

Está a economia americana superaquecida?*

Ruben D. Almonacid[§]
Humberto F. S. Spolador[†]

ABSTRACT

This paper presents a diagnosis of the macro conditions of the US Economy. It analyses two possible scenarios. In the first, technological developments created preconditions for a rapid and sustainable economic growth with price stability. In the second, nothing essential has changed. The paper analyzes a series representative of production, measured by per capita real income and a series representative of total expenditures. We estimate an excess of actual output over its full employment level of almost 6% and an excess of expenditures over its equilibrium level of almost 5%, both when measured by the trade and the current account deficits. Two variables appear to explain this behavior of economic agents. One variable indicative of the level of excess wealth, here approximated by the overvaluation of the Dow Jones Index and one to capture the degree of competitiveness of the US economy. We concluded that by the end of 1999, the value of the Dow Jones Index was more than 60% above its equilibrium level. The overvaluation of the stock exchange and of the US dollar would explain the excess of production and of expenditures over their equilibrium level.

Key words: equilibrium level of output and expenditures, overvaluation of assets and external competitiveness.

RESUMO

Este trabalho apresenta um diagnóstico das condições macroeconômicas da economia americana. Dois possíveis cenários são analisados: no primeiro, os desenvolvimentos tecnológicos criam precondições para um crescimento rápido e sustentado, com estabilidade de preços; no segundo, nada de essencial muda. O trabalho analisa séries de produção, representada pela renda *per capita* real, e de dispêndio total. Nós estimamos um excesso de produto efetivo, em relação ao seu nível de pleno emprego, de quase 6%, e um excesso de dispêndio sobre o seu nível de equilíbrio de quase 5%, tanto quando medidos pelo déficit comercial como pelo déficit de transações correntes. Duas variáveis aparentam explicar esse comportamento dos agentes econômicos: uma indicativa do nível de excesso de riqueza, aproximada pela superavaliação do Índice Dow Jones, e uma que captura o grau de competitividade da economia americana. Nós concluímos que no final de 1999 o valor do Índice Dow Jones estava mais de 60% acima de seu nível de equilíbrio. A supervalorização da bolsa e do dólar americano explicariam o excesso de produção e de dispêndio em relação aos seus níveis de equilíbrio.

Palavras-chave: equilíbrio de produto, equilíbrio de dispêndio, supervalorização de ativos, competitividade externa.

JEL Classification: E32, E66.

* Esta versão do trabalho foi beneficiada pelos comentários de dois pareceristas anônimos que revisaram uma versão preliminar. É desnecessário dizer que qualquer erro remanescente é falha exclusiva dos autores.

§ PhD em Economia pela Universidade de Chicago, Livre Docente e Ex professor da FEA-USP.

† Mestrando da ESALQ-USP.

Introdução

Este trabalho aborda um tema de grande atualidade e relevância: um diagnóstico sobre a real situação da Economia Americana. A análise se concentra em duas variáveis principais: 1) no nível de renda ou produto produzido dentro das fronteiras dos EUA e 2) no nível de despesas dos americanos. O fato de se tratar da mais longa expansão conhecida do produto da economia americana sugere, para alguns, que o ciclo econômico foi finalmente vencido e que a partir de agora será possível crescer ininterruptamente e, o que é mais importante, com estabilidade de preços. Uma segunda corrente de pensamento entende que, pelo contrário, a existência desta prolongada expansão torna apenas o problema mais difícil porque é maior o nível de desequilíbrio que será necessário corrigir.

Para tentar quantificar uma resposta, analisamos as séries históricas de renda, do saldo da balança comercial e em transações correntes e variáveis que poderiam contribuir para “explicá-las”. No nosso caso, utilizamos duas variáveis explicativas: a valorização da Bolsa de Valores, como um indicador da evolução da riqueza americana, e um indicador da sua competitividade externa, medida por uma taxa real efetiva de câmbio. A nossa conclusão é de que o produto está pouco mais de 5% acima do que seria o seu nível de equilíbrio,¹ e que as despesas também estão acima do que seria o seu nível de equilíbrio. A nossa estimativa é de que os americanos estão gastando a um ritmo mais de 4.5% superior à sua renda de equilíbrio. Esse maior nível de despesas seria consequência tanto de uma elevada sobrevalorização da sua riqueza (a Bolsa estaria mais ou menos 60% acima de seu valor de equilíbrio) como de um nível de preços relativos em que a economia americana não é suficientemente competitiva.

Dada a importância da economia americana, *per se* e para o resto do mundo, corrigir esses desequilíbrios é uma tarefa necessária mas extremamente delicada, especialmente pela magnitude e relevância dos desequilíbrios envolvidos. Este artigo tem por objetivo alertar para a gravidade do problema e para a necessidade de o governo americano ser extremamente cuidadoso na condução da Política Econômica, para que possa conseguir uma aterrissagem suave.

1 Numa versão anterior deste trabalho concluímos que a renda estava próximo do seu valor de equilíbrio. Esta conclusão derivava de um erro de digitação da renda de 1997 que, quando corrigido, conduziu a esta nova e mais correta conclusão.

1 A análise

Ao longo dos últimos anos muito tem sido dito e escrito a respeito do rápido e ininterrupto processo de crescimento da economia americana. Este crescimento tem implicações para os mais diversos aspectos da economia do país e, pela importância de sua economia, também para a economia mundial. A situação atual representa o mais longo processo de expansão da economia de que se tem notícias e, o que é mais importante, sem mostrar, até a presente data, nenhuma manifestação de qualquer pressão inflacionária.² Para uns, esta situação seria resultado das contínuas e rápidas mudanças tecnológicas, particularmente na área de informática, que teriam produzido um novo paradigma (Uma Nova Economia), onde o ciclo econômico teria sido finalmente derrotado, sendo que a partir de agora seria possível crescer de forma ininterrupta e com estabilidade de preços. Para outros, dois problemas da economia americana tornariam esta visão exageradamente otimista. Primeiro, a valorização da Bolsa de Valores em níveis que fogem a expectativas realistas de lucros, que Alan Greenspan cunhou de exuberância irracional e, segundo, o elevado e crescente saldo negativo da balança comercial e em transações correntes seriam indicadores muito fortes de que alguma coisa não está bem.

