

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**EVOLUÇÃO E PERSISTÊNCIA DOS DESEQUILÍBRIOS DAS  
CONTAS CORRENTES NO MUNDO**

Felipe Gottlieb

Nº. de Matrícula: 0512835

Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia

Novembro de 2008

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**EVOLUÇÃO E PERSISTÊNCIA DOS DESEQUILÍBRIOS DAS  
CONTAS CORRENTES NO MUNDO**

---

Felipe Gottlieb

Nº. de Matrícula: 0512835

Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia

Novembro de 2008

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

## **AGRADECIMENTOS**

Eu gostaria de agradecer ao professor Márcio Garcia, que não apenas me orientou nessa monografia, como sempre esteve disponível para tirar qualquer dúvida, mesmo nos finais de semana, com muita disposição, rapidez e inteligência.

Gostaria de agradecer à Julia Wrobel Folescu, minha namorada, pela compreensão, apoio e ajuda sempre que precisei ao longo de todo o curso da graduação.

Não posso deixar de agradecer à minha família, pelo apoio e incentivo desde o vestibular até a minha formatura.

Também gostaria de agradecer aos meus amigos do Ventura que me ajudaram muito na confecção dessa monografia. Especialmente à Laura Souza (sempre disposta ajudar, não importando a hora), ao Thiago Scher, ao Caio Neves, ao Thomas Wu e à Mariana de Biase.

## ÍNDICE

I – INTRODUÇÃO.....	6
II – REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	
II. 1 – INTRODUÇÃO.....	8
II. 2 – THE BLIND MEN AND THE ELEPHANT, Barry Eichengreen (2006) .....	8
II. 3 – THE UNSUSTAINABLE U.S. CURRENT ACCOUNT POSITION REVISTED, Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff (2005).....	11
II. 4 – AN EQUILIBRIUM MODEL OF “GLOBAL IMBALANCES” AND LOW INTEREST RATES, Ricardo J. Caballero, Emmanuel Farhi e Pierre-Olivier Gourinchas (2006).....	13
II. 5 – THE U.S. CURRENT ACCOUNT AND THE DOLLAR, Olivier Blanchard, Francesco Giavazzi e Filipa Sa (2005).....	14
II. 6 – U.S. AND GLOBAL IMBALANCES: CAN DARK MATTER PREVENT A BIG BANG?, Ricardo Hausmann e Frederico Sturzenegger (2005).....	16
III – EVIDÊNCIA EMPÍRICA	
III. 1 – O QUE OCORREU ATÉ 2006	
III.1.1 – EXCESSO DE POUPANÇA.....	19
III.1.2 – EXCESSO DE GASTOS.....	20
III.2 – O QUE OCORREU A PARTIR DE 2006.....	22
III.3 – COMPARANDO AS PREVISÕES DOS ARTIGOS COM A EVIDÊNCIA EMPÍRICA.....	24
IV – O QUE ESPERAR DO FUTURO.....	28
V – MODELOS DE PREVISÃO DA BALANÇA COMERCIAL E CONTA CORRENTE DOS EUA	
V.1 – INTRODUÇÃO.....	35

	5
V.2 – BALANÇA COMERCIAL.....	36
V.3 – CONTA CORRENTE.....	37
V.4 – DIFERENTES CENÁRIOS.....	39
V.5 – O PREÇO DO PETRÓLEO.....	42
VI – CONCLUSÃO.....	48
VII – REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA.....	49

## **I - INTRODUÇÃO**

A conta corrente dos EUA exerce grande influência sobre a demanda mundial e os Balanços de Pagamentos de diversos países. Desde 1990 este país apresenta grande déficit, alcançando aproximadamente 6.5 por cento do seu PIB em 2005. Surgiram diversas teorias para justificá-lo e projetar a evolução dessa importante variável macroeconômica. Recentemente, observamos uma redução desse movimento. Em 2007 foi constatado aproximadamente 4.8 por cento. Seria um ponto de inflexão ou um mínimo?

Muitos economistas acreditam que este desequilíbrio é insustentável. Outros defendem que um país pode ter déficit para financiar seu crescimento desde que possua fluxos de investimento suficientemente vigorosos. Esta hipótese pôde ser sustentada pelo fato do mundo ter crescido de forma relativamente estável, mesmo com choques como o de onze de setembro, a Guerra do Iraque e o Furacão Katrina.

Na última década alguns países emergentes cresceram substancialmente via exportação para os Estados Unidos, devido ao câmbio depreciado e aos baixos custos de produção. Eles produziam para a demanda estrangeira e financiavam o déficit que causavam via investimentos em ativos norte-americanos. A China, por exemplo, acumulou aproximadamente 1,9 trilhões de dólares de reservas internacionais até setembro de 2008. Esse modelo promoveu um grande aumento de riqueza e desenvolvimento no mundo subdesenvolvido (especialmente asiático).

Esses desequilíbrios de conta corrente foram impulsionados por uma política monetária expansionista, aumento do consumo e retração da poupança dos EUA. Além do aumento da liquidez internacional, excesso de poupança asiática e apreciação do dólar. No entanto alguns desses fatores já ensaiam uma reversão. O dólar se depreciou muito nessa década (de janeiro de 2001 a abril de 2008 a perda foi de quase 70 por cento frente ao euro e 34 em relação à libra), os excessos de consumo e investimento dos EUA geraram bolhas em sua economia, provocando incertezas, perda de riqueza e expectativas de baixo (ou negativo) crescimento.

A partir de 2006 o déficit da conta corrente norte-americana começou a se recuperar. A depreciação do dólar aumentou a competitividade dos produtos norte-americanos e melhorou o saldo de sua balança comercial (se excluirmos as transações de petróleo, ele evoluiu quase 33 por cento de 2005 a 2007, partindo de um déficit de

aproximadamente 40 bilhões de dólares para 26, ao passo que sua conta corrente evoluiu 20 por cento). Com o estouro das bolhas nos mercados acionário, financeiro e imobiliário o crescimento norte-americano deve ficar comprometido. O mundo também deve crescer menos, reduzindo os preços das commodities, o que favorece os termos de troca dos Estados Unidos. Por outro lado, o dólar está se apreciando esse ano, aproximadamente 20% com relação ao Euro e 25% à libra desde julho de 2008. Como se comportarão as contas externas norte-americanas em um cenário diferente e que muda rapidamente?

Essa é uma questão chave para a economia mundial. Ela afeta o produto e o equilíbrio externo de todo o mundo. A recuperação da posição dos EUA no comércio internacional já gerou impactos negativos nos Balanços de Pagamentos de muitos países e, se ela persistir, seus efeitos serão muito maiores. O Brasil, por exemplo, deixou de ter um superávit de conta corrente de 1.85 por cento do PIB em 2005 para ter um déficit de 0.60 em março de 2008 (a Grã-Bretanha tinha um déficit de aproximadamente 1 por cento do seu PIB em 2003 e registrou 4.32 em 2007 entre outros casos). Além disso, há uma redução da demanda mundial que compromete o crescimento de diversos países.

Essa monografia consiste em quatro partes. Na primeira apresentaremos algumas teorias desenvolvidas para explicar a formação do significativo déficit dos EUA nas últimas décadas. Na segunda, as testaremos empiricamente. Após isso, tentaremos prever o comportamento da economia no futuro. Por último, procuraremos, através de um modelo, estimar as contas externas norte-americanas nos próximos anos, dadas as nossas previsões e o estudo do que ocorreu no passado.

## II – BILIOGRAFIA ECONÔMICA RECENTE

### II. 1 – INTRODUÇÃO

O primeiro capítulo dessa monografia consiste em breves resumos da literatura econômica que surgiu na última década visando explicar a formação do déficit em conta corrente dos EUA e sua trajetória nos próximos anos.

Para entendê-las melhor é bom ter em perspectiva algumas equações macroeconômicas básicas. O produto de um país é constituído por seu consumo (C), investimento (I), gastos do governo (G) e exportações líquidas, exportações menos importações (X – M). O déficit em conta corrente pode ser explicado como excesso de consumo de bens importáveis (C<sup>M</sup>) e exportáveis (C<sup>X</sup>) em relação à produção desses bens (P<sup>M</sup> + P<sup>X</sup>), como excesso de investimento sobre a poupança ou como excesso de consumo dos bens “tradables” sobre a produção doméstica destes.

$$Y = C + I + G + X - M$$

$$M - X = C + I + G - Y$$

$$X = P^X - C^X$$

$$M = C^M - P^M$$

$$M - X = (C^M + C^X) - (P^M + P^X)$$

$$M - X = I - S$$

$$M - X = C^T - P^T$$

### II. 2 – THE BLIND MEN AND THE ELEPHANT, Barry Eichengreen (2006)

Os Estados Unidos têm baixa taxa de poupança (s) e registraram ganhos de produtividade nos últimos anos, atraindo capital estrangeiro. Alguns países asiáticos cresceram significativamente, baseados em taxas de câmbio desvalorizadas, exportações crescentes (para atender a demanda de países como os EUA, onde as importações

aumentaram), altas taxas de poupança e grande aversão ao risco (após a crise no final da década de 1990). Assim, foi constituído um sistema global onde os asiáticos exportam para suprir o excesso de demanda dos norte-americanos e investem seus lucros em títulos de empresas ou do governo dos EUA. Eles crescem gerando déficit em conta corrente dos Estados Unidos, mas financiam o saldo negativo que geram.

A persistência desse déficit tem quatro interpretações. O autor parte da equação abaixo para explicar as possíveis sustentações desse sistema. A partir dela ele explica que o saldo negativo das contas externas norte-americanas pode ocorrer devido a alterações em uma das variáveis dessa equação, em cada interpretação um choque é enfatizado.

$$S^{\text{EUA}} - I^{\text{EUA}} = I^* - S^*$$

$S^{\text{EUA}}$ : poupança dos Estados Unidos

$I^{\text{EUA}}$ : investimento dos Estados Unidos

$I^*$ : investimento do resto do mundo

$S^*$ : poupança do resto do mundo

A primeira interpretação defende que há uma poupança deficiente dos EUA, sendo esta a causa principal do déficit. Segundo dados do FMI a poupança norte-americana caiu muito entre 1983 e 2000, devido ao aumento de gastos públicos, gerando déficits gêmeos. Com isso, deveríamos observar um aumento das taxas de juros para atrair poupança de outros países (já que ele possui dívidas, déficit fiscal e em conta corrente, implicando menor capacidade de honrar seus compromissos). No entanto, as taxas de juros dos EUA permaneceram baixas nesse período, devido à crescente credibilidade do Fed. Quando os preços começaram a cair ele reduziu os juros reduzindo a percepção de risco da economia, moderando os ciclos econômicos. Dessa forma, o risco da economia e os juros reais também caíram.

A segunda foca no aumento da atratividade de investimentos nos EUA, causando um choque positivo sobre eles. As grandes flexibilidades da mão-de-obra, capital e mercados deste país levaram a um aumento de produtividade desta economia na década de 1990 maior que dos outros países, com isso, suas empresas cresceram e os índices de ações registraram ganhos. Ademais, havia grande disponibilidade de capital

estrangeiro e o desenvolvimento de tecnologias de informação e comunicação, possibilitando ganhos de eficiência e oportunidades de investimento. Assim os Estados Unidos registraram grande déficit em conta corrente, passaram a consumir mais que produziam. Eles eram financiados pela entrada de capital estrangeiro e pelos lucros extraordinários de seus investimentos.

A terceira interpretação ressalta a redução das taxas de juros mundiais e o aumento da liquidez internacional. Os aumentos da população e renda dos países asiáticos em desenvolvimento levaram a um aumento de suas poupanças. Em alguns, isso se deu de forma forçada (a oferta de bens de consumo chinesa, por exemplo, era limitada e suas intermediações financeiras pouco desenvolvidas), em outros por questões históricas e culturais. Países exportadores de petróleo, como os do Oriente Médio, obtiveram lucros grandes com o aumento dos preços desta commodity, parte deles foi mantida em forma de poupança. Além disso, muitas empresas de países desenvolvidos cresceram rapidamente, obtendo expansão de seus lucros o que resultou em aumento de poupança destes países (devido, principalmente, à velocidade deste movimento). Assim a liquidez internacional aumentou e investidores passaram a comprar ativos dos Estados Unidos, em busca de oportunidades de ganho para seu capital, como esse incremento foi muito grande, os juros caíram. Dessa forma, os norte-americanos se depararam com baixos incentivos a poupar e seu consumo aumentou.

A última interpretação foca na redução dos investimentos estrangeiros após a crise asiática nos anos 1997 e 1998. Os governos dos países deste continente (exceto o japonês e chinês) mudaram as políticas adotadas anteriormente de fomento ao investimento agressivo para priorizar o acúmulo de reservas via superávit de conta corrente, reduzindo a dependência de capital estrangeiro. Estes países passaram a manter suas moedas desvalorizadas para estimular as exportações sustentando seu crescimento. Assim, os EUA passaram a acumular consistentemente déficits em suas contas externas. No entanto, como o sistema financeiro norte-americano é mais eficiente, a poupança asiática é exportada para os Estados Unidos (sob a forma de títulos públicos e privados), este a utiliza para financiar investimentos (no próprio país e em outros, como os asiáticos).

O autor finaliza o artigo fazendo algumas projeções. Ele defende que todos os fatores explicados anteriormente ocorreram, levando a persistência do déficit em conta

corrente e da balança comercial dos EUA. Mas o apetite por investimento em ativos norte-americanos e o aumento de produtividade dos EUA não são permanentes, logo acredita que ocorrerá um ajuste nessa conjuntura. Ele defende que isso ocorrerá com o crescimento asiático, demandando investimentos estruturais (como em saúde, educação entre outros) reduzindo o excesso de investimento estrangeiro. Assim os EUA serão forçados a reduzir seus investimentos e aumentar sua poupança. Além disso, ele também acredita que, em algum momento, os estrangeiros acharão que o déficit norte-americano e suas dívidas são insustentáveis, nesse estágio eles venderão seus ativos em dólares. Assim os preços destes cairão, o dólar depreciará e o medo de ter inflação, via repasse de preços, levará os Estados Unidos a aumentarem suas taxas de juros, prejudicando seu crescimento e melhorando o saldo das contas externas norte-americanas.

### **II. 3 – THE UNSUSTAINABLE U.S. CURRENT ACCOUNT POSITION REVISITED, Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff (2005)**

Os autores desse artigo defendem um ajuste da conta corrente dos EUA, cujo déficit era de 6 por cento do PIB. Isso se daria via depreciação do dólar de pelo menos 30 por cento da taxa de câmbio nominal ou de 20 a 25 por cento da real (se a depreciação ocorresse rapidamente ela poderia ser maior, por não ter seus impactos consolidados, poderia haver um “overshooting”). Mesmo reconhecendo que houve um processo de expansão do mercado de capitais permitindo aos Estados Unidos registrarem grandes déficits e uma moeda apreciada, eles acreditam que esse efeito apenas adia o ajuste, que é inevitável.

