

DÓLAR: O DILEMA DO PRESIDENTE BUSH

*Mário Ferreira Presser**

Introdução

Desde a realização do acordo do Plaza pelo Grupo dos Sete, em setembro de 1985, o dólar desvalorizou substancialmente frente às moedas dos demais países industrializados. Cálculos do banco central alemão indicam que o valor do dólar, frente a uma cesta de 14 moedas de países industrializados, caiu 34% entre setembro de 1985 e dezembro de 1988 (Presser, 1988). Nesse mesmo período e frente a essa mesma cesta de moedas, o iene japonês valorizou 54%, e o marco alemão também valorizou 13%.

O movimento de desvalorização do dólar, pactado pelo Grupo dos Sete, já causou uma séria crise financeira em outubro de 1987 (Monthly Rep. dtsh. Bundesbank, 1989, p.82). Superada essa crise, uma das características marcantes de 1988 e do primeiro semestre de 1989 foi a maior estabilidade das taxas cambiais no interior do Grupo dos Sete, graças às pesadas intervenções coordenadas dos bancos centrais nos mercados de câmbio. Porém essa maior estabilidade das taxas cambiais não evitou uma pronunciada flutuação do dólar contra os seus principais rivais desde outubro de 1987 (Gráfico 1). Esse movimento foi uma resposta das voláteis expectativas dos agentes nos mercados cambiais à conjuntura de curto prazo, dado que as expectativas sobre o médio e o longo prazos na economia internacional continuam sujeitas à considerável controvérsia.

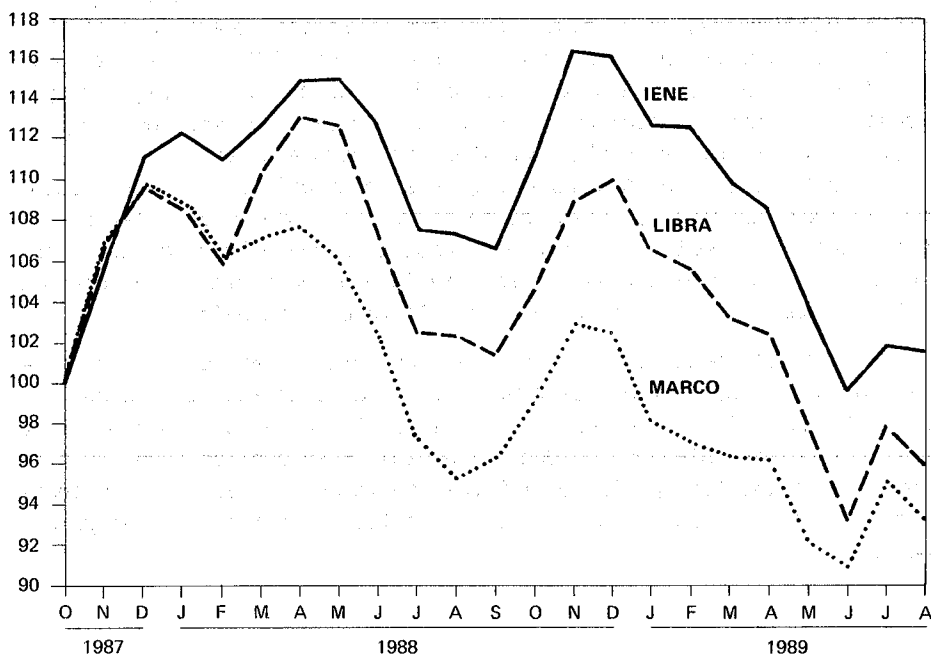
O objetivo deste artigo é descrever as influências sobre a trajetória do dólar desde outubro de 1987. Para isso, é necessária uma análise conjunta da política econômica dos principais países do Grupo dos Sete (Estados Unidos, Alemanha Ocidental e Japão). Essa análise deve levar em conta os movimentos dos fluxos internacionais de capitais e os desequilíbrios externos presentes durante esse período no interior do Grupo dos Sete.

* Pesquisador do Centro de Estudos de Conjuntura e do Centro de Relações Internacionais do Instituto de Economia da Universidade de Campinas (UNICAMP). O autor agradece a Cássia Regina Nalecio o auxílio no banco de dados e a Carlos Anibal N. Costa a colaboração numa versão anterior deste artigo.