Este trabalho pretende demonstrar que a segunda visão parece ser a mais correta. Ele vai apresentar números tentando estimar o tamanho do desequilíbrio da renda nacional e dos gastos globais e a provável magnitude do exagero na valorização da Bolsa de Valores. Analisaremos separadamente a trajetória da renda nacional, do índice Dow Jones da Bolsa de Nova York, o saldo da balança comercial e em transações correntes, para o mais longo período para o qual os dados estatísticos estão disponíveis.

Para tentar responder à pergunta se a economia está realmente numa trajetória de equilíbrio ou fora dela, vamos usar o fato de a renda *per capita*, em termos reais, ter se comportado, nos últimos 130 anos, como se ela crescesse ao longo de uma tendência linear estacionária (i.é, como se ela fosse *trend stationary*).³ O modelo que deixa os resíduos como ruído branco é um processo AR(2) com tendência determinista,⁴ que pode ser simbolizado como segue:

2 O dado relativo a Março, para o índice de preços por atacado, anunciado em 14/4/00, apresentou-se bastante superior ao esperado e desencadeou uma forte pressão especulativa. Desde que a primeira versão deste trabalho foi escrita, o índice da Bolsa Nasdaq já caiu mais de 30% e o Dow Jones, aqui usado como indicador de riqueza, teve queda de mais de 15%.

3 Ver nosso “A Raiz Unitária e os Processos Econômicos” 1999, *mimeo*.

4 Experimentamos outras alternativas, tais como: AR(1), ARMA(1,1) e ARMA(2,2). Mas o modelo AR(2) é o que apresentou os melhores resultados estatísticos: menor SEE e melhores critérios de Akaike e Schwarz.

$$y(t) = a + b t + c y(t-1) + d y(t-2) + e(t) \quad (1)$$

onde $y(t)$ é o logaritmo da renda real *per capita*, t é a variável tempo medida em anos, $e(t)$ é um ruído branco e a , b , c e d são os coeficientes que serão estimados. Se, de fato, a equação (1) descreve adequadamente o comportamento da renda *per capita*, e se a soma dos coeficientes $c+d$ é menor que um, esta série será *trend stationary*, e a trajetória da renda de equilíbrio será representada pela equação (2).

$$y^*(t) = \theta(0) + \theta(1)t \quad (2)$$

onde y^* é o logaritmo da renda real *per capita* de equilíbrio, com

$$\begin{aligned} \theta(0) &= [a - (c + d) \theta(1)] / (1 - c - d) \text{ e} \\ \theta(1) &= b / (1 - c - d). \end{aligned}$$

Utilizando os dados extraídos do livro de Friedman e Schwartz (1982) para o período 1869-1975 e os retirados das publicações do Fundo Monetário Internacional para o período 1976-1998, calculamos a regressão (1), com os seguintes resultados:

$$(1) \quad y(t) = 1.2893 + 0.0038 t + 0.9986 y(t-1) - 0.2291 y(t-2) + e(t), \quad R^2 \text{ Adj.} = 0.9916$$

(4.35) (4.25) (11.43) (-2.62) SEE = .0571

Os números entre parênteses correspondem aos t de student. Pelos testes Q de Lyung-Box, conclui-se que os resíduos são ruídos brancos. Como $c+d = .7695 < 1$, concluímos que a renda *per capita* é *trend stationary* (TS).⁵ Logo, a partir desta equação podemos estimar os coeficientes da equação (2), que apresentam os seguintes valores:

$$(2) \quad \theta(0) = 5.536659 \text{ e } \theta(1) = 0.016616$$

onde $\theta(1)$ representa a taxa anual de crescimento da renda *per capita* de equilíbrio. Utilizando-se estes dois coeficientes podemos calcular, de acordo com a equação (2), os valores para y^* , ou seja, a renda real *per capita* de equilíbrio. A diferença entre os valores

5 Como $c+d < 1$, podemos calcular o teste ADF dos resíduos entre $y(t)$ e $y^*(t)$, com a hipótese nula de que a série é TS. Aplicando o teste de Dickey e Fuller para raiz unitária a esses resíduos (para $a_0 = a_2 = 0$), obtemos o valor de ADF = -4.29, sendo que o valor crítico a 1% = -2.58. Portanto, aceitamos a hipótese de que esta série é TS.

observados e os valores de equilíbrio definem resíduos que deverão ser estacionários e serão uma estimativa do desequilíbrio da renda. Portanto,

$$\text{Desequily}(t) = y(t) - y^*(t) \quad (3)$$

O teste Dickey-Fuller Aumentado (ADF), tanto para a série original como para a série destes resíduos, atinge valores superiores, em valor absoluto, a 4.3 e o valor crítico a 1% para rejeitar Raiz Unitária é de 4.04 para a variável original e de 2.58 para a série de resíduos.⁶ Estes resultados indicam que, de fato, os resíduos são estacionários e, portanto, que ao longo dos últimos 130 anos da história americana a economia se comportou como se mantivesse uma taxa anual continuamente composta de crescimento da renda real *per capita* de equilíbrio constante de 1.661%. Indicam também que os desvios dessa tendência são transitórios, i.é., de que no longo prazo a economia retorna para esse crescimento médio e para a reta que descreve o equilíbrio de longo prazo. Indicam, finalmente, que estes resíduos medem o tamanho do desequilíbrio da economia com relação à renda de equilíbrio (pleno emprego).

Analisando esses resíduos (que aparecem no Gráfico 1, parte b, a seguir, e na Tabela 1, coluna 1, no apêndice), chega-se à conclusão que a economia americana tem oscilado entre um nível de renda até 20% superior ao equilíbrio de pleno emprego (para 1880) e um nível até 46% inferior ao seu equilíbrio de pleno emprego (para 1933, no fim da Grande Depressão). Este resíduo tem sido igual ou inferior a 15% para o grosso do período sob análise, e tem sido inferior a 10% a partir de 1969. Em tempos recentes, os números tem-se apresentado, com grande freqüência, maior do que zero, sendo que os valores positivos tendem a ser maiores que os negativos. O maior desequilíbrio negativo para o após guerra foi de -4.5% para o ano de 1949, o maior resíduo positivo tem sido da ordem de 10%, para diversos anos na década de 70. Estes resultados refletem, sem dúvida, a influência dos ensinamentos keynesianos para a Política Econômica. Levando-se em consideração que estes números abrangem 130 anos da história, incluindo várias guerras e até a Grande Depressão, eles parecem extraordinários e confiáveis. Incluindo dados estimados para o nível de renda *per capita* para 1999,⁷ o valor do resíduo para fins de 1999 é de 5.89%. Isto indica que o nível de produção está acima do seu nível de equilíbrio de pleno emprego, ou seja, **há superaquecimento na produção.**

6 Ver nosso "Difference Stationary vs. Trend Stationary and the ADF Test", Abril/2000, *mimeo*.

7 Dado o crescimento da renda nominal de 5.5%, do deflator implícito de 2% e da população de 1.5% chega-se, para 1999, a um crescimento da renda *per capita* de 1.9%, ligeiramente superior à taxa de crescimento de equilíbrio de longo prazo, de 1.661%.