Os EUA são um país grande (seu PIB consiste em, aproximadamente, 22 por cento do PIB mundial). Isso implica que para reduzir seu déficit em conta corrente, a dinâmica de preços (efeitos de uma variação da taxa de câmbio do país) que promoverá a redução do seu consumo de bens não comercializáveis também deve gerar um aumento do consumo desses bens pelo resto do mundo. Logo, o dólar deve depreciar-se ainda mais que se o país fosse pequeno. Outro fator que contribui para esse movimento é que a maior parte do consumo de um país é constituída de bens não comercializáveis.

Dessa forma, o ajuste dos bens comercializáveis, necessário para equilibrar as contas externas, é maior.

A depreciação do dólar causaria um choque positivo para a dívida externa dos EUA (pois ele emite títulos em dólar e com retornos menores que os investimentos que faz em outros países). Mas esse seria apenas um choque secundário, pois o mais importante seria o impacto sobre sua balança comercial (embora seja minorado devido ao “home bias” dos consumidores de bens “tradables”). O maior determinante do câmbio e das contas correntes é o mercado de bens e não o de capital. Além disso, a economia norte-americana sofreria efeitos adversos de uma redução de consumo de bens tradables, política fiscal deficitária, bolha imobiliária, baixas taxas de poupança e do aumento dos custos de sua dívida pública.

Na década de 1990 o déficit da conta corrente norte-americana era oriundo de grandes níveis de investimento. Em 2000 e, especialmente, em 2001 o investimento e a poupança dos EUA sofreram reduções significativas, não havendo melhora das contas externas para financiar o crescente déficit fiscal que este país registrou nos anos subsequentes. Ademais, houve um incremento de riqueza devido ao boom das ações e do mercado imobiliário que foram acompanhados de um aumento de consumo e baixas taxas de poupança (os países asiáticos passaram a acumular reservas e exportar poupança para os EUA que exportava consumo).

O artigo mostra empiricamente que mesmo se houvesse um choque significativo na taxa de câmbio real dos EUA, seu déficit seria reduzido apenas em um terço. A maior parte do ajuste deve ocorrer devido a choques de poupança e produtividade. Alguns choques potenciais seriam um aumento da poupança dos EUA devido a uma desaceleração (ou fim) da apreciação de seus ativos (como ocorreria se estourasse a bolha imobiliária), redução da poupança de alguns países asiáticos (como o Japão devido ao envelhecimento de sua população e menor propensão a poupar dos mais novos), diversificação das carteiras de investimento dos países que acumularam reservas ou um aumento do investimento nesses países.

## **II. 4 – AN EQUILIBRIUM MODEL OF “GLOBAL IMBALANCES” AND LOW INTEREST RATES, Ricardo J. Caballero, Emmanuel Farhi e Pierre-Olivier Gourinchas (2006)**

Os autores desse artigo acreditam que ocorreram três fatos importantes para a macroeconomia global nos últimos anos: crescimento do déficit da conta corrente dos EUA (e superávit de países emergentes, especialmente asiáticos), redução das taxas de juros reais e aumento da importância dos ativos norte-americanos nas carteiras de investimento do resto do mundo. A visão tradicional (que vimos em outros artigos) explica o primeiro fato, mas ignora o segundo e trata o terceiro como uma anomalia, que deve sofrer um ajuste para voltar ao equilíbrio. Já esse artigo, defende que pode ocorrer uma reversão se houver um choque importante que mude os fundamentos da economia, mas esse ajuste não ocorrerá apenas para corrigir uma anormalidade.

Eles desenvolvem um modelo que explica como esses três fatos constituem um equilíbrio de duas forças: diferentes crescimentos potenciais e capacidades de gerar ativos financeiros a partir de investimentos reais (instrumentos financeiros, diferentes qualidades desses oferecidos aos poupadores) de regiões distintas. O mundo é dividido em três grupos: o primeiro é formado pelos EUA, Grã-Bretanha e Austrália, o segundo pela zona do Euro e Japão e o último, pelo resto do mundo. O primeiro tem boa capacidade de crescimento e mercados financeiros desenvolvidos, o segundo tem pouca capacidade de crescimento e mercados financeiros desenvolvidos, já o terceiro tem excepcional capacidade de crescimento, mas seu mercado financeiro não é desenvolvido.

O segundo grupo compete com o primeiro na produção de ativos financeiros, mas tem desvantagem por apresentar crescimento potencial menor. O terceiro tem possibilidade de crescimento maior que os outros dois, demandando ativos financeiros. Por isso, os países do primeiro grupo recebem grandes e persistentes fluxos de capital, possibilitando grandes déficits de suas contas correntes.

Países com crescimento menor sofrem uma depreciação dos preços de seus ativos, gerando um efeito adverso sobre a sua riqueza, o que reduz a demanda interna e os juros. Como a resposta do consumo é mais rápida que a da renda, ele obtém melhora no saldo de sua conta corrente (se partirmos de um equilíbrio, eles obtém superávit). Já

os países com crescimento maior sofrem o inverso, eles sofrem uma apreciação de seus ativos e os juros pagos por seus títulos aumentam em relação aos de outros países (que reduziram juros), aumentando seu consumo, logo absorvem o superávit dos outros obtendo um déficit de sua conta corrente. Em contrapartida, os retornos maiores dos ativos do primeiro grupo atraem investimentos do segundo que financiam o déficit gerado. Enquanto isso, o resto do mundo tem grande crescimento potencial gerando renda aos poupadores e, como não possuem grande capacidade de gerar instrumentos financeiros desenvolvidos, compram ativos dos primeiros grupos (especialmente do primeiro, alimentando ainda mais os fluxos de capital para este).

Os autores focam no equilíbrio dos mercados financeiros globais e nas relações de países com capacidades distintas e não nos choques que as economias sofrerão para ajustar os desequilíbrios de suas contas externas. Eles desenvolveram um modelo para explicar porque esse equilíbrio é sustentável e, desde que não haja obstáculos aos investimentos diretos em outros países (se os EUA puderem investir em outros países com o capital que recebem, obtendo lucros maiores que o que pagam pelo capital), os déficits de conta corrente são permanentes.

## **II. 5 – THE U.S. CURRENT ACCOUNT AND THE DOLLAR, Olivier Blanchard, Francesco Giavazzi e Filipa Sa (2005)**

Nesse artigo, os autores defendem que os déficits da conta corrente dos EUA se baseiam em duas grandes forças: aumento da demanda dos norte-americanos por bens estrangeiros (devido ao crescimento maior dos Estados Unidos que do resto do mundo e da substituição da demanda doméstica por bens norte-americanos para bens importados) e de estrangeiros por ativos dos EUA. Esses movimentos foram acompanhados por uma apreciação do dólar até 2001 e depreciação desde então. O artigo tenta explicar e mostrar através de um modelo que o dólar ainda se depreciará mais em relação às moedas japonesa, chinesa e, provavelmente, à do Bloco Comum Europeu.

Em equilíbrio, o déficit da conta corrente de um país deve igualar a poupança deste (em termos absolutos). Assim para reduzir o desequilíbrio externo, mantendo o produto estável, os EUA devem sofrer uma depreciação de sua moeda e tomar medidas

para aumentar a poupança doméstica (como reduzir o déficit fiscal). É preciso que ocorram esses dois processos, eles não são substitutos e sim complementares.

A dívida líquida de um país tem relação dúbia com sua conta corrente. Por um lado, ela implica maiores pagamentos de juros, reduzindo seu saldo. Por outro, quanto maior a dívida líquida, menor a demanda por ativos deste país, levando a uma depreciação de sua moeda, aumentando o saldo da balança comercial. Mas o segundo efeito domina o primeiro, tornando o resultado positivo para o equilíbrio externo, principalmente se os juros pagos por essa dívida são baixos (como é o caso dos EUA), minorando o efeito de seus pagamentos.

Com o aumento do déficit da conta corrente e do endividamento dos EUA, os autores previam que os investidores estrangeiros não mais demandariam ativos norte-americanos. Haveria uma depreciação de 65 por cento do dólar e redução do déficit da balança comercial norte-americana para 0,7 por cento do PIB, quando o país alcançaria o equilíbrio. Essa depreciação transformá-lo-ia em credor líquido, recebendo juros que seriam suficientes para pagar esse déficit, mantendo a conta corrente equilibrada. No entanto, se considerarmos um crescimento maior que zero (a estimativa anterior foi feita com a economia em “steady state”) como 4 por cento, por exemplo, e uma razão constante de dívida em relação ao PIB de 25 por cento, a economia se equilibraria com um déficit em conta corrente de 1 por cento do PIB e depreciação de 10 por cento (se a dívida líquida aumentasse essa depreciação seria maior).

As preferências dos investidores por ativos norte-americanos, em dólar, têm efeito temporário positivo sobre essa moeda. A percepção de risco desses ativos é menor devido à posição de destaque da economia dos EUA e à credibilidade de seu governo, isso pode levar a uma apreciação de sua moeda no curto prazo. Após esse primeiro movimento o país sofreria grande perda de competitividade que faria com que os estrangeiros não quisessem manter ativos em dólar, gerando uma depreciação ainda maior dessa moeda.

## **II. 6 – U.S. AND GLOBAL IMBALANCES: CAN DARK MATTER PREVENT A BIG BANG?, Ricardo Hausmann e Frederico Sturzenegger (2005)**

Muitos economistas acreditam que os investidores estrangeiros não demandarão mais ativos norte-americanos devido à persistência e ao aumento do seu déficit em conta corrente e de sua dívida. Dessa forma, haveria uma depreciação do dólar e aumento das taxas de juros, visando atrair capital para os EUA. Assim, a conta corrente desse país se recuperaria e haveria uma recessão mundial.

Mas a evidência empírica das últimas décadas mostra que a demanda por ativos norte-americanos cresce progressivamente e as taxas de juros permanecem baixas. Com base nessa observação os autores desse artigo concluem que a visão de que o mundo passará por um ajuste inevitável é equivocada. A partir disso eles procuram investigar as causas do déficit da conta corrente dos EUA e porque ela não constitui um desequilíbrio que deve ser ajustado, uma anomalia.

Os Estados Unidos possuem menos ativos estrangeiros que os investidores do resto do mundo possuem de ativos norte-americanos. Pela teoria tradicional isso implicaria em maior pagamento dos serviços da dívida, levando a um crescimento do seu déficit em conta corrente. Mas como os juros pagos pelos seus ativos em poder de estrangeiros são significativamente menores que o retorno de seus investimentos, eles podem se endividar sem incorrer na piora de suas contas externas. Assim os investidores não desconfiam da capacidade do país de honrar sua dívida, não há pressão sobre o dólar ou necessidade de elevar os juros, evitando uma recessão e a recuperação de sua conta corrente.

Como os EUA recebem pagamentos por sua posição líquida de ativos financeiros é como se ele fosse um credor, e não devedor, como na leitura tradicional. Os autores chamam essa diferença de “dark matter”. Eles interpretam-na como se os Estados Unidos possuíssem ativos estrangeiros que geram rendimento, mas que não são contabilizados.

O retorno das aplicações dos EUA é maior que o dos estrangeiros devido aos ganhos de capital dos investimentos norte-americanos e às taxas de juros pagas pelos títulos do governo dos Estados Unidos serem mais baixas que as dos outros. Isso ocorre devido à maior produtividade de seus investimentos diretos (com maior “know-how”,

educação e pesquisa), maior liquidez e menor risco dos seus ativos (pois o país possui maior credibilidade, o mercado secundário de seus títulos é maior, e o lançamento de suas dívidas é feito em sua própria moeda, permitindo a emissão de divisas para pagá-las). Os EUA são exportadores de conhecimento, liquidez, e seguro. Com o aprofundamento dos mercados financeiros e com a globalização, esses serviços valorizaram-se muito nas últimas décadas, produzindo “dark matter”.

Se considerarmos o “dark matter” exportado pelos EUA, eles não são devedores líquidos e sim credores, sua poupança é maior (e a do resto do mundo é menor) que a analisada pela interpretação tradicional e o mundo está em equilíbrio (os países têm saldos de conta corrente e dívidas pequenas como proporção do PIB). Essa situação deve persistir, a economia não deve sofrer grandes ajustes, pois as sustentações do excesso de retorno dos norte-americanos em relação ao resto do mundo são estáveis (e não transitórias, como seriam se elas se baseassem em vantagens comparativas de taxas de câmbio depreciadas, por exemplo).

### **III – EVIDÊNCIA EMPÍRICA**

#### **III. 1 – O QUE OCORREU ATÉ 2006**

Da década de 1970 até 2006, quando ocorria um choque importante (como os dois choques do petróleo, a crise da América Latina, da Ásia e a bolha das empresas de tecnologia), o déficit da conta corrente dos EUA aumentava. Dessa forma, eles atendiam a demanda do resto do mundo e evitavam uma grande recessão global. Eles contribuíam para a redução das oscilações do produto mundial.

Nesse processo o dólar tinha um papel fundamental. Em momentos de crise, a demanda por ele aumentava, apreciando-o, provocando desvantagens comparativas para os produtores norte-americanos. Assim os EUA obtinham um déficit em sua conta corrente (exportavam dólares ao resto do mundo). Quando a economia mundial se estabilizava, investidores vendiam os dólares acumulados para comprar moedas com juros mais altos ou aplicar em investimentos de rentabilidade maior, o dólar depreciava e a conta corrente dos EUA se recuperava.

As contas externas dos EUA atuavam como estabilizadores da economia mundial. Quando havia deterioração delas, o mundo crescia, e quando elas melhoravam os outros países estagnavam. Esse efeito era similar a uma expansão da oferta de moeda mundial, amenizando os desvios do produto global de seu potencial. Quando a conta corrente dos Estados Unidos se deteriorava, havia expansão da oferta de dólares gerando crescimento, quando ela melhorava, havia retração da oferta de dólares causando recessão e quedas dos preços dos ativos.

Da década de 1990 até recentemente houve um aprofundamento do déficit da conta corrente dos Estados Unidos financiado por superávits de alguns países do Oriente Médio, China, Japão, entre outros. Isto ocorreu devido a dois fatores principais: excesso de poupança destes e de gastos dos EUA. Esses dois movimentos ocorreram simultaneamente gerando um sistema baseado nos desequilíbrios crescentes das contas externas dos países evitando uma recessão mundial. Mas, no longo-prazo, esta situação é insustentável.

