e exportações. A expectativa de aceleração da atividade econômica no segundo semestre de 2003 em 2004 produziria um aumento do déficit externo que não seria imediatamente contrabalançado pela depreciação do dólar. Como é sabido, o efeito do câmbio sobre a exportação é mais demorado, enquanto o preço e valor das importações aumentam de imediato, produzindo um aumento do déficit corrente no curto prazo, ou seja, sem efeitos imediatos na economia norte-americana.

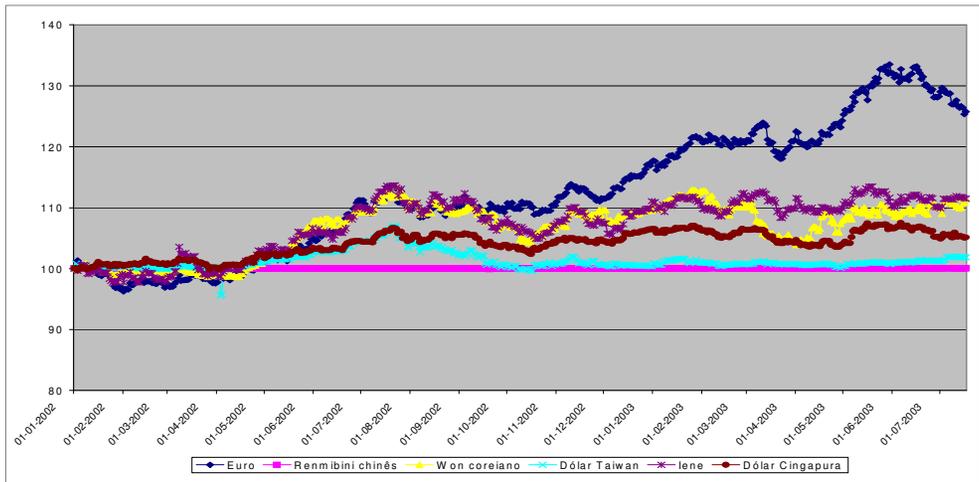
Ademais, uma análise detalhada das taxas de câmbio revela porque a depreciação do dólar ainda não teve impacto significativo na economia: ela foi desigual entre seus principais parceiros comerciais (ver Gráfico 7). Em relação ao euro, a desvalorização foi maior, 30%, menor em relação ao iene, 15% e bastante reduzida em relação aos países asiáticos, principalmente contra o renminbi chinês.

Segundo Bergsten, o dólar precisaria continuar na sua trajetória de desvalorização, mais 10% ou 15% “in a trade weighted average”, para restaurar a sua posição externa. Além disso, essa segunda onda de desvalorização deveria ocorrer principalmente entre um grupo maior de moedas, principalmente contra as moedas do leste asiático. A continuidade da desvalorização do dólar em relação ao euro, somente produziria uma onda de protecionismo na Europa, além de não resolver o elevado déficit e passivo externo norte-americano.

Para tal, os países do Leste Asiático deveriam promover um realinhamento das suas moedas no próximo ano, revendo a sua estratégia de crescimento montada nos últimos anos sobre um aumento de suas exportações. Adicionalmente, o Japão deveria desistir de intervir no mercado de câmbio limitando a aquisição de dólares visando evitar uma apreciação do iene. A China, que tem sua moeda “pegged” ao dólar e detém o segundo maior estoque de divisas estrangeiras, tem sido

beneficiada pela queda do dólar, desvalorizando em relação às outras moedas e dificilmente abandonará a sua estratégia de crescimento, que tem produzido crescentes superávits comerciais com os Estados Unidos. Por sua vez, isto desestimula outros países como Coréia-do-Sul, Cingapura, Taiwan e Japão de deixarem suas moedas se valorizarem em relação ao dólar.

Gráfico 7
Desvalorização do dólar em relação a diversas moedas (janeiro de 2002 a julho de 2003)



Fonte: OANDA.

O que queremos deixar claro é que um novo acordo semelhante ao “Acordo de Plaza” de 1985 que engendrou uma depreciação do dólar, ajudando o setor manufatureiro norte-americano e o “Acordo de Plaza Invertido” em 1995 que promoveu uma forte apreciação do dólar para tentar salvar o setor manufatureiro japonês do iene crescentemente valorizado, é inviável na atual conjuntura. Seria necessária a continuidade da desvalorização do dólar, o que implicaria apreciar o iene e o marco alemão, moedas de economias com baixo crescimento corrente e com fortes riscos de deflação.¹⁴ O resultado seria uma severa deflação nas

(14) Recentemente o Fundo Monetário Internacional lançou uma publicação denominada “Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options—Findings of an Interdepartmental Task Force”, onde atenta para os riscos de deflação em todo o mundo. A Alemanha e o Japão (este já em deflação) foram considerados países de alto risco.

economias centrais. Ademais, o balanço comercial de bens do Japão, União Européia e Ásia com os Estados Unidos revelam a dependência desses países em relação às importações norte-americanas (ver Tabela 7).

Tabela 7
Balanço comercial norte-americana de bens em milhões de dólares

	Total	União Européia	Japão	Ásia
1997	-198,119	-21,895	-57,281	-90,995
1997	-246,696	-29,915	-65,376	-121,753
1997	-346,022	-45,595	-74,806	-149,957
2000	-452,423	-57,426	-83,024	-188,263
2000	-427,215	-63,703	-70,605	-173,417
2000	-482,872	-85,029	-71,764	-196,019

Fonte: BEA.