Gráfico 1a
Renda Observada (y-observada) e Renda de Equilíbrio (y-equilíbrio)

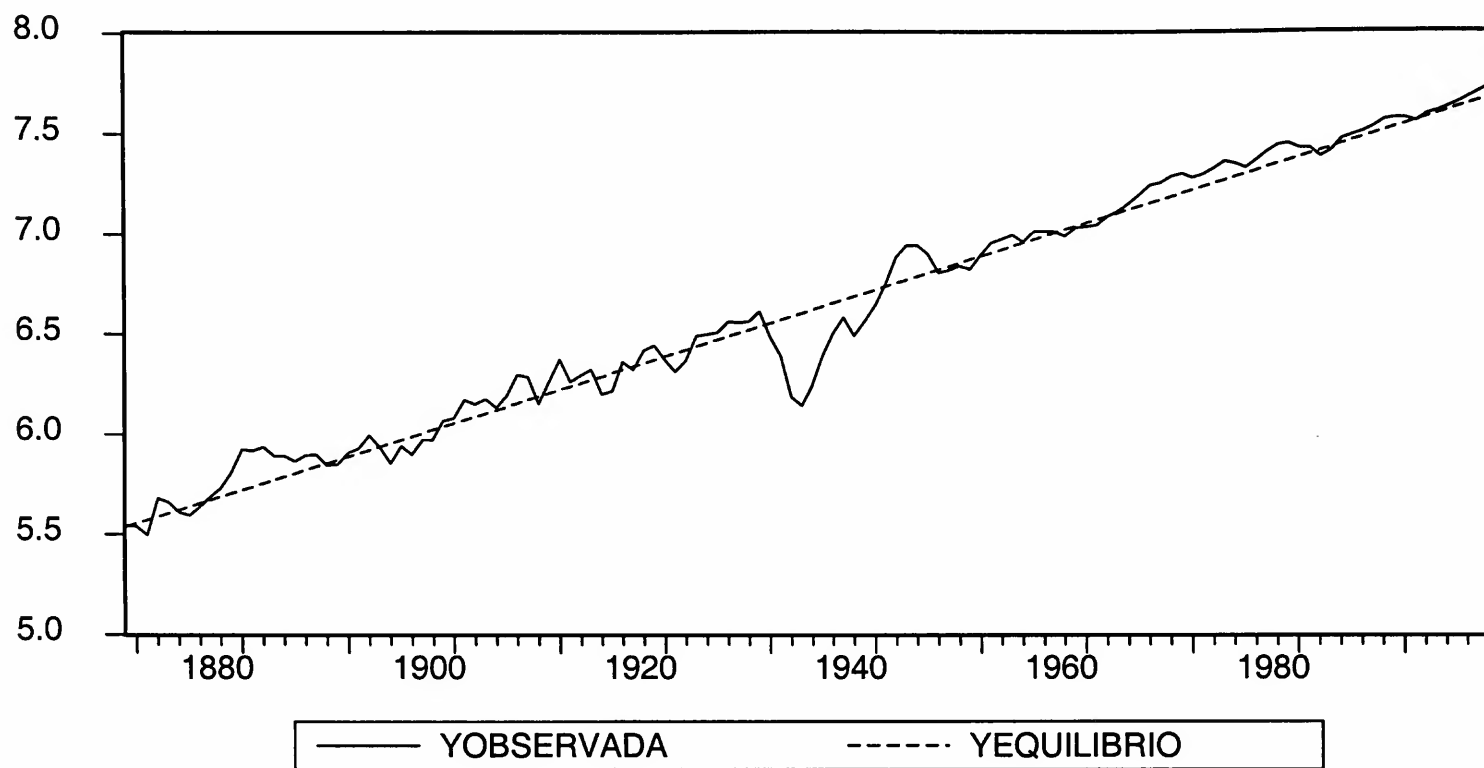
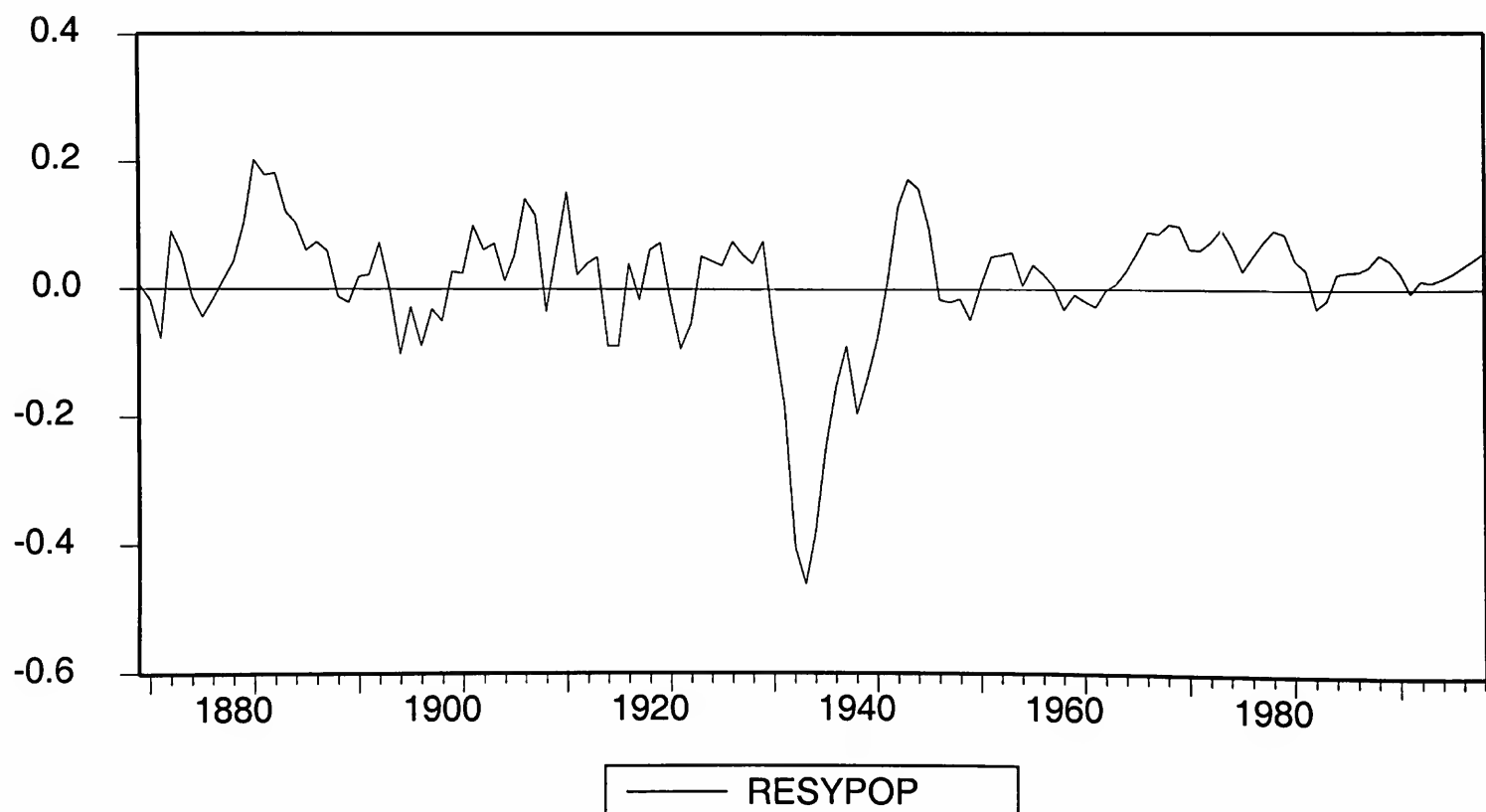