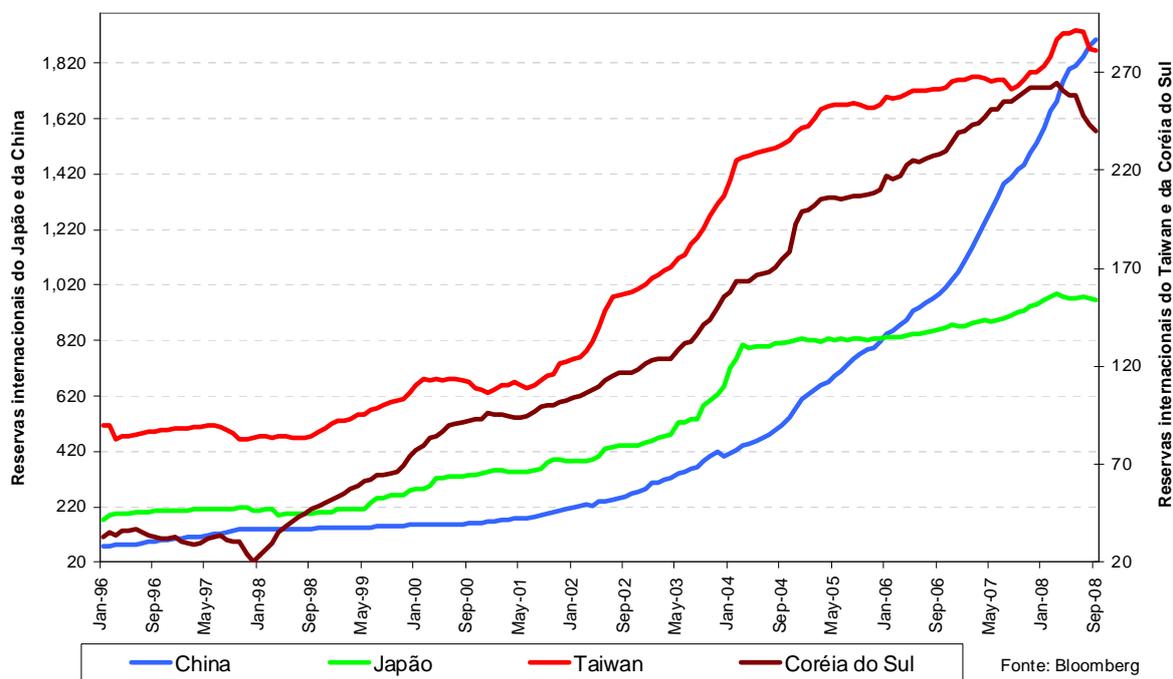
### III.1.1 – EXCESSO DE POUPANÇA

Alguns países asiáticos têm preferências por poupar maiores que os EUA. Isso ocorre devido a questões culturais, históricas (crises, guerras) e à ausência de sistemas de previdência e saúde pública desenvolvidos. Assim, eles possuem alta propensão marginal a poupar.

A renda desses países cresceu muito nas últimas décadas. Seu crescimento foi impulsionado pelo aumento das exportações, promovendo grandes superávits de suas balanças comerciais. A globalização e as diferenças dos custos de produção de países distintos geraram mudanças dos padrões de consumo mundiais. As pessoas passaram a comprar mais bens produzidos com salários mais baixos, países desenvolvidos tiveram suas importações aumentadas e os poupadores emergentes asiáticos continuaram consumindo bens domésticos. Esses países, que aumentaram suas exportações e sua importância econômica, não deixaram suas moedas apreciarem (imprimiram moeda e compraram dólares) para manter sua vantagem comparativa, acumulando reservas, sustentando seu crescimento e saldos elevados de suas contas externas.

O grande acúmulo de reservas desses países, aliado ao incremento de suas poupanças privadas (já que a renda disponível aumentou e eles possuem alta propensão marginal a poupar) geraram uma expansão da liquidez internacional. Como o governo norte-americano possui grande credibilidade e ele pode se endividar em sua própria moeda (risco de inadimplência é muito baixo), os EUA receberam enorme fluxo de capital. O aumento da disponibilidade de capital levou a queda das taxas de juros, apreciação do dólar e déficits da conta corrente dos Estados Unidos.

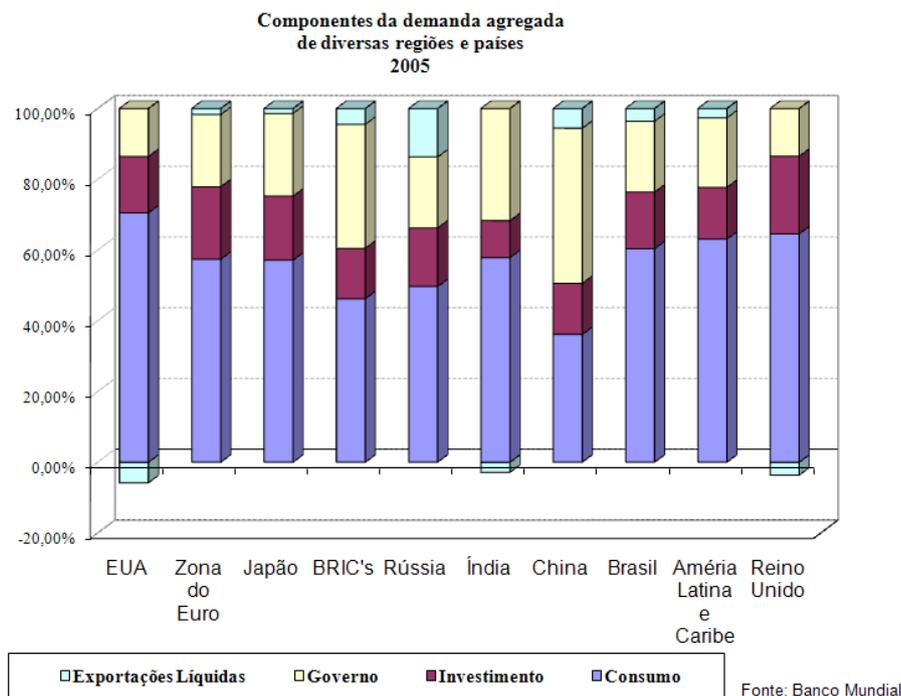
Reservas internacionais (em bilhões de dólares)  
Jan/1996 a Set/2008



### III.1.2 – EXCESSO DE GASTOS

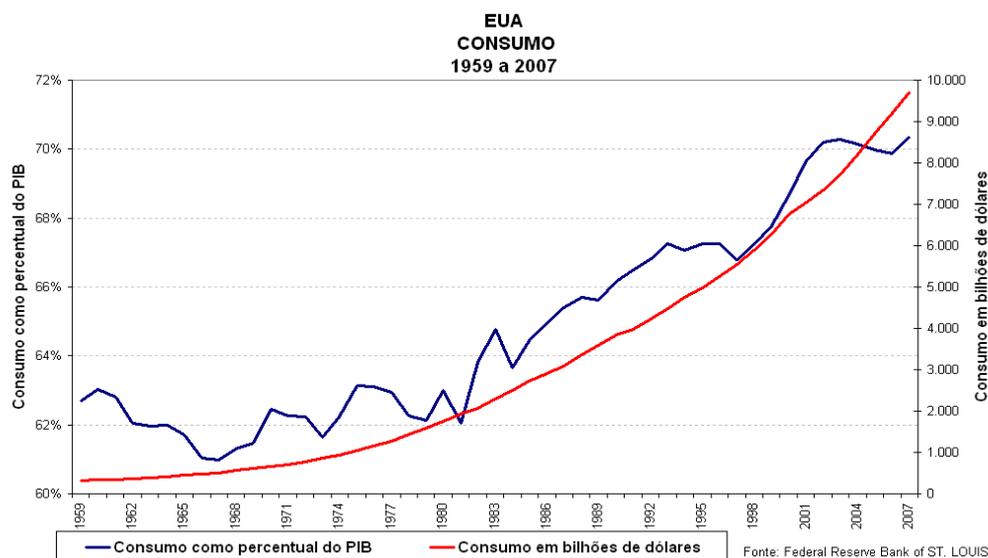
Houve, simultaneamente, excesso de poupança de países asiáticos e de gastos dos Estados Unidos, no entanto, o principal causador dos desequilíbrios externos foi o segundo. A poupança dos outros países consiste mais em um resultado da política monetária dos EUA, tendo um efeito passivo, que um risco potencial de recessão a ser neutralizado pelo consumo do resto do mundo, tendo um efeito ativo.

A política monetária norte-americana expansionista e as expectativas de inflação baixa no futuro levaram a taxas de juros reais pequenas. Assim, houve um rápido crescimento do consumo e redução da poupança interna. Esse excesso de gastos foi financiado pelos países poupadores gerando grandes déficits da conta corrente dos EUA.



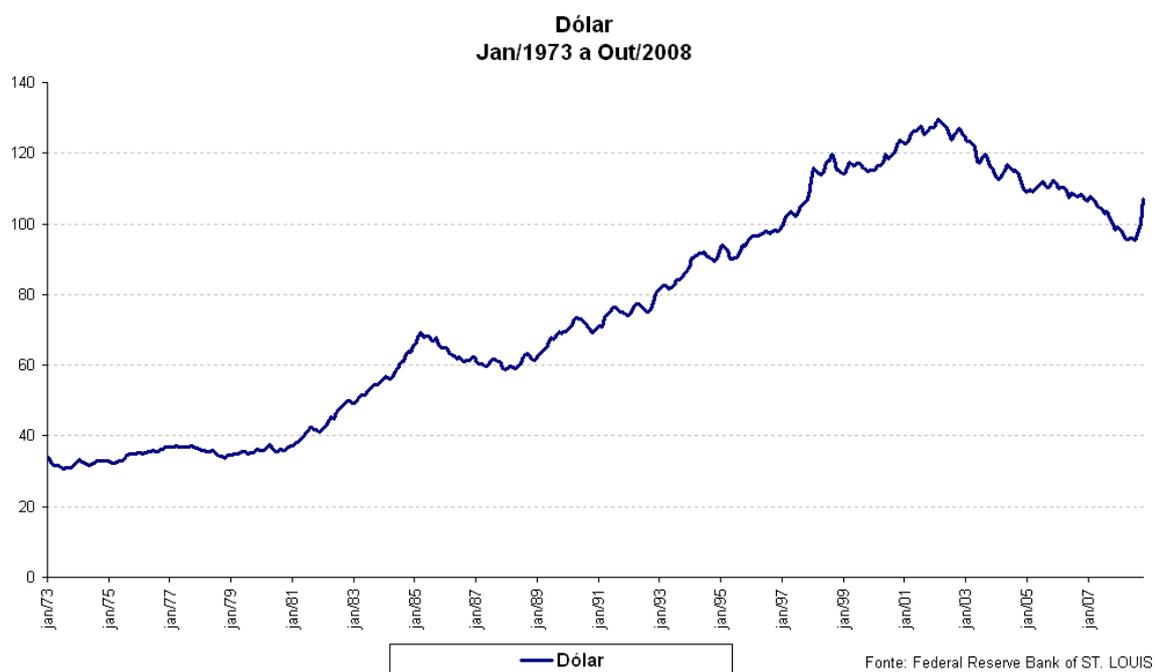
Pelo gráfico acima podemos ver que os Estados Unidos consomem mais em proporção ao seu PIB que os outros países, o Reino Unido também possui essa característica. Eles têm déficit de suas exportações líquidas viabilizando o excesso de consumo. Enquanto isso, países como a China, consomem pouco, gerando maior poupança. Esses dados são de 2005, mas essa diferença ainda não mudou consideravelmente.

O mundo permaneceu equilibrado, registrando crescimento e estabilidade, baseado nos desequilíbrios externos individuais. No entanto, essa situação é temporária. No longo prazo, não é possível manter a demanda doméstica de um país maior que o seu produto.



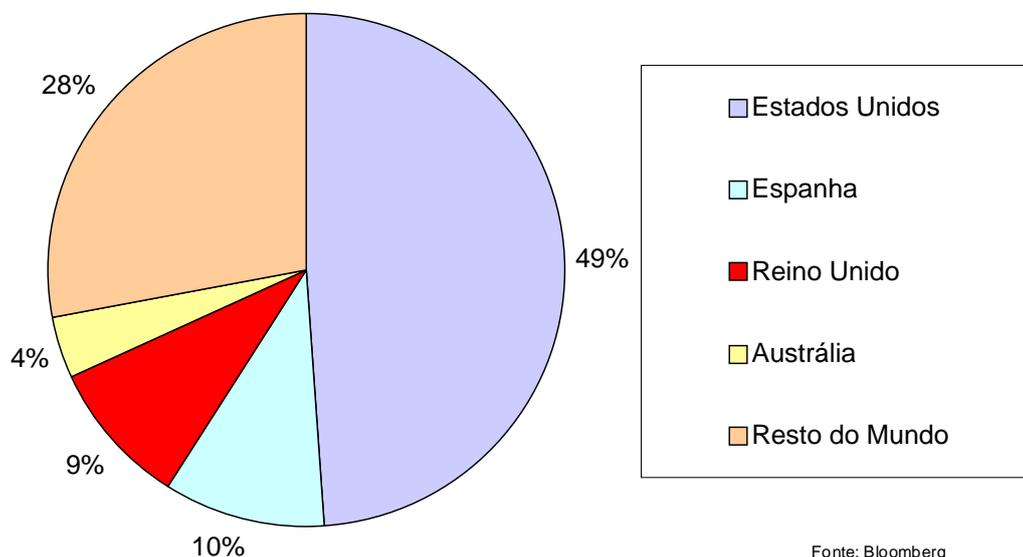
### III.2 – O QUE OCORREU A PARTIR DE 2006

O dólar apreciou-se até 2002 e a partir dessa data iniciou um processo de depreciação. Esse ano começou a se recuperar. O gráfico abaixo mostra o comportamento da taxa de câmbio nominal ponderada dos EUA. Ela utiliza pesos de diversas moedas ponderados pelo volume de transações desses países com os Estados Unidos. Quando o índice sobe, o dólar aprecia em relação às outras.



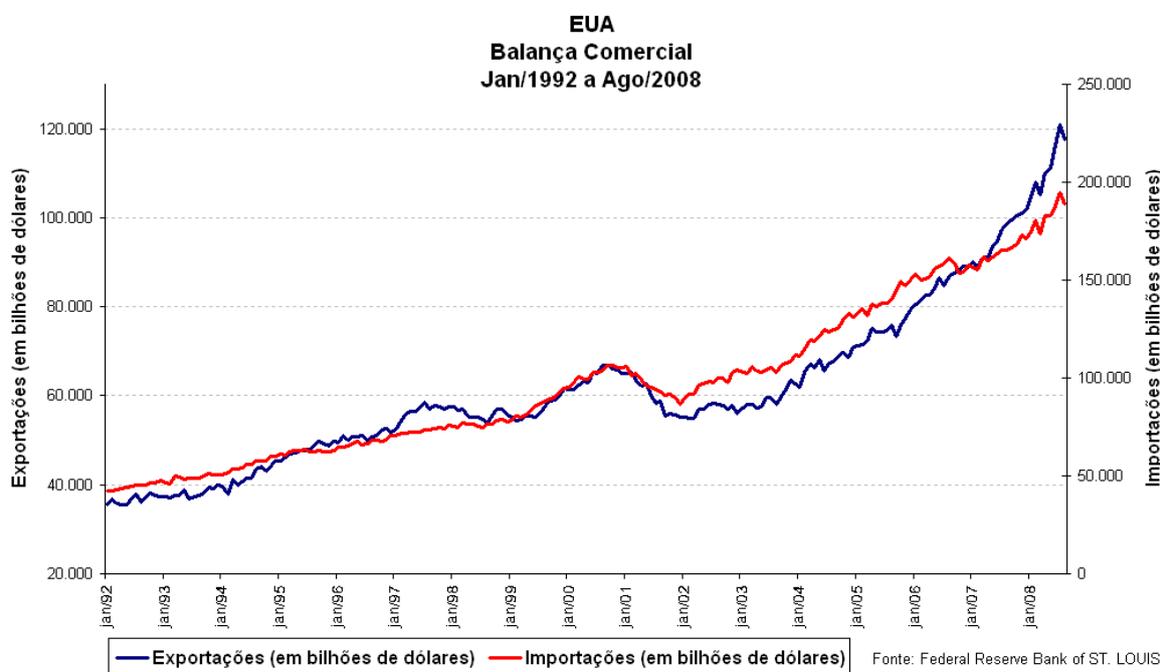
O sistema baseado nos desequilíbrios das contas externas de países distintos persistiu por muitos anos, contribuindo para a formação de grandes bolhas nos mercados norte-americanos (imobiliário, financeiro e acionário). Houve distorções dos preços de seus ativos, excesso de liquidez e endividamento exagerado, levando a um consumo excessivo. Assim, este país registrou grandes déficits de sua conta corrente produzindo significativos superávits nas contas dos países com altas taxas de poupança.