O artigo inicia com a descrição das medidas emergenciais tomadas pelo Grupo dos Sete para evitar a difusão da crise nas bolsas de valores. O segundo item trata das mudanças nas expectativas dos mercados financeiros ao longo dos três primeiros trimestres de 1988, que resultou numa valorização inesperada do dólar. O terceiro item investiga o declínio do dólar no último trimestre de 1988 e a sua recuperação e crescente valorização ao longo dos primeiros oito meses de 1989. Uma conclusão, apontando o dilema hoje enfrentado pela administração Bush, encerra o artigo.

GRÁFICO 1

ÍNDICES DA TAXA DE CâMBIO DO IENE, DO MARCO E DA LIBRA FRENTE AO DÓLAR – OUT-87/AGO-89



1 — As medidas emergenciais (outubro a dezembro de 1987)

Com a crise nas bolsas de valores em outubro, a política monetária nos principais países avançados sofreu brusca reversão. Os bancos centrais trataram de fornecer a liquidez necessária aos sistemas financeiros para evitar quebras em cadeia. As taxas de juros baixaram generalizadamente (Gráficos 2, 3, 4 e 5), e a crise foi confinada nas instituições que operam nos mercados de valores.

GRÁFICO 2

TAXAS DE JUROS DO "OVERNIGHT" NORTE-AMERICANO (FEDERAL FUNDS) — OUT-87/AGO-89

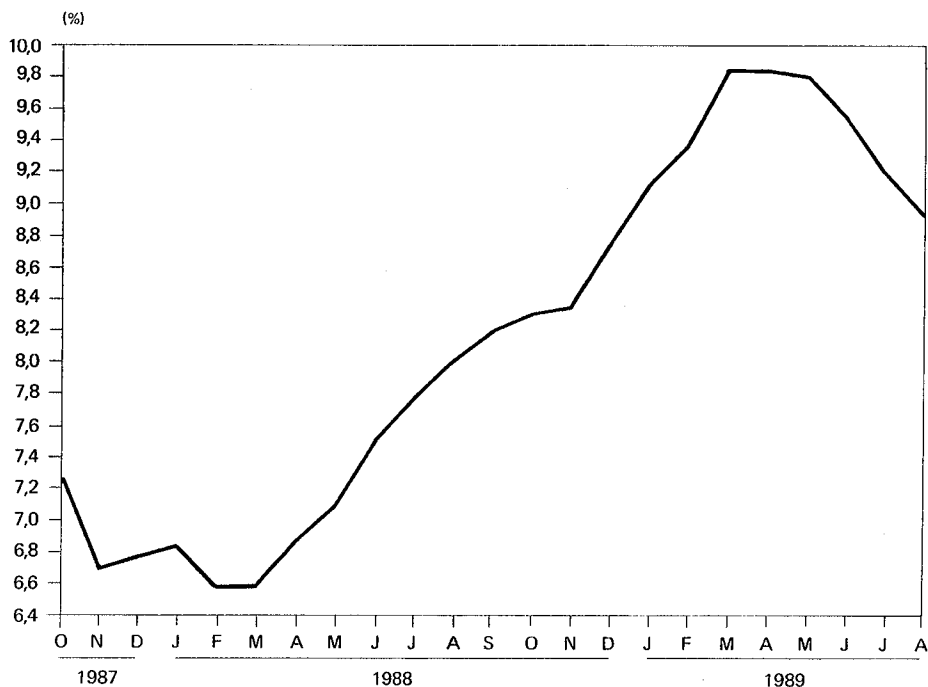
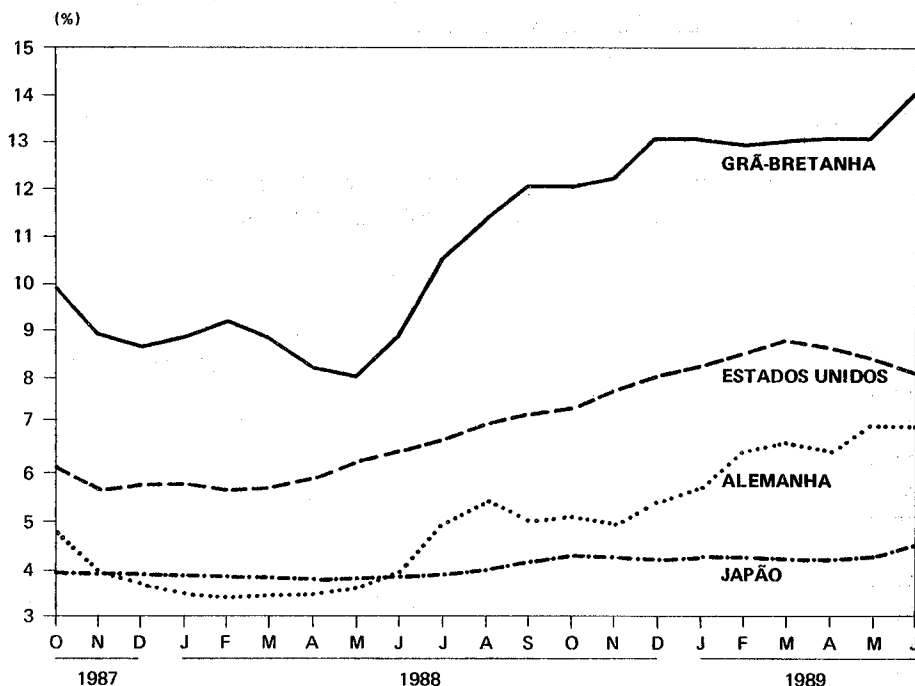