Gráfico 1b
Desequilíbrios de Renda (Resypop)



Uma análise do nível de gastos e do equilíbrio no mercado dos ativos da economia americana parecem confirmar este diagnóstico. Vamos começar analisando o índice Dow Jones da Bolsa de Nova York para o período 1920-1999. Neste caso, o comportamento do logaritmo do índice em termos reais parece ser descrito por um processo ARMA(2,1) com tendência determinista. A regressão estimada é:

$$p(t) = a + b t + c p(t-1) + d p(t-2) + ma(1)^8 \quad (3)$$

onde p é o logaritmo do índice Dow Jones deflacionado pelo deflator implícito do produto e $ma(1)$ é uma média móvel de um ruído branco. Se esta equação descreve, de fato, o comportamento do mercado acionário e $c+d < 1$, de forma que o processo seja TS, a trajetória do logaritmo do índice Dow Jones real de equilíbrio, p^* , será:

$$p^*(t) = \phi(0) + \phi(1) t \quad (4)$$

onde $\phi(0)$ e $\phi(1)$ são duas constantes obtidas da seguinte relação:

$$\phi(0) = (a + \phi(1) \lambda) / (1 - \lambda) \text{ e } \phi(1) = b / (1 - \lambda),$$

sendo $\lambda = c + d$.

O resultado de estimar a equação (3) para o período 1920-1999 é:

$$(3) \quad p(t) = 0,15335 + 0,000647t + 1,835 p(t-1) - 0,868p(t-2) - 0,9899MA(1) \quad R^2 \text{ Aj} = .87.$$

(2,637) (3,26) (3,10) (-14,68) (-1116,56)

Neste caso, como o valor de $c+d = .967$, não está tão claro que o índice DJ seja de fato TS.⁹ A alternativa seria que a série fosse DS sem *drift*.¹⁰ Se este for o caso, e se a série

8 Tentamos diversas outras alternativas, tais como incluir apenas uma defasagem de p e outras formas de AR e MA para o termo aleatório. A alternativa ARMA(2,1) usada aqui é a que apresenta ruído branco nos resíduos e menor valor para o SEE e para os valores dos critérios de Akaike e Schwarz.

9 A maior volatilidade desta série torna mais difícil discriminar se há ou não raiz unitária. Acreditamos que numa série mais longa seria possível confirmar, com maior margem de segurança, que se trata de fato de uma série TS. Os dados publicados pela *Folha de S. Paulo* em 15/4/00, p. 4 do Caderno 2, para a relação Preço/Lucro, incluindo dados até 1880, parecem confirmar esta nossa suspeita e hipótese preliminar.

10 O pequeno valor observado para a taxa de crescimento da série (aproximadamente 3% ao ano) e o elevado valor de a excluem a possibilidade de que a série seja DS com *drift*. Ver nosso "TS versus DS and the ADF test", 2000, *mimeo*.