**Percentual do total do déficit da conta corrente mundial  
de cada país  
2007**



Podemos ver no gráfico acima quanto os países mais deficitários registraram de saldo de suas contas correntes em proporção ao total. Estados Unidos, Espanha, Reino Unido e Austrália registraram, em 2007, 72% dos déficits de todo o mundo. Eles estão sofrendo crises imobiliárias. Esse setor é particularmente propenso a choque e bolhas, pois há um componente de profecia auto-realizável. Quando os preços dos imóveis sobem, as pessoas se sentem mais ricas e consomem mais, pressionando a demanda e os preços da economia, realimentando o sentimento de riqueza, mas, quando eles caem, todos procuram vendê-los, provocando novas quedas dos preços, reduzindo ainda mais a demanda. Crescimentos rápidos desse setor fomentam o excesso de consumo e investimento de um país, agravando seu déficit externo.

A balança comercial norte-americana melhorou a partir de 2006. Isso ocorreu devido à depreciação do dólar nessa década, à expectativa de crescimento menor nos próximos anos e, recentemente, à melhora dos termos de troca. O efeito da taxa de câmbio sobre o comércio internacional possui defasagem. Assim, a depreciação ocorrida a partir de 2002 tem efeitos sobre as transações atuais e a recente apreciação ainda não tem efeitos sobre elas. As expectativas de desaceleração da economia, ou até de uma recessão, têm efeito adverso rápido sobre as suas importações. Por último, houve uma melhora dos termos de troca dos Estados Unidos, eles importam muitas commodities que sofreram quedas de preços, especialmente o petróleo, e, com as expectativas de recessão, elas não deverão atingir os níveis alcançados anteriormente.

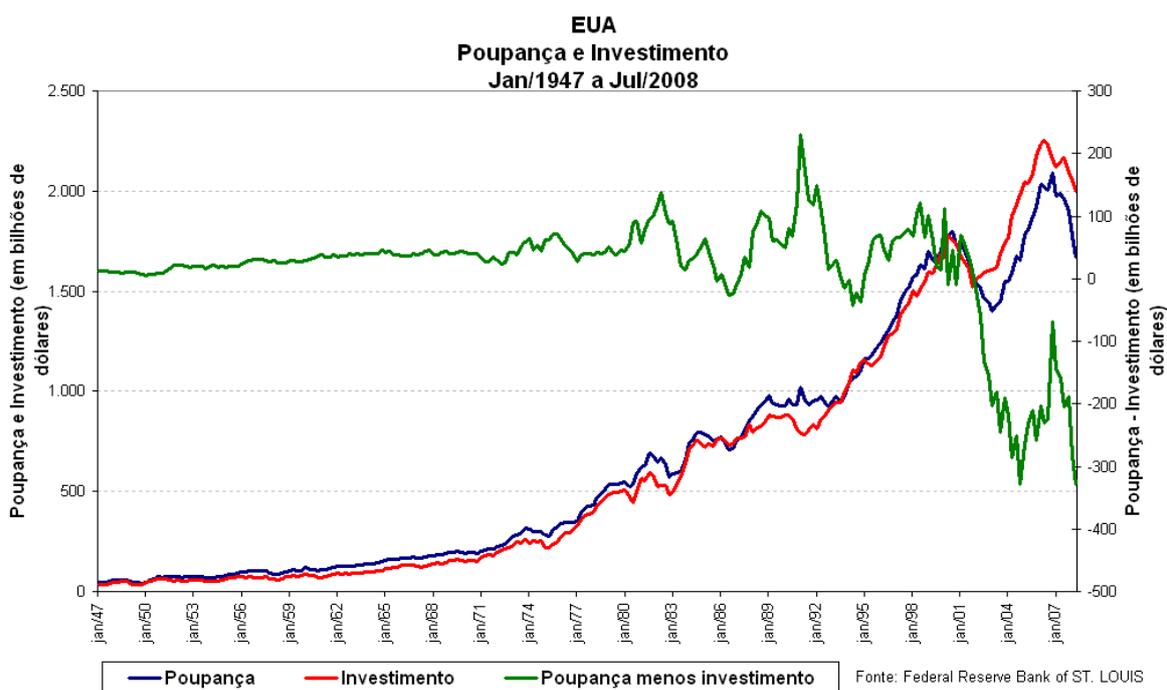


### III.3 – COMPARANDO AS PREVISÕES DOS ARTIGOS COM A EVIDÊNCIA EMPÍRICA

Após estudarmos as teorias desenvolvidas na última década e o que ocorreu na economia mundial, podemos comparar as teorias estudadas no primeiro capítulo com a evidência empírica.

Segundo Eichengreen (2006) os investimentos dos Estados Unidos caíram e sua poupança aumentaria. Podemos ver no gráfico abaixo que os investimentos caíram, mas

a poupança também seguiu esse movimento e sua redução foi mais acentuada. Logo, a correção do excesso de investimento sobre a poupança norte-americana não ocorreu e o hiato ainda foi ampliado. Contudo, com uma provável recessão e redução do consumo nesse país, ainda pode ocorrer o que o autor previa. A quantidade de ativos estrangeiros que os norte-americanos possuem subtraída da quantidade de ativos dos Estados Unidos que investidores estrangeiros possuem (a posição “net” dos EUA) reduziu. Os estrangeiros continuaram demandando ativos norte-americanos, mesmo com crescentes déficits gêmeos e endividamento. O autor previa o contrário e os indícios são de que os Estados Unidos ainda possuem grande credibilidade e o “privilegio exorbitante”, tornando muito difícil uma recuperação desta variável. Pela mesma linha de raciocínio, de fuga dos títulos norte-americanos, ele esperava uma subida de juros e depreciação do dólar que também não ocorreram. Quanto à recuperação da conta corrente dos Estados Unidos ele parece ter acertado.



No artigo Obstfeld e Rogoff (2005) os autores defendiam que haveria um aumento da poupança dos Estados Unidos. Ele ainda não ocorreu, mas há indícios de que os norte-americanos pouparão mais nos próximos anos. Pelo mesmo motivo que o Eichengreen (2006) eles acreditavam que a posição net de ativos estrangeiros dos EUA melhoraria (o que não ocorreu). Por outro lado, eles defendiam uma recuperação da conta corrente dos Estados Unidos que parece estar em curso.

De acordo com Blanchard, Giavazzi e Filipa (2005) os investidores estrangeiros parariam de demandar ativos norte-americanos (mesmo raciocínio dos outros autores), isso provocaria uma depreciação do dólar e, conseqüentemente, uma melhora da conta corrente norte-americana. Hoje, parece que eles erraram com relação à posição net de ativos dos EUA, mas acertaram na previsão de recuperação do equilíbrio externo.

Os outros dois artigos da revisão bibliográfica não consideravam que o equilíbrio que o mundo estava vivendo era insustentável, seus autores não enxergavam nenhuma anomalia nos desequilíbrios crescentes das contas externas. Nesse contexto Caballero, Farhi e Gourinchas fizeram um artigo onde modelavam a economia mundial para defender que não seria preciso nenhum choque ou ajuste. Enquanto Hausmann e Sturzenegger defenderam que os EUA não eram devedores líquidos e sim credores, o rendimento que obtinham com seus investimentos em ativos estrangeiros superava o pagamento de suas dívidas, assim sua conta-corrente não piorava, não se tornando insustentável. Pelas duas interpretações o mundo estava equilibrado e não era preciso nenhum ajuste. No entanto, hoje, essas teorias não parecem ter se confirmado.

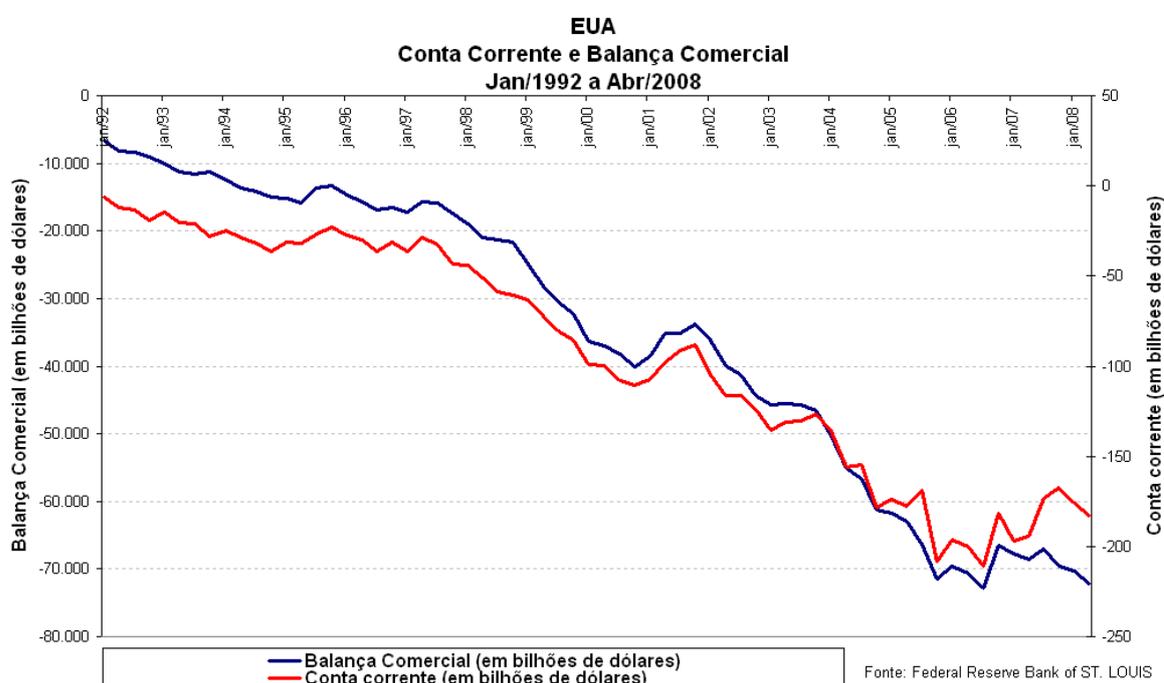
	Teorias					
	I EUA	S EUA	Posição net de ativos	Dólar	Juros	Conta Corrente EUA
Eichengreen (2006)	-	+	+	-	+	+
Obstfeld e Rogoff (2005)		+	+			+
Caballero, Farhi e Gourinchas (2006)	não previram que seria preciso um ajuste					
Blanchard, Giavazzi e Sa (2005)			+	-		+
Hausmann, Sturzenegger (2005)	não previram que seria preciso um ajuste					

	Evidência empírica					
Até 2006	+	+	-	-	+	-
2006 - 2008	-	-	-	-	-	+

Nesse capítulo pudemos comparar as teorias desenvolvidas ao longo dessa década com a evidência empírica. A partir disso, percebemos que os modelos desenvolvidos tinham premissas que não se constataram. Alguns se baseavam na sustentação do equilíbrio mundial com déficits permanentes da conta corrente dos EUA e outros na iminente reversão da posição net de ativos dos norte-americanos gerando uma depreciação do dólar e, conseqüentemente, um “expenditure switching”. Logo, é preciso estabelecer novas premissas, dada a nova conjuntura (o que será apresentado no próximo capítulo) e, após isso, fazer um novo modelo para projetar o comportamento da balança comercial e da conta corrente dos Estados Unidos nos próximos anos (o que faremos no último capítulo).

#### IV – O QUE ESPERAR DO FUTURO?

Estamos em um momento importante para o comportamento da conta corrente norte-americana e, conseqüentemente, de diversos países. Ao final de 2005, o saldo das contas externas dos Estados Unidos alcançou um ponto de mínimo. A partir desse ano, houve uma melhora da balança comercial e, com a destruição de riquezas observada, deve haver um ajuste significativo dessa variável via redução de consumo e investimento.

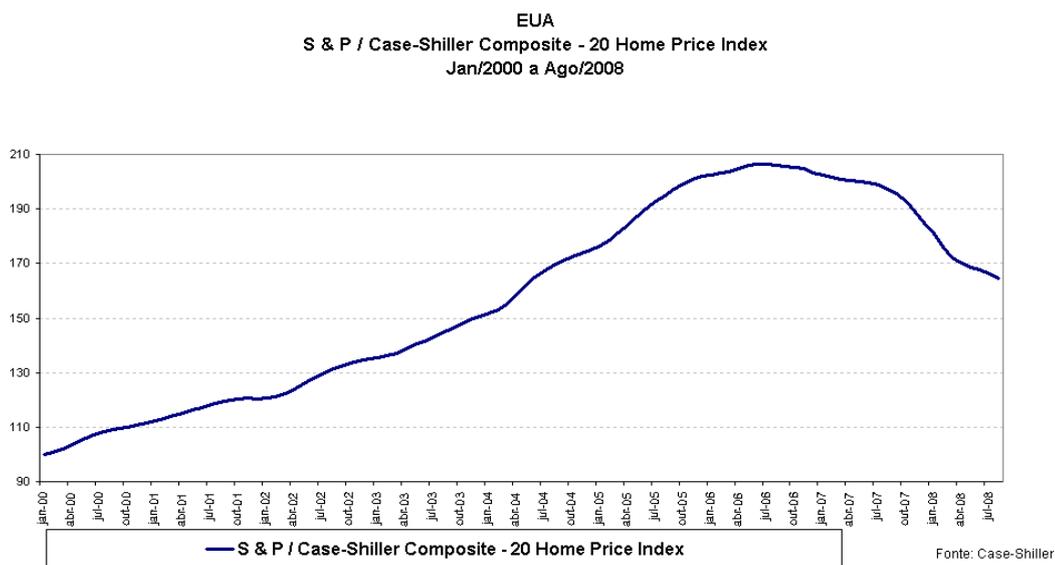
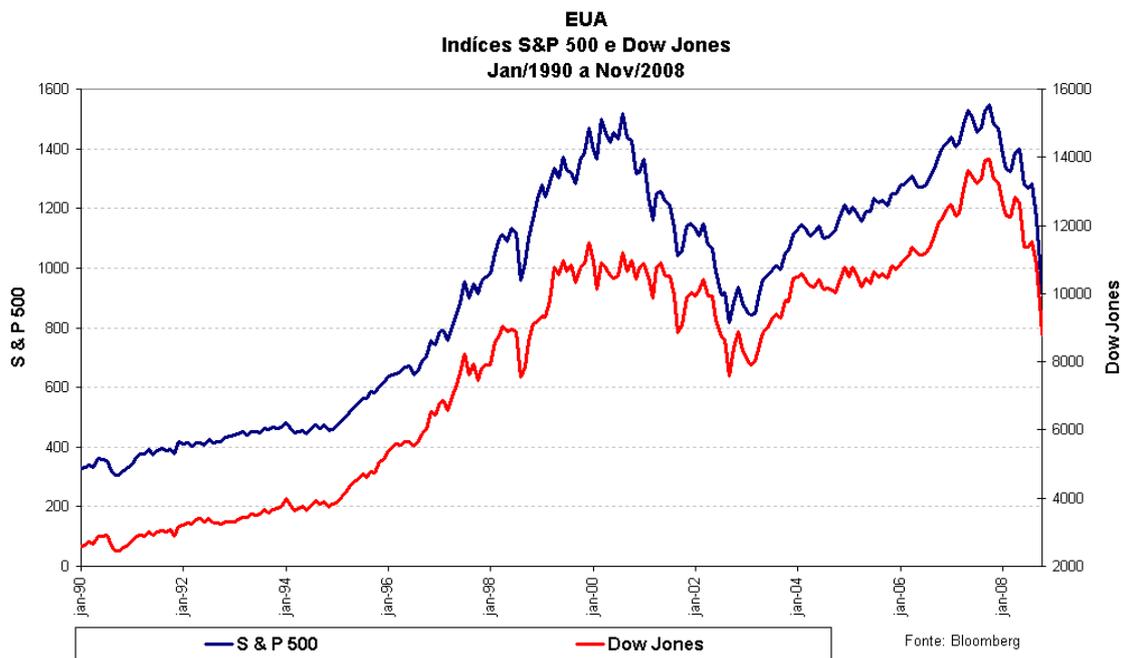


Ao longo da história econômica houve muitos países que obtiveram déficits insustentáveis de sua conta corrente. Para resolver esse problema, geralmente, são necessários dois movimentos: “expenditure switching” e “expenditure reduction”. Quando uma economia alcança níveis de déficits muito grandes, os investidores passam a desconfiar da capacidade dela de honrar suas dívidas e há uma fuga de capitais, promovendo uma depreciação da moeda doméstica, assim o país passa a ter vantagens comparativas no comércio internacional, exporta mais e importa menos, recuperando suas contas externas (há uma troca de gastos de um país para outro). Além disso, o país perde poder aquisitivo, sendo forçado a consumir, investir e gastar menos.