GRÁFICO 3**TAXAS DE JUROS DE CURTO PRAZO DOS ESTADOS UNIDOS, DO JAPÃO,
DA ALEMANHA E DA GRÃ-BRETANHA – OUT-87/JUN-89****FONTE:** Tabela 3.

Sem dúvida, a iminência de uma crise financeira mundial de grandes proporções forçou atitudes mais cooperativas entre as autoridades monetárias do Grupo dos Sete, inclusive dos renitentes dirigentes alemães. Ao final de outubro, a Alemanha iniciou a redução de uma de suas taxas de intervenção no mercado monetário, e, em novembro, as suas taxas de juros de curto prazo retornaram ao patamar anterior à subida frenética de setembro a outubro.

A administração Reagan, em troca, começou a negociar com o Congresso uma redução do "deficit" fiscal previsto para os dois próximos anos. Dadas as dificuldades desse entendimento (1988 foi um ano eleitoral, e o Congresso era majoritariamente democrata), a única política norte-americana ativa no imediato pós-crise foi a desvalorização do dólar. Frente ao dilema de escolher entre proteger o nível de atividades da economia norte-americana ou defender o dólar, as autoridades norte-americanas optaram pela primeira alternativa. De 20 de outubro a 29 de dezembro, a cotação nominal do dólar caiu de 141 para 123 contra o iene e de 1,77 para 1,59 contra o marco alemão.