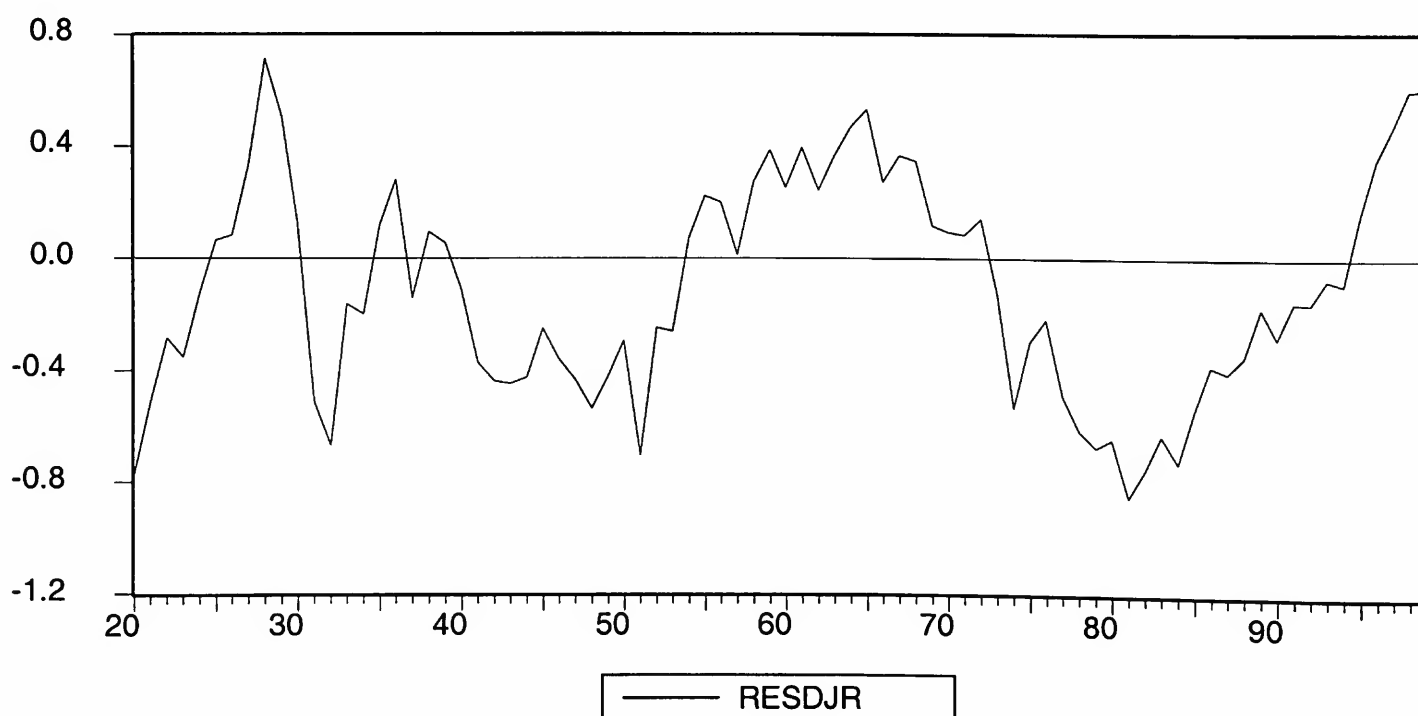
fosse DS, os valores observados seriam valores de equilíbrio e não haveria ajustes a serem feitos no índice. Esta hipótese não é compatível nem com os valores dos parâmetros estimados na equação (3), nem com a experiência de bolhas especulativas observadas no passado. Portanto, sujeito a uma confirmação posterior com o uso de mais dados, aqui vamos supor que a série é TS.

Se o logaritmo do Índice Dow Jones em termos reais é TS, podemos estimar o valor dos parâmetros $\phi(0)$ e $\phi(1)$ e a partir daí os valores para p^* . A discrepância entre os valores observados, p , e os valores de equilíbrio, p^* , define um resíduo, que pode ser interpretado como sendo uma medida da sobrevalorização (para resíduos positivos) ou subvalorização (para resíduos negativos) da Bolsa Americana e, por extensão, para o desequilíbrio de seus outros ativos reais. Este maior ou menor nível de riqueza afeta o comportamento dos consumidores, fazendo-os gastar mais ou menos do que o que seria de equilíbrio, afetando, assim, o saldo da balança comercial e em transações correntes.

As nossas estimativas para $\phi(0)$ e $\phi(1)$ são: $\phi(0) = 4,1327$ e $\phi(1) = 0,0196$.

A partir destes valores, calculamos p^* e os desequilíbrios na Bolsa, que são apresentados no Gráfico 2.¹¹

Gráfico 2
Desequilíbrios da Bolsa de Valores (ResDJR)



11 Observam-se dois ciclos nos oitenta anos desta série, indicando um ciclo médio de aproximadamente 40 anos. Isto é compatível com o valor de λ encontrado, da ordem de .9.

O teste de raiz unitária para esta série é 2.57, sendo que o valor crítico a 1% é de 2.59. Podemos observar que ao longo destes últimos 80 anos o resíduo da Bolsa tem oscilado entre -.85 em 1981 e +.71 em 1928, tendo atingido valores negativos próximos em 1920, 1932 e 1974 e valores positivos também semelhantes em 1965 e 1999. Pelos nossos cálculos, a Bolsa Americana estaria atualmente sobrevalorizada em aproximadamente 60%, dando assim fundamentos à preocupação de Alan Greenspan.

Por outro lado, definimos o nível de renda *per capita*, z , como sendo: $z = c + g + i + x - m$, onde c , g , i , x e m correspondem, respectivamente, aos níveis do consumo, gasto do governo, investimento, exportações e importações, em termos reais *per capita*. Já o nível de gastos domésticos em termos reais *per capita*, w , seria igual à renda mais as importações e menos as exportações:

$$w = c + g + i = z - x + m,$$

onde $x - m$ é o saldo da balança comercial, em termos reais *per capita*.

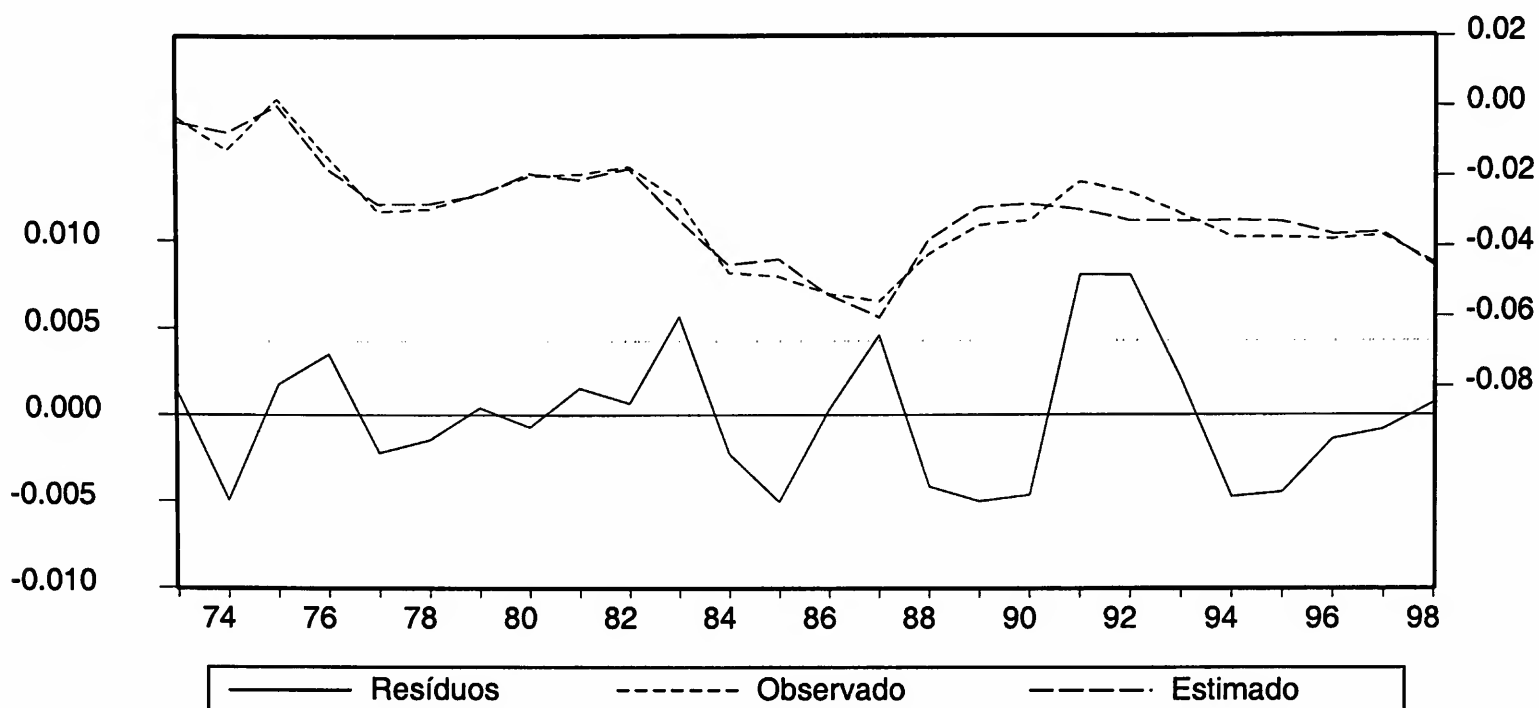
Para eliminar o efeito da mudança de escala desta série, decorrente do crescimento econômico, calculamos o saldo em relação à renda, e para eliminar o fato de que a renda pode não estar no seu valor de equilíbrio, o que distorceria o cálculo, utilizamos z^* , a renda de equilíbrio, calculada como sendo o antilogaritmo de y^* ¹². Portanto, para a próxima análise calculamos o saldo da balança comercial real *per capita* em relação ao nível de renda de equilíbrio, sbc ,