No entanto, o caso dos Estados Unidos é mais grave. A credibilidade do governo norte-americano, o “privilégio exorbitante” que possuem (eles emitem dívida em sua própria moeda) e a crise econômica mundial (aumentando a aversão ao risco) impedem que haja uma fuga de capitais dos EUA e, conseqüentemente, um “expenditure switching”, via depreciação do dólar. Isso adia a recuperação das suas contas externas e alimenta as bolhas dos mercados norte-americanos. Porém, após um tempo o excesso de consumo tornar-se-á insustentável, sendo necessário um “expenditure reduction” ainda maior que nos casos em que o câmbio deprecia. Dessa forma, os impactos recessivos sobre o produto mundial são ampliados.

A queda do mercado acionário, a crise dos mercados imobiliário e financeiro e as projeções de crescimento menor no futuro gerarão uma redução de consumo no presente. As grandes desvalorizações das empresas e dos imóveis geraram perdas de riquezas importantes para a população norte-americana. Além disso, projeções inferiores de crescimento futuro, tornam as expectativas de rendas menores e mais incertas nos próximos anos. Pela teoria do ciclo da vida podemos concluir que se as pessoas se sentem menos ricas e esperam ganhar menos no futuro, elas consomem menos hoje, poupam mais. Ademais, com a crise do sistema financeiro, há uma redução dos recursos disponíveis para emprestar (devido à desalavancagem dos bancos, aumento da percepção de risco e queda da liquidez internacional) promovendo um declínio do crédito. Assim, há um choque negativo importante sobre o consumo e investimento (devido às incertezas e redução do crédito).

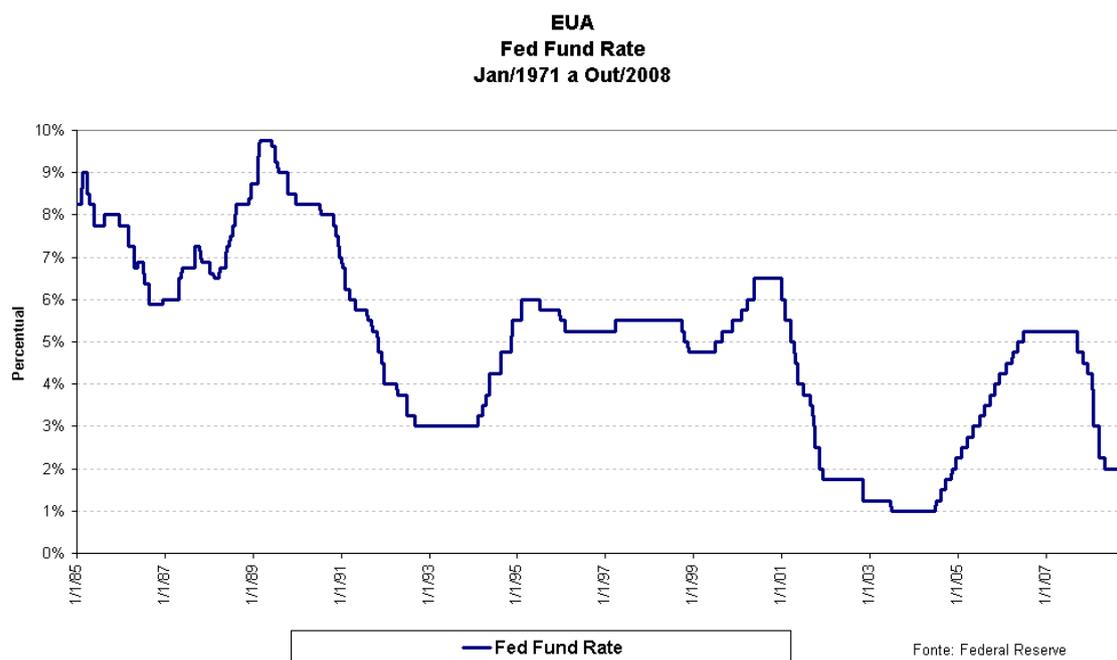
Muitos norte-americanos que esperavam consumir a riqueza que possuíam em imóveis e ações ao se aposentar não poderão utilizá-la. A perda de riqueza global no mercado de ações já ultrapassa 16 trilhões de dólares, e boa parte dela era destinada a aposentadorias. Estas pessoas precisarão aumentar suas poupanças e reduzir consumo para poderem se aposentar.



A redução do crédito também é perversa para o produto de uma economia, especialmente a dos EUA, baseada no consumo. Grande parte das vendas é financiada. O número das vendas via cartão de crédito, por exemplo, aumentou significativamente nos últimos anos e não será sustentado. Assim, o consumo retrainará, agravando a desaceleração econômica.

Uma estagnação, ou queda, do PIB dos Estados Unidos provocará aumento da taxa de desemprego, reduzindo a receita dos impostos e os preços dos imóveis. Isso agravará os problemas da inevitável redução do consumo privado e pressionará o público. A poupança interna norte-americana terá de aumentar. O déficit público deve piorar (dificultando políticas de estímulo fiscal, que devem ocorrer) e o efeito da perda de riqueza da população deve se refletir no consumo privado dos próximos anos.

Diante de uma iminente redução do consumo das famílias e da pressão sobre o produto da economia norte-americana o governo deve estimular a economia. Uma alternativa óbvia poderia ser uma política monetária expansionista. Na década de 1970, após o primeiro choque do petróleo, os EUA reduziram as taxas de juros três vezes consecutivas, evitando uma recessão. Em 1987, eles adotaram a mesma estratégia, evitando que a queda vertiginosa do Dow Jones se alastrasse para a economia real. Em 1998, também houve três reduções de juros para normalizar o mercado após a crise da Rússia e a quebra do LTCM. Em 2001, após o ataque as torres gêmeas, a mesma política foi seguida. Em todas essas ocasiões o governo dos Estados Unidos conseguiu espantar o pânico dos mercados. Na crise atual o Federal Reserve também utilizou a política monetária, ele cortou a taxa básica de juros da economia norte-americana de 5,25%, em 2007, para 1%, em novembro de 2008 (e deve seguir reduzindo-a). No entanto, essa crise é muito mais grave que as anteriores (desde a de 1929).



Na conjuntura atual, a política monetária não é suficiente. Os juros já estão muito baixos, há pouco espaço para adotá-la, a economia dos Estados Unidos se aproxima de uma situação de Armadilha da Liquidez. Assim, a situação requer medidas extraordinárias.

Os juros nominais dos Estados Unidos são 1 por cento ao ano. Como as expectativas para os próximos anos são de inflação próxima a zero ou até de deflação, a política monetária tem pouco efeito sobre a economia. Já que o que afeta as decisões de consumo e investimento é a taxa de juros real ex-ante (taxa de juros nominal menos a taxa de inflação esperada para o próximo período) e a taxa de juros nominal de uma economia não pode ser menor que zero (possui um limite inferior).

$$r_t = i_t - \pi_t^e$$

Um caso de Armadilha da Liquidez ocorre quando um país está em recessão, possui taxa de juros nominal em seu limite inferior (bem próxima de zero, sendo a taxa paga pelos depósitos compulsórios, ou até zero) e expectativas de deflação. O problema dessa situação é a impossibilidade da taxa de juros de promover seu efeito sobre as escolhas dos agentes, impedindo que ela se iguale a necessária para retirar uma economia de uma recessão (muitas vezes a taxa necessária é bem próxima de zero, ou até negativa, em caso de países desenvolvidos). Dessa forma, a recessão é agravada promovendo uma redução do consumo, o que aumenta, ainda mais, a deflação. Assim, a economia pode entrar em uma espiral de recessão-deflação.

Os Estados Unidos não se encontram em uma Armadilha de Liquidez. Embora o PIB do terceiro trimestre de 2008 tenha caído, só faltando uma queda no próximo para se configurar oficialmente uma recessão, e a taxa de juros básica da economia ser igual 1 por cento, com previsões de novas quedas, não há (pelo menos até hoje) expectativa de deflação. Isto só ocorreria se houvesse um colapso na demanda agregada levando a uma queda generalizada dos preços. Ela pode ocorrer devido a uma recessão e a crises, com o aumento da taxa de desemprego, grandes perdas de riquezas e de renda. Porém,

ela só é possível em condições muito particulares, onde a economia sofre com uma espiral de preços e salários.

A situação que ocorre hoje é uma pressão sobre o produto e uma desinflação acentuada. Mas, o ponto relevante não é se a situação é ou não de Armadilha da Liquidez, ou se a economia está sofrendo uma deflação ou desinflação. O crucial é que as autoridades precisam agir e a política monetária não tem efeito suficiente para conter as dificuldades econômicas. Os EUA caminham para reduções acentuadas de investimentos, consumo e importações. O que pode agravar o processo recessivo global e melhorar sua conta corrente. Nesse contexto, as autoridades devem estimular a economia, visando reduzir os impactos de uma estagnação (ou recessão) e evitar uma deflação.

Há algumas opções de política econômica que o governo norte-americano pode adotar. Para aumentar o efeito da política monetária, ele pode anunciar metas para inflação ou forçar que os juros longos também sejam próximos a 0 por cento ao ano. Se ele decidir adotar outros tipos de intervenção, pode depreciar a moeda ou implementar uma política fiscal expansionista. Cada alternativa implica conseqüências diferentes que podem se alastrar por vários anos e possui custos de transação distintos. Por isso é preciso analisar cada uma delas cuidadosamente.

O Federal Reserve poderia adotar um regime de metas para inflação. Assim ele seria obrigado a cumprir metas crescentes para a variação de preços e se comprometeria a fazer o possível para gerar mais inflação. Seria um sistema oposto ao que existe em diversos países (como no Brasil). Dessa forma a expectativa de inflação futura aumentaria, reduzindo a taxa de juros real. O problema de adotar esse sistema é que ele precisa de credibilidade, se o mercado não acreditar no comprometimento do Banco Central ou na sua capacidade de gerar inflação, as expectativas não convergem para a meta. Em um cenário de crise, como o atual, é razoável esperar que o mercado desconfie da capacidade das autoridades monetárias.

Uma segunda alternativa seria forçar que os juros longos também fossem aproximadamente 0 por cento ao ano. Para isso o governo deve se comprometer a manter as taxas de juros de curto prazo em um nível fixo e praticamente igual a 0 pelos próximos anos ou a recomprar todos os títulos de prazo inferior ou igual a um

estipulado por ele com uma taxa de desconto em um nível fixado (e aproximadamente zero), caso seja necessário. Assim ele teria um custo de garantir a recompra de títulos ou de se comprometer a não aumentar as taxas de juros por um tempo determinado.

O governo poderia promover uma depreciação da moeda. Isso aumentaria os preços dos bens importados, dos que utilizam insumos importados, dos bens “tradables” produzidos domesticamente (pois eles poderiam ser exportados e vendidos a preços mais altos) e estimularia o setor exportador. No entanto, com o aumento da percepção de risco da economia mundial e baixas expectativas de crescimento (especialmente na Europa que deve crescer menos que os EUA), o dólar não deve sofrer uma depreciação no curto prazo.

A última alternativa é adotar uma política fiscal expansionista. Embora ela tenha um efeito negativo sobre o déficit público, que foi de 237 bilhões de dólares em outubro de 2008, geralmente, ela aumenta a demanda agregada (e o produto). Os Estados Unidos deverão adotar esse tipo de política se beneficiando da credibilidade adquirida nos últimos anos, da flexibilidade da economia norte-americana e da falta de concorrentes na oferta de ativos vistos como seguros (reduzindo os custos das incertezas geradas ao aumentar o déficit fiscal).

Nos próximos anos os EUA devem sofrer mudanças importantes. A destruição de riquezas dos últimos meses, a recessão, o aumento do desemprego, a depreciação recente do dólar (há defasagem de seu efeito) e a queda dos preços das commodities devem promover uma redução do consumo e investimento privados e um aumento dos gastos públicos, da poupança das famílias e dos saldos das contas externas. Nesse contexto, dado o tamanho da economia norte-americana, os EUA podem exportar recessão para o resto do mundo. Quase todos os países terão suas contas externas pioradas (esse processo já está em curso, mas ainda deve se agravar), os produtores de petróleo deverão exportar menos e a China deve voltar-se mais para a demanda doméstica.

## **V – MODELOS DE PREVISÃO DA BALANÇA COMERCIAL E CONTA CORRENTE DOS EUA**

### **V.1 – INTRODUÇÃO**

Os modelos desenvolvidos nos artigos que surgiram na última década para fazer projeções sobre o comportamento da conta corrente dos EUA se basearam em premissas que não se confirmaram (na iminente fuga de capitais que os Estados Unidos sofreriam ou na persistência dos desequilíbrios de suas contas externas). Assim, precisamos de um novo, que desconsidera tais hipóteses. Na nova conjuntura que se apresenta, descrita no capítulo anterior, consideramos que os Estados Unidos podem continuar se endividando sem causar desconfiança dos investidores estrangeiros sobre a sua capacidade de honrar seus compromissos, mas seu déficit de conta corrente é insustentável no longo prazo.