GRÁFICO 4

TAXAS DE JUROS DE LONGO PRAZO DOS ESTADOS UNIDOS, DO JAPÃO, DA ALEMANHA E DA GRÃ-BRETANHA – OUT-87/JUN-89

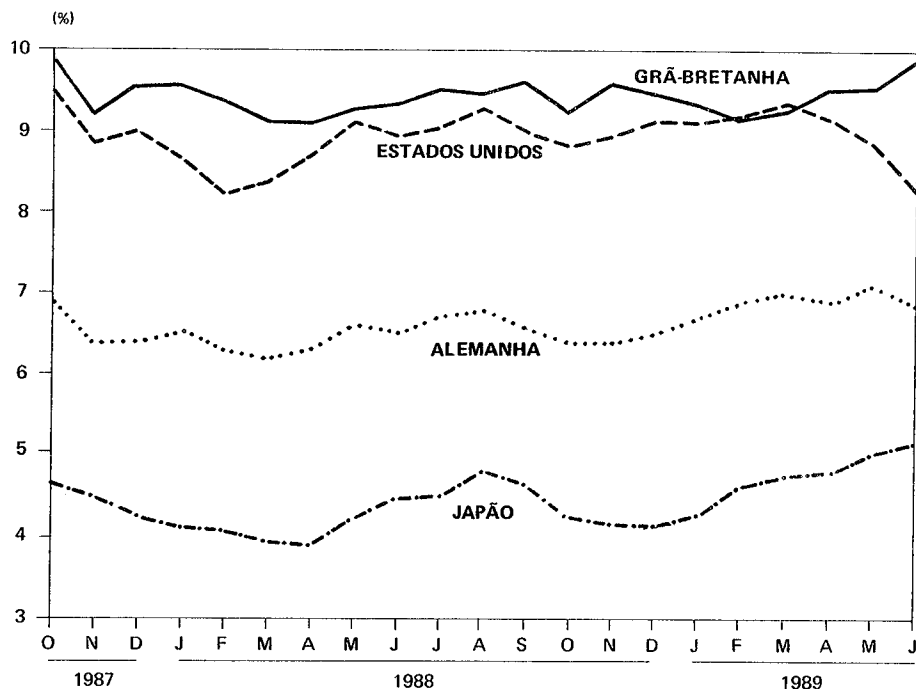
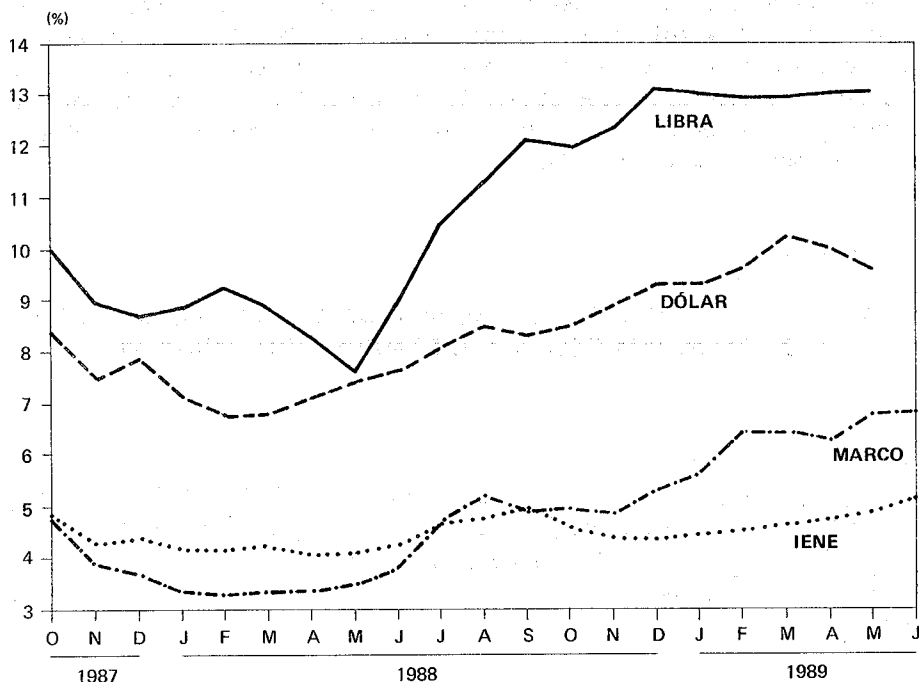


GRÁFICO 5

TAXAS DE JUROS NO EUROMERCADO — OUT-87/JUN-89



FONTE: Tabela 5.

Essa rápida queda do dólar gerou considerável instabilidade no Sistema Monetário Europeu (SME) e nos mercados financeiros. No SME, a desvalorização do dólar renovou os conflitos entre a França e a Alemanha¹. A França juntou-se mais uma vez aos Estados Unidos no reclamo de uma política econômica mais expansiva por parte da Alemanha. O banco central alemão concordou, no início de dezembro, em reduzir a sua taxa de redes-

¹ O banco central alemão gastou mais de 7 bilhões de marcos para apoiar o franco francês após outubro de 1987. Para uma visão da política econômica alemã e seus efeitos sobre a França, ver Planchou (1988).

conto, numa operação conjunta com sete outros bancos centrais. No entanto os alemães recusaram-se a adiantar a reforma fiscal prevista para 1990. As despesas fiscais alemãs foram aumentadas de forma muito moderada, através de um plano trienal (1988-90) divulgado em dezembro, destinado a sustentar a demanda doméstica por meio de créditos-suplementares às autoridades locais e aos pequenos empresários.

Os mercados financeiros permaneceram extremamente voláteis ao longo do último trimestre de 1987. O ouro, cuja cotação média (onça-troy) era de US\$ 460 em setembro, chegou a alcançar US\$ 500 em dezembro, refletindo o nervosismo imperante nesses mercados. Nesse mês, foi divulgado o "deficit" comercial recorde dos Estados Unidos em outubro, bem superior ao esperado, que serviu para debilitar novamente a confiança no dólar. Até o final do ano, o dólar teve cotações cadentes frente às principais moedas. A Bolsa de Valores de Nova Iorque, no início de dezembro, recuou para um índice Dow Jones de 1766, o seu menor valor desde 19 de outubro. A ameaça iminente de nova desordem nos mercados financeiros levou o Grupo dos Sete a reafirmar os termos do Acordo de Louvre em 22 de dezembro, dessa vez sustentando a retórica com pesadas intervenções dos bancos centrais nos mercados cambiais para convencer os especuladores. Após essas intervenções, o dólar e o mercado de ações recuperaram-se, como veremos no próximo item.