$$sbc = (x - m) / z^*,$$

apresentado no Gráfico 3.

12 Não seria possível definir diretamente a renda de equilíbrio utilizando um processo análogo ao utilizado para definir y , porque a renda *per capita* não é TS.

Gráfico 3
Saldo da Balança Comercial Real em Relação à Renda de Equilíbrio - sbc



Para o último dado observado, o $sbc = -4,5\%$, um valor que nos parece bastante distante do equilíbrio. Todavia, o que é pior é a sua clara tendência negativa. Para tentar “explicar” o comportamento do sbc calculamos uma regressão, onde incluímos duas variáveis explicativas. A primeira é um indicador do nível de riqueza e a segunda um indicador de preços relativos. Para o nível de riqueza utilizamos o desequilíbrio na Bolsa de Valores, ResDJR, como definido acima. Como indicador de preços relativos utilizamos cinco indicadores da taxa de câmbio real efetiva, calculados pelo Fundo Monetário Internacional, a saber: dois indicadores baseados no custo da mão-de-obra, um indicador baseado no deflator implícito da renda, um utilizando os preços por atacado e um o preço das exportações. O FMI calcula um sexto indicador, utilizando preços ao consumidor, que não nos foi possível obter.

Os resultados econométricos para todos estes indicadores são muito semelhantes. Em todos os casos, os coeficientes estimados têm o sinal esperado e são muito significantes. Um aumento do valor da Bolsa reduz o sbc; uma melhora da competitividade da Economia Americana aumenta o seu sbc. Para a nossa medida de riqueza, os melhores resultados parecem indicar que leva um ano para esta afetar o sbc; os melhores resultados para a variável preço relativo parecem indicar que leva dois anos para esta afetar o sbc.¹³

¹³ Para se chegar a estes resultados utilizamos testes de causalidade de Granger e experimentamos diversas combinações de defasagens. A indicada no texto é a que minimiza o valor do SEE.

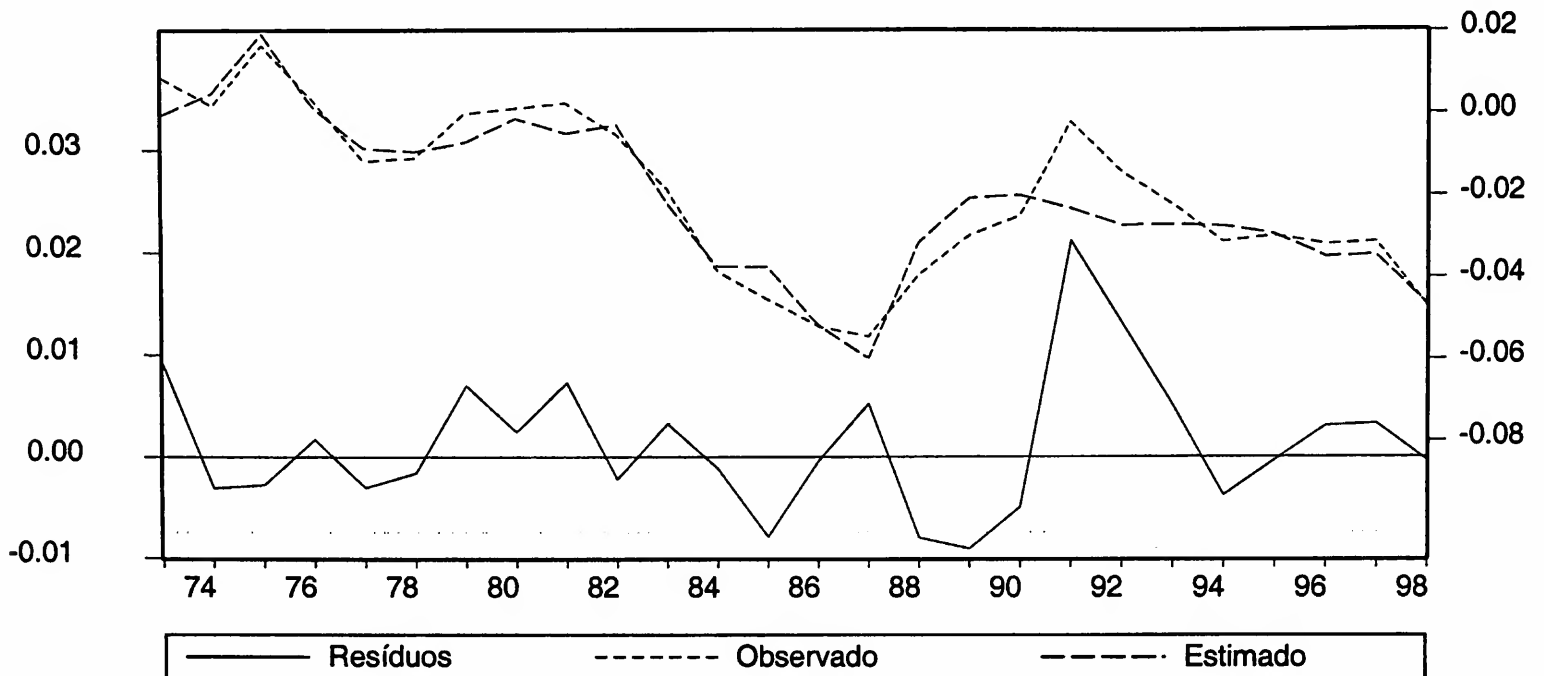
Para ilustrar, apresentamos a seguir uma das equações estimadas (no caso utilizando-se o índice de preços por atacado, índice 4).