Ao desenvolver novos modelos para prever a evolução da balança comercial e da conta corrente dos EUA encontramos algumas dificuldades. As variáveis possuem correlação por sofrerem inflação no tempo, não são estacionárias, há heteroscedasticidade e erros autocorrelacionados. Resolvemos esses problemas utilizando séries com preços constantes do ano 2000 ou valores em percentual do PIB (ao invés de nominais), diferenças dos seus logaritmos (pois queremos saber suas elasticidades) e a correção Newey-West.

O preço do petróleo afeta as contas externas norte-americanas. No entanto, ele é muito volátil e de difícil previsão. Por isso, utilizamos os dados sem considerar as importações ou exportações desta commodity e fizemos cenários diferentes para seu preço. Após isso, acrescentamos os efeitos de suas importações líquidas, dados os preços, nos valores previstos pelos modelos. Na última seção desse capítulo sofisticamos nosso modelo utilizando uma distribuição para modelar o comportamento dessa variável no tempo.

A taxa de câmbio real possui efeito sobre a balança comercial dos EUA. Ela altera os termos de troca e, conseqüentemente, altera as vantagens comparativas dos países no comércio internacional, dessa forma, quanto mais apreciada é uma moeda, mais caros são os produtos do seu país (em relação aos importados), menores são suas exportações e maiores são suas importações. No entanto, este efeito não é imediato, pois

no primeiro momento a quantidade de bens comercializados não se ajusta, havendo apenas o efeito da variação de preços. Somente nos períodos seguintes que o país, gradualmente, ajusta as quantidades exportadas e importadas (esse fenômeno é descrito pela Curva J). Por isso utilizamos essa variável com defasagem.

As importações de um país são mais sensíveis ao seu crescimento que suas exportações (quando as pessoas se sentem mais ricas elas consomem mais). Quanto maior o crescimento do resto do mundo, maiores são as exportações dos EUA, melhor é seu saldo da balança comercial. Quanto maior o crescimento doméstico, maiores são suas importações, pior é o saldo de sua balança comercial.

Os produtos agregados dos Estados Unidos e do resto do mundo também alteram as contas externas norte-americanas via outros canais. Eles são constituídos pelo consumo das famílias, investimento, gastos do governo e exportações líquidas. Como a conta corrente pode ser interpretada como excessos de consumo ou investimento domésticos, um crescimento relativo menor dos EUA tende a gerar uma melhora de suas contas externas via redução de seu consumo ou investimento.

Os investimentos diretos de um país no outro e um crescimento maior do segundo leva a elevadas remessas de lucros (para o primeiro) no futuro. Investidores aplicam para ganhar lucros nos anos seguintes e quanto maiores são as receitas das empresas de um país, maiores são as remessas destas para suas matrizes (utilizamos o crescimento do PIB como proxy dos seus lucros). No entanto há defasagens, pois investimentos só dão retornos anos depois.

A partir dessas relações, fizemos dois modelos para prever a evolução dos saldos da balança comercial e da conta corrente dos Estados Unidos.

## **V.2 – BALANÇA COMERCIAL**

Fizemos uma regressão para modelar o comportamento da balança comercial. A equação possui três variáveis independentes. Regredimos a diferença da balança comercial norte-americana em dólares correntes dividida pelo PIB dos EUA, também em dólares correntes (eliminando o problema da inflação) sobre ela mesma, com uma defasagem (para capturar a persistência da série), sobre as diferenças dos logaritmos do

PIB doméstico, do PIB do resto do mundo (ambos a preços de 2000) e da taxa de câmbio real com duas defasagens (utilizamos uma série do Banco Mundial de taxa de câmbio real, ponderada pelo volume de comércio dos países com os Estados Unidos).

$$\Delta \text{BALAN\c{C}A COMERCIAL} = 0,2726 * \Delta \text{BALAN\c{C}A COMERCIAL}_{(-1)} - 0,0243 * \Delta \log \text{TAXA DE C\c{A}MBIO REAL}_{(-2)} - 0,2045 * \Delta \log \text{PIB EUA} + 0,1714 * \Delta \log \text{PIB RESTO DO MUNDO}$$

<b>Variável Dependente: Variação da balança comercial em proporção ao PIB</b>			
<b>Método: Mínimos Quadrados Ordinários</b>			
<b>Amostra: 1991 a 2007</b>			
<b>Variáveis independentes</b>	<b>Coefficientes</b>	<b>Estatística t</b>	<b>p-valor</b>
<b>Variação da balança comercial em percentual do PIB (-1)</b>	<b>0.2726</b>	<b>1.8494</b>	<b>0.0873</b>
<b>Variação percentual da taxa de câmbio real (-2)</b>	<b>-0.0243</b>	<b>-1.9639</b>	<b>0.0713</b>
<b>Variação percentual do PIB dos EUA</b>	<b>-0.2045</b>	<b>-11.4297</b>	<b>0.0000</b>
<b>Variação percentual do PIB do resto do mundo</b>	<b>0.1714</b>	<b>8.0151</b>	<b>0.0000</b>
<b>R<sup>2</sup></b>		<b>0.7689</b>	

Podemos ver que o p-valor é baixo para todos os coeficientes estimados, indicando baixa probabilidade de rejeitarmos a hipótese nula (que os coeficientes são zero) quando ela é verdadeira. Além disso, o R-quadrado é alto, sinalizando que as variáveis independentes explicam bem a variável dependente. Assim concluímos que esse é um bom modelo para projetar o comportamento da balança comercial nos próximos anos.

### **V.3 – CONTA CORRENTE**

A conta corrente engloba a balança comercial, a de serviços e as transferências unilaterais. Assim, as variáveis que afetam as exportações ou importações, também afetam na mesma direção e é preciso considerar outros fatores. As transferências unilaterais são pequenas em relação ao saldo das contas externas, mas a balança de serviços possui um grande componente que é a remessa líquida de lucros recebidas do exterior.

Precisamos encontrar um modelo que explique os lucros recebidos do exterior. A melhor variável que poderíamos usar para estimá-los seria a produtividade dos países, elas refletem os lucros das empresas, no entanto, é muito difícil obter esses dados. Por isso, usamos o crescimento do resto do mundo como uma proxy dessa variável. Regredimos a diferença dos logaritmos dos lucros recebidos pelos EUA sobre as diferenças dos logaritmos do PIB mundial, dos investimentos diretos feitos pelos Estados Unidos (com defasagem de 5 anos) e sobre duas dummies, para eliminar o efeito da grande oscilação dos choques do petróleo em 1973 e 1979 (usamos uma amostra de 1966 a 2002).

$$\Delta \log \text{LUCROS} = 1.0907 * \Delta \log \text{PIB DO RESTO DO MUNDO} + 0.0895 * \Delta \log \text{INVESTIMENTO DIRETO}_{(-5)} + 0.2450 * \text{DUMMY73} + 0.2352 * \text{DUMMY79}$$

**Variável Dependente: Variação percentual das remessas líquidas de lucros recebidas pelos EUA**  
**Método: Mínimos Quadrados Ordinários**  
**Amostra: 1966 a 2002**

Variáveis independentes	Coefficientes	Estatística t	p-valor
Variação percentual do PIB do resto do mundo	1.0907	2.9291	0.0066
Variação percentual dos investimentos diretos no exterior(-4)	0.0895	4.3010	0.0002
Dummy 1973	0.2450	9.9839	0.0000
Dummy 1979	0.2352	14.0339	0.0000
<b>R2</b>		<b>0.4895</b>	

Concluimos que os coeficientes são significantes, possuem p-valor baixo. Porém, as variáveis independentes não capturam uma parte do movimento da dependente, o R-quadrado da regressão não é tão alto.

A partir desses dois modelos, podemos estimar o comportamento da conta corrente dos Estados Unidos nos próximos anos. Utilizamos um modelo semelhante ao da seção dois, ajustado para capturar os lucros remetidos. A variável dependente é a diferença da conta corrente dos EUA, em dólares, dividida pelo PIB doméstico, também em dólares (eliminando o problema da inflação). As variáveis independentes são as diferenças dos logaritmos do PIB dos Estados Unidos, do PIB do resto do mundo, da

taxa de câmbio real (defasada em dois anos) e dos investimentos diretos norte-americanos (defasada em quatro anos).

$$\Delta \text{CONTA CORRENTE} = -0,2819 * \Delta \log \text{PIB DOS EUA} + 0,2938 * \Delta \log \text{PIB DO RESTO DO MUNDO} - 0,0738 * \Delta \log \text{TAXA DE CAMBIO REAL}_{(-2)} + 0,0014 * \Delta \log \text{INVESTIMENTO DIRETO}_{(-4)}$$

Variável Dependente: Variação da conta corrente em proporção ao PIB

Método: Mínimos Quadrados Ordinários

Amostra: 1990 a 2007

Variáveis independentes	Coefficientes	Estatística t	p-valor
Variação percentual do PIB dos EUA	-0.2819	-8.2185	0.0004
Variação percentual do PIB do resto do mundo	0.2938	6.7829	0.0011
Variação percentual da taxa de câmbio real (-2)	-0.0738	-6.8152	0.0010
Variação percentual dos investimentos diretos no exterior(-4)	0.0014	2.3987	0.0617
<b>R2</b>		<b>0.9475</b>	

Os coeficientes estimados possuem p-valor muito baixo, indicando que são significantes. O R-quadrado é alto, 0,9475, indicando que esse modelo explica bem o comportamento da variável dependente.

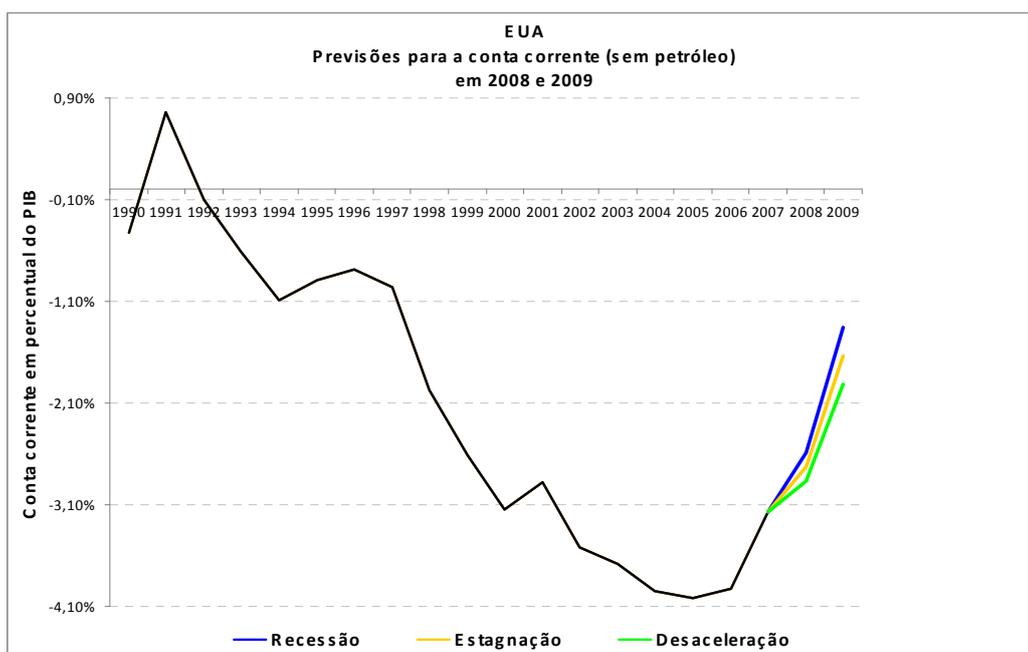
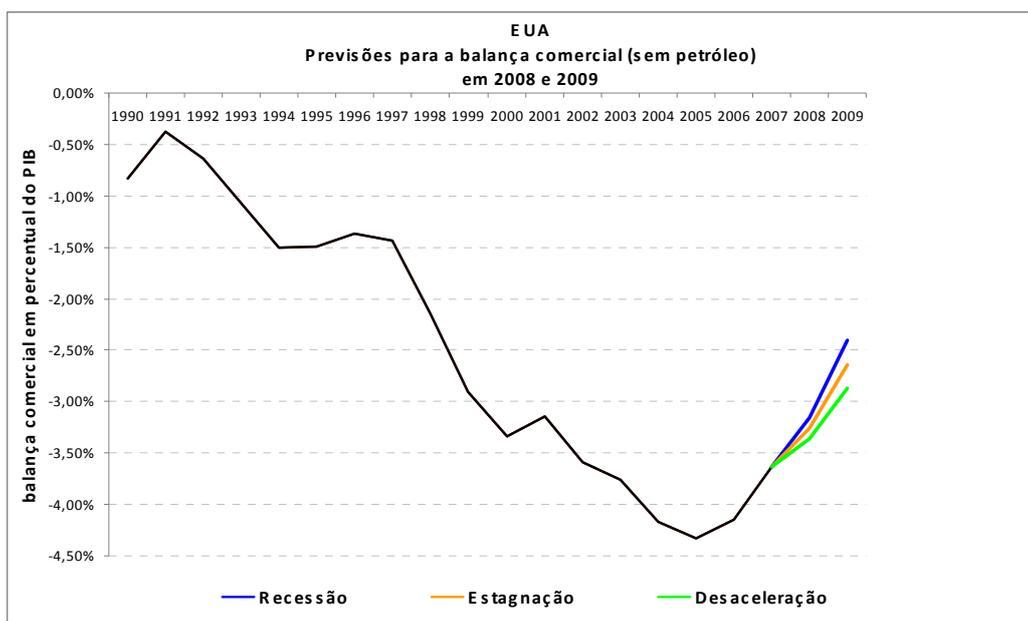
Outro ponto importante é que os coeficientes estimados nessa regressão são maiores que os da primeira. Isso ocorre porque as variáveis independentes afetam outros componentes da conta corrente além da balança comercial. Quanto maior o crescimento do resto do mundo, depreciação do dólar ou menor crescimento dos EUA, maiores são os lucros das empresas localizadas no exterior em relação às domésticas, em moeda local, conseqüentemente, maior a receita norte-americana com as remessas líquidas de lucros.

#### V.4 – DIFERENTES CENÁRIOS

Após traçarmos as perspectivas para o comportamento da economia mundial nos próximos anos e desenvolvermos modelos para prever o comportamento das contas externas norte-americanas, podemos estimar sua evolução no futuro. Os modelos

estimados não consideram as importações líquidas de petróleo, por isso calcularemos o saldo delas separadamente e adicionaremos aos resultados previstos.

Consideramos três possíveis cenários para os anos de 2008 e 2009, baseados na análise do capítulo três. O primeiro é de uma recessão nos Estados Unidos, crescendo 0.5 por cento em 2008 e -0.5 por cento no ano seguinte. No segundo a economia norte-americana estagna, crescendo 1 por cento esse ano e 0 em 2009. Por último, consideramos que ela desacelera, obtendo um crescimento real de 1,5 por cento em 2008 e 0,5 no próximo ano.



Para o preço do petróleo também foi preciso determinar diferentes cenários. Ele pode ser 30, 55 ou 80 dólares por barril. No entanto, se houver recessão ele não poderá ser 80 ou, em caso de desaceleração econômica, ele não poderá ser 30 dólares por barril. Já que ele é muito correlacionado com a demanda mundial, quando os países crescem, eles precisam de mais energia e têm maior poder aquisitivo, dada uma oferta relativamente constante, seu preço aumenta.