Quanto ao Japão, os sucessivos déficits fiscais e taxas de juros por volta de zero se mostraram incapazes de promover uma recuperação dessa economia. Contudo, um iene em declínio poderia desencadear uma fuga de capital para longe de ativos japoneses, ameaçando o já frágil sistema bancário japonês. Caso isto acontecesse, os japoneses poderiam ser obrigados a se desfazerem de títulos do governo norte-americano, produzindo um “sério golpe às esperanças de recuperação da economia norte-americana no futuro próximo” (Brenner, 2003, p. 353). Ademais, um iene em queda poderia pressionar ainda mais a conta corrente norte-americana, além de pressionar os produtores do Leste Asiático como ocorreu na crise asiática de 1997 (Brenner, 2003, p. 353).

Aos países europeus pesa o Tratado de Maastrich¹⁵ e a visão neoliberal de seus formuladores de política econômica que impedem uma política fiscal contracíclica. Como mostra a Tabela 8, a dinâmica de crescimento desses países está muito ligada a suas exportações, sobretudo para os Estados Unidos. A tentativa norte-americana de reverter seus elevados déficits correntes via depreciação do dólar jogaria estas economias em um estado de baixo crescimento e fortes riscos de deflação.

(15) Limita o déficit fiscal em 3% do PIB e a dívida pública em 60% do PIB.

Tabela 8
Exportações/PIB em 2002

União Européia	34,8
França	27
Alemanha	35,5
Irlanda	93
Suécia	43,3
Luxemburgo	145,6

Fonte: Banque de France.

Pelo lado dos países asiáticos, principalmente Coréia-do-Sul, Cingapura e Taiwan cuja dependência nas exportações de tecnologia de informação e no mercado norte-americano são maiores, como ficou claro em 1999 e 2000,¹⁶ o iene e a renminbi chinesa desvalorizadas e a lenta e incerta recuperação norte-americana parecem colocar essas economias diante de uma nova crise, segundo Brenner.

Como vemos, será muito difícil promover uma correção do dólar que melhore a posição externa norte-americana, sem que tenha pesadas conseqüências para a economia internacional. A continuidade dos fluxos de capitais estrangeiros para os Estados Unidos nos períodos recentes corrobora a tese de que não há ajuste no curto e médio prazo para a dinâmica de crescimento da economia internacional. O aumento dos fluxos de capitais oficiais em 2002, como visto na Tabela 3, revela a tentativa de governos asiáticos conterem a apreciação de suas moedas para preservarem a sua fonte de crescimento: exportações para os Estados Unidos.

A continuação desse movimento, fluxos de capitais para financiar os crescentes déficits correntes norte-americano, implica em aumentar os desequilíbrios da economia mundial. Contudo, como afirmaram Tavares e Melin (p. 68), “não há mais possibilidade de falar-se em ‘reequilíbrio automático’ dos balanços de pagamentos nacionais”, devido ao impacto do câmbio em sentidos opostos no balanço comercial e na conta de capital e, principalmente porque o “desequilíbrio estrutural dos Estados Unidos tornou-se em uma precondição para a ‘estabilidade relativa’ dos mercados financeiros globalizados desde os anos 80”.

(16) As exportações de eletrônicos do Leste Asiático para os Estados Unidos aumentou entre 30 e 40% na primeira metade de 2000, ápice da bolha norte-americana das ações de alta tecnologia, afundando para 10% na segunda metade e caindo em termos absolutos em 2001. Para mais detalhes, ver Brenner (2003, p. 355).

Bibliografia

- ARISTA, Jane D'. *Flow of funds review and analysis. Financial Markets Center*. 1st quarter 2003.
- BANQUE DE FRANCE. *The Euro Area: main economic and financial indicators*. May 16, 2003.
- BERGSTEN, C. Fred. *The correction of the dollar and foreign intervention in currency markets*. Institute of International Economics, Jun. 25, 2003.
- BLECKER, Robert A. *The tickin debt bomb: why the U.S. international financial position is not sustainable*. Economic Policy Institute, Jun., 1999. (Briefing Paper).
- BRENNER, Robert. *O boom e a bolha: os Estados Unidos na economia mundial*. Rio de Janeiro: Record, 2003.
- BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS – BEA. *U. S. International Investment Position at Yearend 2002*. June 30, 2002.
- FEDERAL RESERVE. *Federal Reserve Bulletin – U.S. International Transactions*. Vários anos.
- FINANCIAL MARKET CENTER. *Flow of funds brief*. Mar. 6, 2003.
- GODLEY, W. *The US economy; a changing strategic predicament*. Strategic analysis. Feb. 2003. Disponível em: <www.levy.org>.
- OANDA. *The currency site*. Disponível em: <<http://www.oanda.com/>>.
- 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.
- TILLE, Cédric. The impact of exchange rate movements on U.S. foreign debt. *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, v. 9, n. 1, Jan. 2003.
- WRAY, Randall. *Can the expansion be sustained? A Minskian view*. Policy Note 2000/5. Disponível em: <www.levy.org>.