Dependent Variable: sbc

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.053656	0.008796	6.099797	0.0000
RESDJR(-1)	-0.026687	0.003823	-6.980136	0.0000
IND4(-2)	-0.000893	8.59E-05	-10.39870	0.0000
AR(1)	0.717282	0.030712	23.35502	0.0000
MA(1)	-0.989906	0.034430	-28.75131	0.0000
R-squared	0.929215	Mean dependent var		-0.030165
Adjusted R-squared	0.915732	S.D. dependent var		0.014601
S.E. of regression	0.004238	Akaike info criterion		-7.918178
Sum squared resid	0.000377	Schwarz criterion		-7.676236
Log likelihood	107.9363	F-statistic		68.91814
Durbin-Watson stat	1.597950	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.72			
Inverted MA Roots	.99			

Contudo, a variável mais adequada para se medir o desequilíbrio externo é o saldo em transações correntes em relação ao produto de equilíbrio (stc), definida de forma análoga ao sbc, que inclui a balança de serviços e mede, portanto, o uso de poupança externa (se negativo) ou os investimentos no exterior (se positivo). São esses resultados os que apresentamos a seguir. O Gráfico 4 apresenta os números para o Saldo em Transações Correntes real *per capita* em relação à renda de equilíbrio (stc).

Gráfico 4
Saldo em Transações Correntes Real em Relação à Renda de Equilíbrio, stc



Uma vez mais podemos constatar um desequilíbrio importante na absorção de poupança externa dos EUA. Para o último dado disponível este desequilíbrio é de -4.7% . Mas, o pior talvez seja sua tendência negativa que, como no caso do sbc, vem sendo observada ao longo dos últimos anos.

Para “explicar” a variável *stc* utilizamos as mesmas variáveis e os resultados alcançados foram semelhantes aos obtidos no caso do sbc.¹⁴ Para fins ilustrativos, apresentamos a equação correspondente à já estimada para sbc (taxa de câmbio efetiva utilizando o índice de preços por atacado).

14 Na versão anterior deste artigo, a regressão para o *stc* era formalmente diferente da estimada para o sbc. Isto adveio de um erro de digitação, tendo sido corrigido na presente versão.

Dependent Variable: stc

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.081253	0.016159	5.028470	0.0001
IND4(-2)	-0.001133	0.000149	-7.589308	0.0000
RESDJ(-1)	-0.031910	0.008884	-3.592001	0.0017
AR(1)	0.831263	0.048354	17.19125	0.0000
MA(1)	-0.989947	0.000529	-1872.038	0.0000
R-squared	0.884133		Mean dependent var	-0.019566
Adjusted R-squared	0.862063		S.D. dependent var	0.020154
S.E. of regression	0.007485		Akaike info criterion	-6.780757
Sum squared resid	0.001177		Schwarz criterion	-6.538816
Log likelihood	93.14984		F-statistic	40.06038
Durbin-Watson stat	1.444867			

Conclusões

Os aparentemente bons resultados apresentados pela Economia Americana têm sido motivo de grande entusiasmo por parte das autoridades nacionais e internacionais e do empresariado. O último fórum internacional em Davos reflete cabalmente esse sentimento. No entanto, uma análise mais profunda dos números mostra que existem fatores extremamente importantes que não estão sendo adequadamente levados em conta, apesar das repetidas advertências de Greenspan, talvez por não terem sido acompanhadas de números que documentem sua preocupação.

Este trabalho analisou o nível de produção e de despesas dos EUA, no horizonte mais longo para o qual nos foi possível obter dados estatísticos. Nossa conclusão é de que há desequilíbrio tanto na produção como no gasto global. Para 1999, o nível de produção estaria cerca de 5.6% acima do seu nível de equilíbrio, com tendência a piorar. Também com relação às despesas globais, tanto quando se inclui apenas a balança comercial como quando se considera o total do uso de poupança externa - o saldo em transações correntes (stc) - os resultados parecem indicar um forte desequilíbrio e, mais importante, um desequilíbrio com tendência a piorar. A nossa estimativa para o excesso de despesas para o ano de 1999 supera os 4.7% do produto de equilíbrio. Um número muito elevado, quando

se leva em consideração que não é um dado isolado, senão que ele reflete uma tendência que tem se agravado nos últimos anos, e que ao longo do tempo se transforma em aumento da dívida externa.

Na análise apresentada, duas variáveis tendem a determinar o comportamento tanto do sbc como do stc. A primeira é um indicativo do nível de riqueza da economia, para o qual tomamos como *proxy* o desequilíbrio na Bolsa de Valores. A segunda é um indicativo da competitividade da economia, para o qual foram utilizados vários indicadores de taxa de câmbio efetiva, calculados pelo FMI, que lançou mão de vários critérios, como: o custo da mão-de-obra, o deflator implícito da renda, o índice de preços por atacado e o preço das exportações, dos diferentes países. Um aumento da riqueza ou uma perda de competitividade tende a piorar os saldos da balança comercial e em contas correntes. Em ambos os casos, leva algum tempo para que as variáveis explicativas completem seus efeitos sobre o total de gastos. No caso da riqueza, aqui aproximado pelo desequilíbrio na valorização da Bolsa, nossa estimativa é que leva um ano para que suas mudanças afetem os sbc e stc. No caso dos preços relativos, a defasagem seria de dois anos.