A elasticidade preço da demanda por petróleo de curto prazo é muito baixa, segundo Blinder e Rudd (2008), e sua elasticidade renda para países desenvolvidos é 0,55, segundo Gately e Huntington (2002). O número de barris de petróleo importados menos os exportados pelos EUA em 2007 foi 4,387,083,767. Assim, podemos estimar esse número nos próximos anos, dada sua elasticidade renda e os cenários de crescimento real norte-americano. A partir disso, dos cenários de preços e desconsiderando a elasticidade preço obtemos seu efeito sobre as contas externas do país.

Nossas previsões serão para os próximos dois anos. Logo não é necessário estimarmos a variação cambial ou os investimentos diretos (usamos as defasagens das diferenças dessas variáveis em dois e quatro períodos). Assim é preciso apenas projetar o crescimento real futuro do resto do mundo, faremos nossas contas considerando-o 2,5 por cento ao ano.

Aplicamos o modelo desenvolvido na seção anterior para os diferentes cenários. Os resultados estão descritos nas tabelas abaixo. Se, por exemplo, os EUA entrarem em recessão, e crescerem 0.5 por cento em 2008 e -0.5 por cento em 2009, dado um crescimento do resto do mundo de 2,5 por cento ao ano e preço do petróleo de 30 dólares por barril, eles passarão de um déficit em conta corrente de, aproximadamente, 5,3 por cento do seu PIB em 2007 para 2,30% ao final de 2009.

Balança comercial dos Estados Unidos:

				Preço do petróleo (US\$/barril)		
				30	55	80
Crescimento real do PIB dos EUA (%)	Recessão	2008	0.5	-4.11%	-4.89%	-
		2009	-0.5	-3.36%	-4.15%	-
	Estagnação	2008	1	-4.21%	-4.99%	-5.78%
		2009	0	-3.59%	-4.37%	-5.16%
	Desaceleração	2008	1.5	-	-5.09%	-5.87%
		2009	0.5	-	-4.59%	-5.37%

## Conta corrente dos Estados Unidos:

				Preço do petróleo (US\$/barril)		
				30	55	80
Crescimento real do PIB dos EUA (%)	Recessão	2008	0.5	-3.53%	-4.32%	-
		2009	-0.5	-2.30%	-3.09%	-
	Estagnação	2008	1	-3.67%	-4.46%	-5.25%
		2009	0	-2.58%	-3.37%	-4.15%
	Desaceleração	2008	1.5	-	-4.60%	-5.38%
		2009	0.5	-	-3.64%	-4.42%

Podemos notar que em qualquer cenário os EUA continuarão registrando déficit em suas contas externas. No entanto, seus saldos devem seguir se recuperando. A conjuntura que considero mais provável é de uma recessão e preços do petróleo em 55 dólares por barril. Dessa forma, os Estados Unidos registrariam um déficit de 3,09% do seu PIB ao final de 2009.

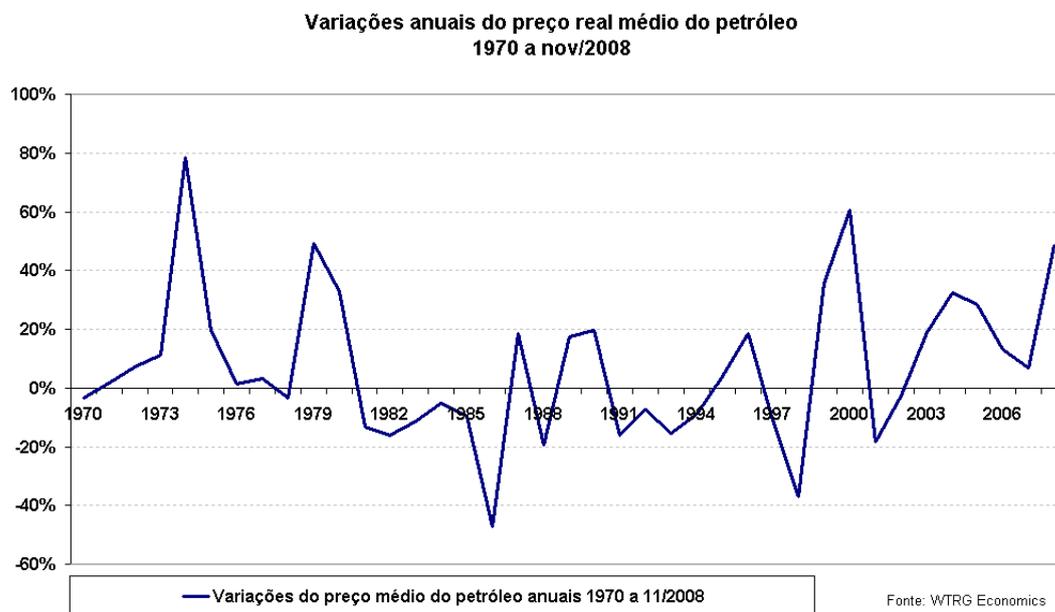
O nosso modelo tem uma falha. Ele depende muito dos preços do petróleo devido a estes serem elevados, a elasticidade de sua demanda ser baixa, e os volumes de suas importações serem grandes. Porém, temos pouca capacidade de prevê-los, apenas fizemos suposições de valores que eles podem atingir nos próximos anos. Procuraremos refinar essa análise na próxima seção, ao encontrar uma distribuição que descreve seu comportamento e montar a distribuição das contas externas possíveis dados os cenários para o crescimento dos EUA.

### V.5 – O preço do petróleo

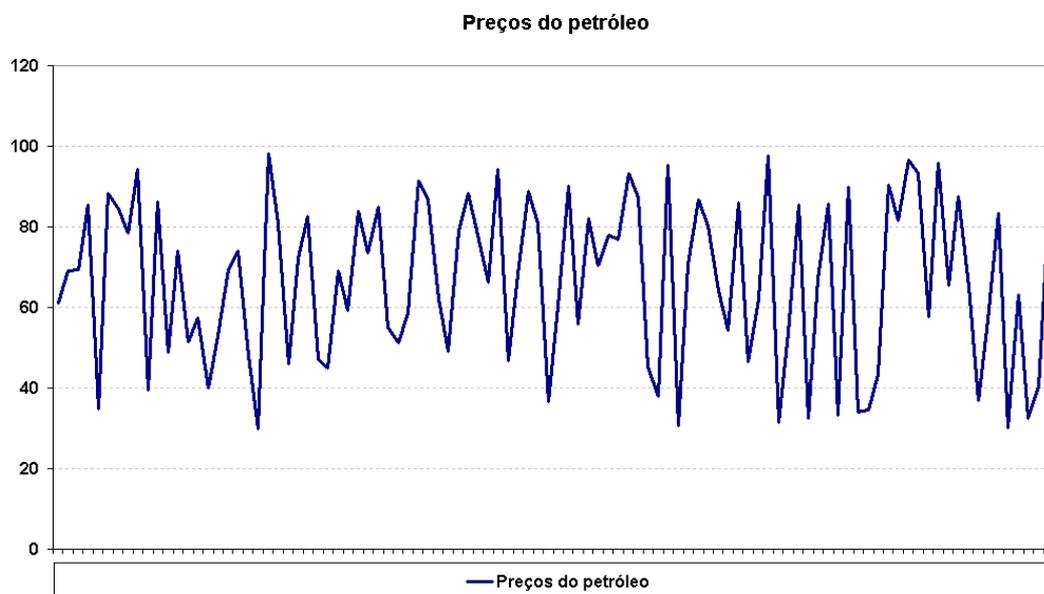
Na seção anterior, vimos que o preço do petróleo exerce grande influência sobre as contas externas dos Estados Unidos. Por isso tentaremos fazer projeções mais detalhadas sobre o comportamento dessa variável e seus impactos sobre a balança comercial e a conta corrente dos EUA.

Na seção quatro deste capítulo utilizamos cenários para o crescimento norte-americano e para o preço do petróleo. As previsões sobre o produto dos EUA foram baseadas no quarto capítulo desta monografia, já os preços do petróleo são de difícil previsão (se utilizarmos apenas conceitos econômicos). Esse problema decorre do fato de esta commodity ser um ativo real e financeiro, dependendo das condições dos fundamentos de seu mercado, das expectativas e de fatores especulativos.

Analisamos as variações reais anuais dos preços médios do petróleo desde 1970 e constatamos que é muito difícil determinar qual distribuição as caracterizam. Consideramos que ele se comporta como uma distribuição uniforme que oscila entre uma variação de -47,38% e 78,38% (maiores variações anuais).

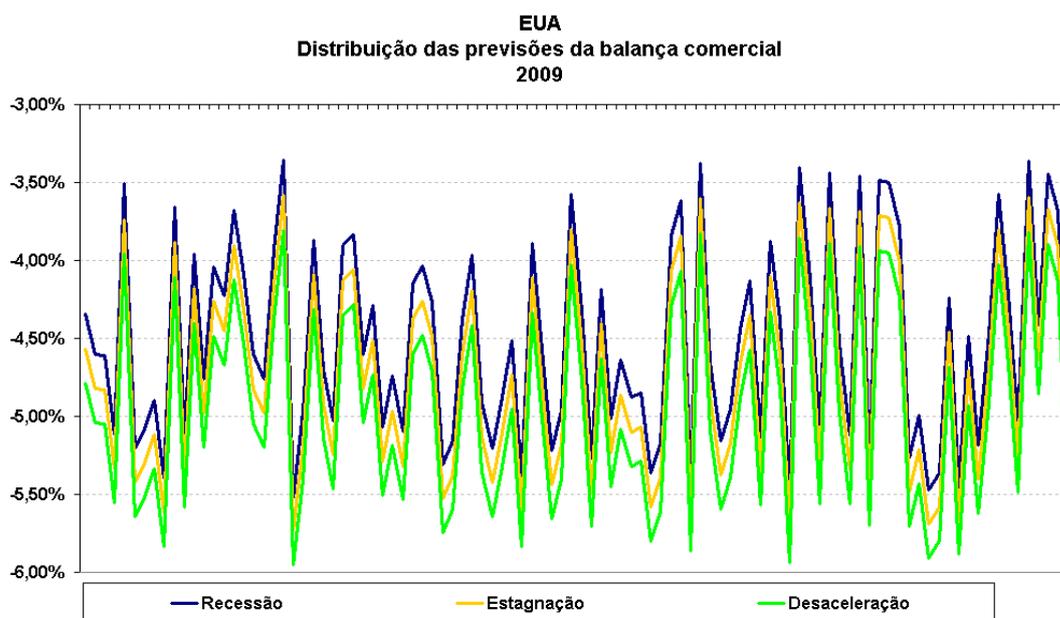
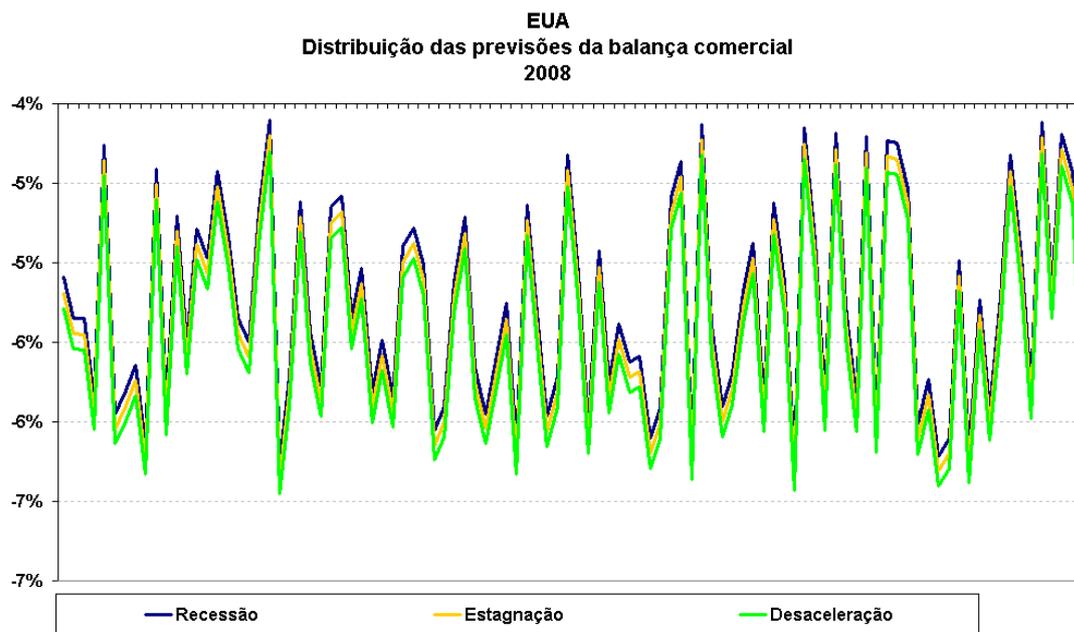


A partir disso, geramos uma distribuição uniforme que oscila entre -47,38% e 78,38% para representar as possíveis variações dos preços do petróleo. Multiplicamos os preços atuais (55,95 dólares por barril) pelos valores encontrados. Assim obtivemos uma distribuição para os preços futuros desta commodity.