Pelos valores envolvidos e pelos reflexos que esta variável tem para as finanças do mundo capitalista, a sobrevalorização da Bolsa de Nova York é, *per se*, muito importante. A nossa estimativa é que o Índice Dow Jones supera em aproximadamente 60% o que seria seu o nível de equilíbrio. Números dessa grandeza já foram observados no passado, tanto para cima como para baixo, mas isso não torna menos grave o desequilíbrio atual. A sobrevalorização da Bolsa e os desequilíbrios externos tiveram origem na época em que o governo americano tinha fortes déficits fiscais, mas isso já não acontece. As bolhas especulativas são uma das dificuldades que o sistema capitalista e a economia de mercado não conseguem resolver sozinhos.¹⁵ Elas são parte de um círculo vicioso que, uma vez iniciado, é muito difícil de ser controlado. Talvez uma administração cuidadosa, como a de Greenspan, seja capaz de gerar uma aterrissagem suave (*soft landing*) e, com isso, evitar uma catástrofe.

Bibliografia

Almonacid, R. and Scrimini, G. A bolsa está sobrevalorizada? *Informações FIFE*, n. 213, p. 11-15, Junho de 1998.

15 Ver a este respeito Almonacid (1998).

Almonacid, R. A crise asiática e o papel do FMI. *Economia Aplicada*, v. 2, n. 3, p. 609-626, Julho-Setembro, 1998.

Almonacid, R. and Spolador, H. Ciclos reais versus ciclos keynesianos. 2000, *mimeo*.

_____. Difference stationary vs. trend stationary series and the ADF tests. Abril/2000, *mimeo*.

_____. A raiz unitária e os processos econômicos. 1999, *mimeo*.

Choi, I. Most US economic series do not have unit roots: Nelson and Plosser's (1982) results reconsidered. Ohio State University, 1982, *mimeo*.

Cochrane, J. H. A critique of the application of the unit root tests. *Journal of Economic Dynamics and Control*, v. 15, n. 2, 1991.

_____. How big is the random walk in GNP. *Journal of Political Economy*, v. 96, 1988.

DeJong, David and Whiteman, Charles. Reconsidering trends and random walks in macroeconomic time series. *Journal of Monetary Economics*, 28, 1991.

Johnston and Dinardi. *Econometric methods*. New York: McGraw-Hill, 1997.

Maddala, C. *Introduction to econometrics*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1992.

Tabela 1
Valores das estimativas dos desequilíbrios de renda(resypop)
e da Bolsa de Valores(resdjr)

Ano	Resypop	Resdjr	Ano	Resypop	Resdjr	Ano	Resypop	Resdjr	Ano	Resypop	Resdjr
1869	0.005052	na	1902	0.062275	na	1935	-0.248265	0.118488	1968	0.102266	0.347778
1870	-0.016323	na	1903	0.071165	na	1936	-0.151841	0.282246	1969	0.099188	0.117941
1871	-0.076394	na	1904	0.012979	na	1937	-0.088007	-0.140886	1970	0.062917	0.094501
1872	0.090516	na	1905	0.053317	na	1938	-0.194724	0.093996	1971	0.061850	0.084087
1873	0.055160	na	1906	0.141689	na	1939	-0.141054	0.053458	1972	0.075119	0.141247
1874	-0.012077	na	1907	0.115772	na	1940	-0.075508	-0.110676	1973	0.094353	-0.123701
1875	-0.042836	na	1908	-0.035086	na	1941	0.011990	-0.371437	1974	0.067478	-0.533250
1876	-0.015217	na	1909	0.058362	na	1942	0.129016	-0.438264	1975	0.029320	-0.297054
1877	0.013570	na	1910	0.152165	na	1943	0.172449	-0.447803	1976	0.053366	-0.218429
1878	0.043437	na	1911	0.022622	na	1944	0.157147	-0.425077	1977	0.074194	-0.489023
1879	0.104029	na	1912	0.041156	na	1945	0.094903	-0.249506	1978	0.092949	-0.613590
1880	0.203059	na	1913	0.050685	na	1946	-0.015958	-0.360642	1979	0.086777	-0.675737
1881	0.179902	na	1914	-0.088819	na	1947	-0.019769	-0.433597	1980	0.045779	-0.644232
1882	0.181856	na	1915	-0.088777	na	1948	-0.014998	-0.536399	1981	0.030995	-0.852970
1883	0.121273	na	1916	0.040092	na	1949	-0.047369	-0.419745	1982	-0.028296	-0.753384
1884	0.104313	na	1917	-0.015939	na	1950	0.005639	-0.294021	1983	-0.015639	-0.629092
1885	0.060784	na	1918	0.062054	na	1951	0.051419	-0.705027	1984	0.024633	-0.729461
1886	0.073871	na	1919	0.072773	na	1952	0.053785	-0.248829	1985	0.027299	-0.540783
1887	0.059686	na	1920	-0.013519	-0.770282	1953	0.057569	-0.260354	1986	0.028315	-0.381954
1888	-0.011667	na	1921	-0.092480	-0.512031	1954	0.005837	0.072966	1987	0.035925	-0.405945
1889	-0.020530	na	1922	-0.053209	-0.284465	1955	0.038677	0.222980	1988	0.054418	-0.346084
1890	0.019532	na	1923	0.052293	-0.351489	1956	0.024385	0.200035	1989	0.045380	-0.174221
1891	0.022496	na	1924	0.044785	-0.123642	1957	0.004787	0.012566	1990	0.025730	-0.282108
1892	0.073077	na	1925	0.037107	0.064538	1958	-0.031880	0.273991	1991	-0.004875	-0.153793
1893	-0.003148	na	1926	0.075271	0.081917	1959	-0.007918	0.385749	1992	0.013652	-0.157853
1894	-0.101529	na	1927	0.054160	0.336002	1960	-0.018381	0.252344	1993	0.011684	-0.072574
1895	-0.027931	na	1928	0.040542	0.713568	1961	-0.027471	0.396294	1994	0.017420	-0.091384
1896	-0.089013	na	1929	0.075484	0.508295	1962	-0.000773	0.243942	1995	0.025228	0.155083
1897	-0.031177	na	1930	-0.067136	0.125036	1963	0.008034	0.367982	1996	0.035419	0.349900
1898	-0.049330	na	1931	-0.182430	-0.511840	1964	0.029650	0.469801	1997	0.045940	0.468118
1899	0.027883	na	1932	-0.403982	-0.668642	1965	0.058767	0.532257	1998	0.056354	0.599145
1900	0.025451	na	1933	-0.461528	-0.161635	1966	0.089967	0.272387	1999	0,058876	0.601494
1901	0.099751	na	1934	-0.382092	-0.199375	1967	0.086451	0.366860			