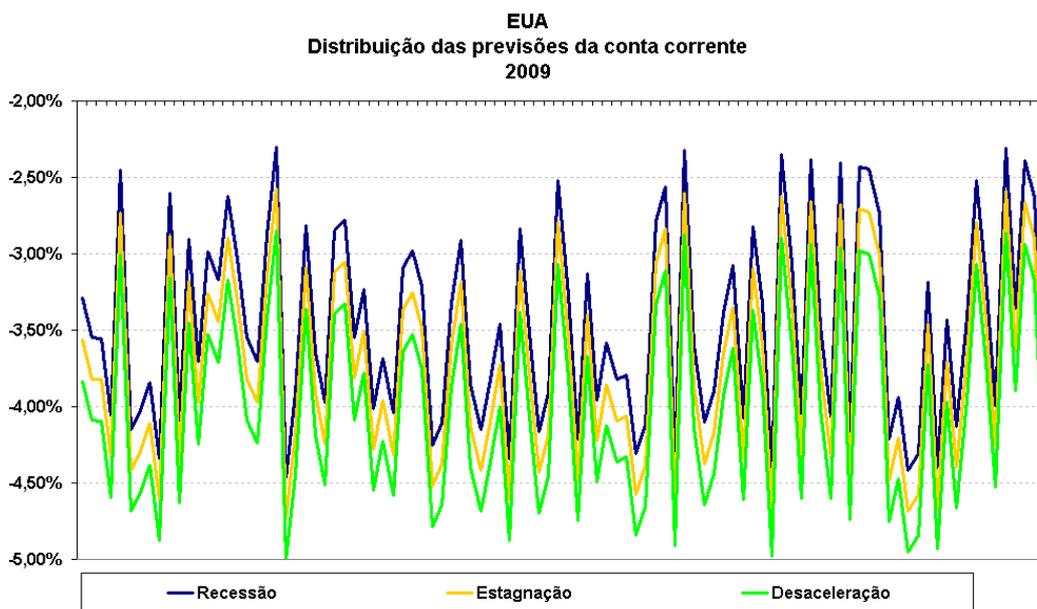
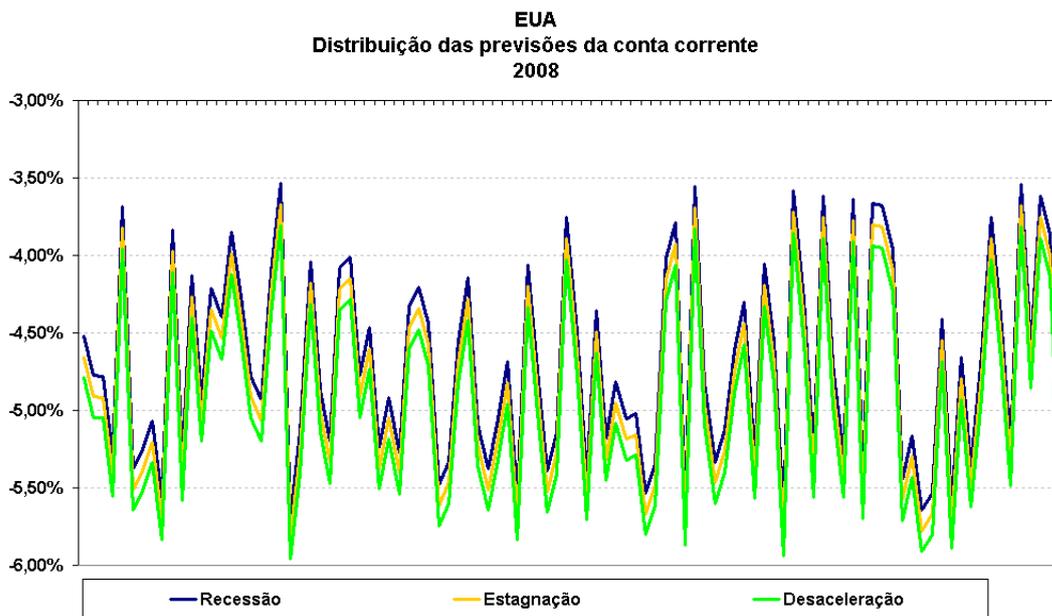


Utilizando os valores para o crescimento dos EUA nos próximos anos e para a elasticidade renda da demanda por petróleo iguais aos da seção anterior, podemos prever o número de barris importado e as contas externas dos EUA sem essa commodity nos próximos anos. Assim, dada a distribuição de preços dela, estimamos uma distribuição da conta corrente e balanço comercial norte-americana nesse período.

Balança comercial:



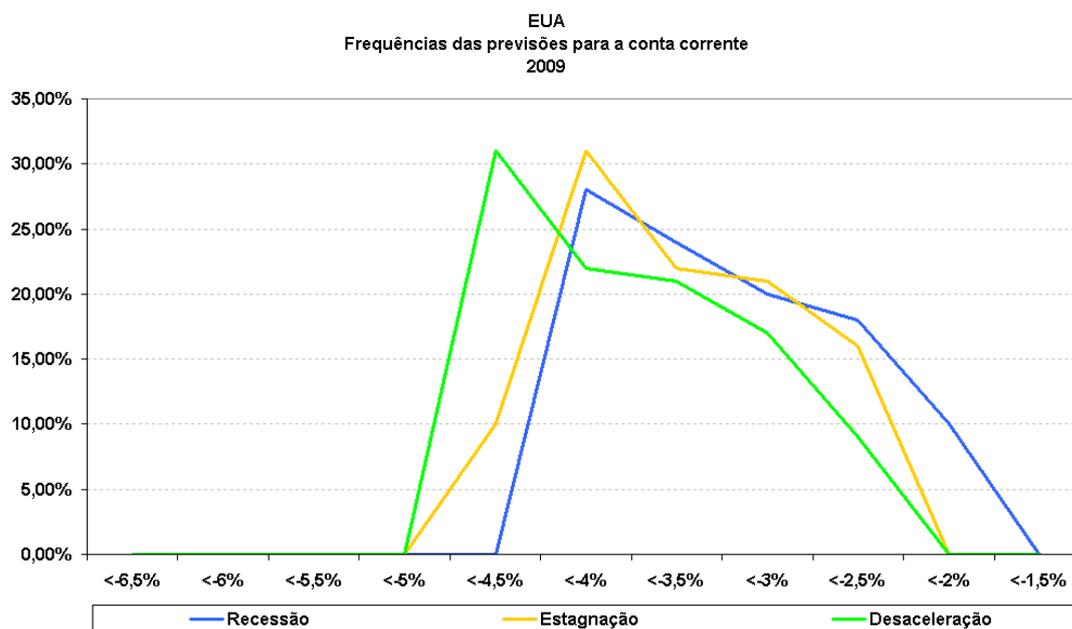
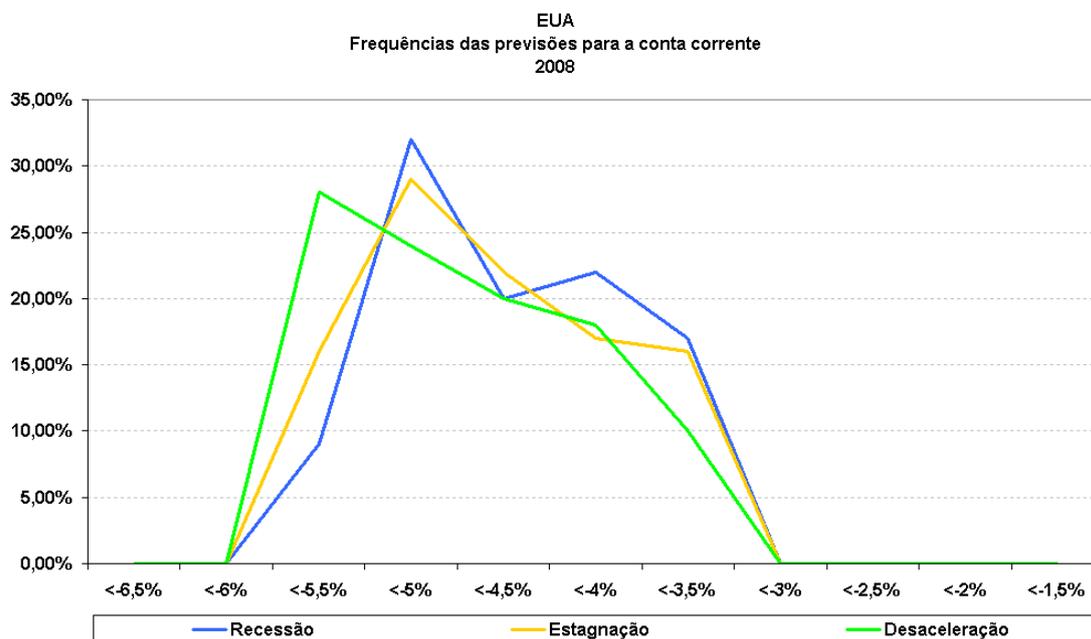
Conta corrente:



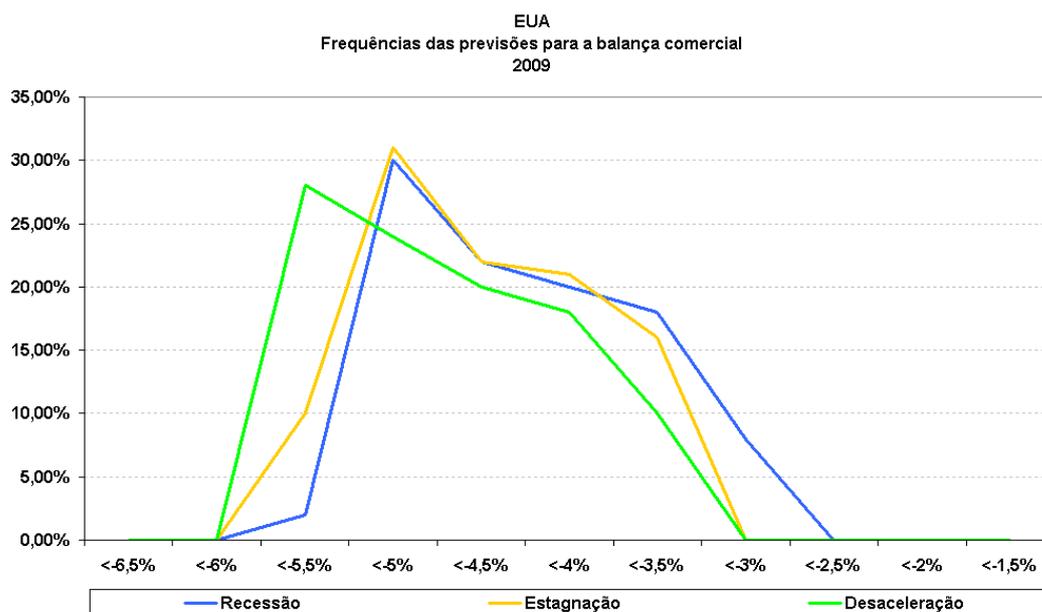
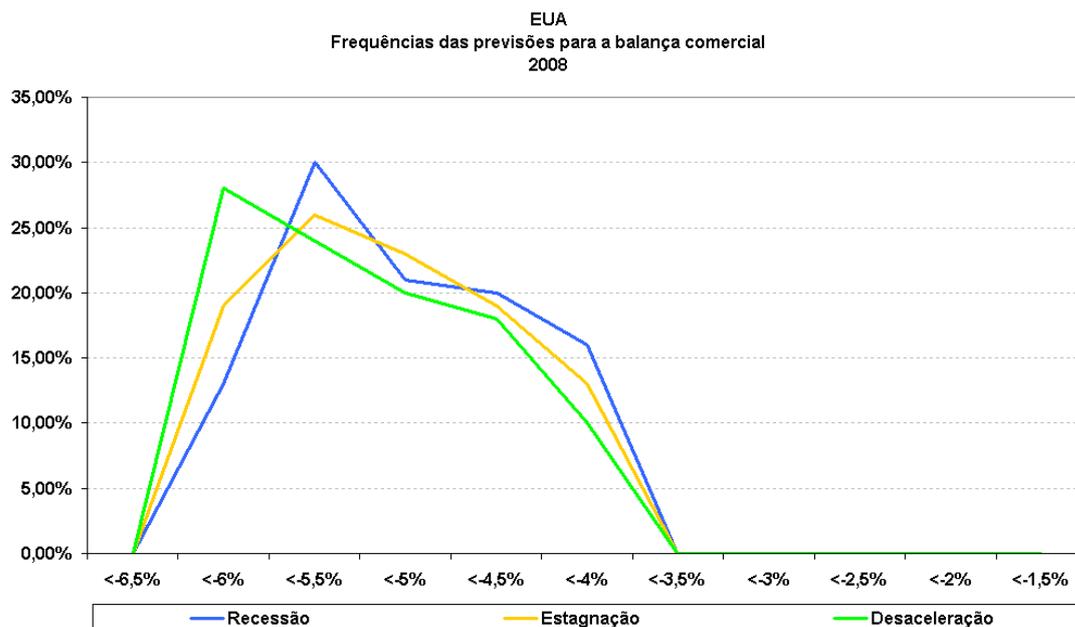
A partir dessas distribuições, podemos fazer gráficos das frequências das projeções das contas externas dos Estados Unidos. Assim, podemos analisar as probabilidades delas registrarem saldos em determinados intervalos.

Se considerarmos um cenário de recessão, por exemplo, em, aproximadamente, 30% das observações, a conta corrente dos EUA registra déficit entre 5 e 5,5 por cento

ao término de 2008. Já em 2009, considerando o mesmo cenário, ela registra um saldo entre  $-4\%$  e  $-4,5\%$  em, aproximadamente, 28% das observações.



Se o cenário for de estagnação, a balança comercial dos Estados Unidos termina o ano de 2008 registrando déficit entre 5,5 e 6% em, aproximadamente, 25% das observações. Já em 2009 os EUA devem atingir entre 5 e 5,5% de déficit em 30% das observações.



Esses gráficos reforçam a idéia que tínhamos ao analisar apenas alguns cenários. As contas externas norte-americanas devem seguir um processo de recuperação, entretanto, devem permanecer deficitárias até o final de 2009.

## VI - CONCLUSÃO

Essa monografia apresentou diversas teorias surgidas na última década para explicar e projetar a conta corrente dos EUA nos próximos anos. Elas se basearam em hipóteses que não se confirmaram levando a estimativas incorretas. A partir disso, procuramos encontrar variáveis que influenciam as contas externas dos Estados Unidos, como estas se comportarão e, conseqüentemente, qual o efeito de sua evolução.

A balança comercial e a conta corrente dos EUA aparentam uma recuperação. O momento que estamos vivendo favorece a análise, pois já presenciamos um ponto de mínimo local, causado fundamentalmente pela depreciação do dólar. Mas a economia está sofrendo diversos choques como os estouros das bolhas nos mercados dos EUA, redução de crédito, expectativa de recessão, apreciação do dólar entre outros. Resta saber se esse ponto crítico será um mínimo global.

Crises de grandes proporções podem gerar mudanças das estruturas da economia mundial. A crise atual é muito grave e seus impactos podem ser sentidos em diversas variáveis macroeconômicas. Esse tipo de choque tem potencial de gerar efeitos duradouros e alterar os alicerces do equilíbrio mundial vigente até então. No caso dos desequilíbrios das contas externas, alguns fatores, como a credibilidade inabalável do Federal Reserve, agravaram o problema ao impedir que elas se ajustassem pelos mecanismos “naturais”. Assim, na conjuntura atual, o ajuste se dará com graves custos para o mundo.

## **VII - REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

EICHENGREEN, Barry. “The Blind Men and the Elephant”. 2006.

OBSTFELD, Maurice; ROGOFF, Kenneth. “The Unsustainable U.S. Current Account Position Revisited. 2005.

CABALLERO, Ricardo; FARHI, Emmanuel; GOURINCHAS, Pierre-Olivier. “An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates”. 2006.

BLANCHARD, Olivier; GIAVAZZI, Francesco; SA, Filipa. “The U.S. Current Account and the Dollar”. 2005.

HAUSMANN, Ricardo; STURZENEGGER, Frederico. “U.S. and Global Imbalances: Can Dark Matter Prevent a Big Bang?”

SUMMERS, Lawrence. “Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation”. 2006.

BERNANKE, Ben. “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, Federal Reserve Board March 2005.

EDWARDS, Sebastian. “Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals, and Sudden Stops,” IMF Staff Papers 51 (Special Issue, 2004), pp. 1–49.

EDWARDS, Sebastian. "Is the Current Account Deficit Sustainable? If Not, How Costly Is Adjustment Likely to be?" *Brookings Papers on Economic Activity* 1:2005, pp. 211-288.

KRAAY, Aart; VENTURA, Jaume. "The Dot-Com Bubble, the Bush Deficits, and the U.S. Current Account," in Richard Clarida, ed., *G-7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, forthcoming 2006.

GREENSPAN, Alan. "The Evolving U.S. Payments Imbalance and Its Impact on Europe and the Rest of the World," *Cato Journal* 24 (Spring-Summer 2004), pp. 1-11.

OBSTFELD, Maurice; ROGOFF, Kenneth. "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments," *Brookings Papers on Economics Activity* 1:2005, pp. 67-146.