Certamente o desempenho real das principais economias do Grupo dos Sete no último semestre de 1987 auxiliou os bancos centrais na sua tarefa dissuasória. Os Estados Unidos, a Alemanha e o Japão aceleraram o crescimento no segundo semestre de 1987, sendo que principalmente este último registrou um notável crescimento.² Também a Grã-Bretanha, Canadá, Espanha e Portugal cresceram acima do esperado na área da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). A probabilidade de uma recessão internacional imediata tornou-se cada vez mais afastada ao longo do primeiro trimestre de 1988.

2 — O aumento da confiança no dólar (janeiro a setembro de 1988)

A principal característica do primeiro semestre de 1988 foi a diminuição da volatilidade das expectativas nos mercados financeiros, embora, em abril, fosse necessária nova intervenção conjunta dos bancos centrais, para afastar outra crise de confiança no dólar.

² As principais variáveis que ilustram o desempenho econômico da Alemanha Ocidental, Estados Unidos, Grã-Bretanha e Japão se encontram no final do texto.

O aumento da confiança nos mercados financeiros deveu-se, além da melhor coordenação do Grupo dos Sete, à sensível melhora da balança comercial norte-americana. Impulsionadas pela desvalorização acumulada contra os seus parceiros comerciais desde 1985 e pelo crescimento sincronizado de várias economias da OCDE, as exportações norte-americanas dinamizaram a economia e contribuíram para uma significativa redução de seu "deficit" comercial. Este diminuiu de uma média mensal de US\$ 12,7 bilhões no último trimestre de 1987 para US\$ 10,4 bilhões no primeiro trimestre de 1988 e US\$ 9,5 bilhões no segundo trimestre.

A maior tranqüilidade dos mercados financeiros também decorreu do preventivo aperto na política monetária em alguns países do Grupo dos Sete, ao final do primeiro semestre. Com a expansão econômica, surgiram tensões inflacionárias, e as taxas de juros subiram antes mesmo que essas pressões se manifestassem efetivamente nos índices de preços aos consumidores.

O aprofundamento da cooperação internacional no âmbito do Grupo dos Sete, anunciada ao final de dezembro, foi acompanhada de pesadas intervenções oficiais nos mercados cambiais no início de janeiro. Ainda nesse mês, realizou-se um acordo entre as autoridades monetárias dos Estados Unidos e do Japão, pelo qual os Estados Unidos obteriam ienes em troca de direitos especiais de saque, caso necessário. Ao mesmo tempo, foi anunciada uma sensível redução (-25%) no "deficit" comercial norte-americano de novembro em relação ao mês anterior. Esses fatos acabaram por acalmar a forte especulação contra o dólar iniciada em dezembro. O dólar recuperou as suas cotações contra o marco e o iene, fechando o mês de janeiro em 1,67 marcos e 127 ienes. As bolsas de valores oscilaram menos, com tendência à alta visível, principalmente na Bolsa de Tóquio. Do último dia útil de 1987 a 31 de março de 1988, as principais bolsas de valores acusaram a seguinte recuperação: Tóquio subiu 22,0%; Nova Iorque, 2,5%; Londres, 1,0%; e Frankfurt, 6,0%.

A confiança dos investidores privados nos ativos denominados em dólares voltou apenas no segundo trimestre. Houve uma "fuga para a qualidade" que afastou os investidores das bolsas de valores em direção aos títulos de primeira qualidade. Os investidores privados compraram, no primeiro trimestre, cerca de US\$ 7 bilhões líquidos em títulos do Tesouro norte-americano (contra apenas US\$ 496 milhões no último trimestre de 1987) e US\$ 2,3 bilhões líquidos em títulos privados (vendas líquidas de US\$ 4,9 bilhões no quarto trimestre de 1987). No entanto, em relação aos outros trimestres de 1987, exclusive o último, ainda houve uma evasão considerável no primeiro trimestre de 1988 por parte desses aplicadores do mercado financeiro norte-americano.

Confirmando de maneira dramática uma tendência crescente desde 1986, foram as instituições oficiais estrangeiras que financiaram, dessa vez

em sua maior parte (61,0%), o "deficit" norte-americano em conta corrente no primeiro trimestre de 1988. Essas instituições compraram US\$ 27,7 bilhões em títulos do Tesouro norte-americano no primeiro trimestre, praticamente quatro vezes mais do que os aplicadores privados. Somente no segundo trimestre, com o retorno dos investimentos privados, é que o financiamento oficial da conta corrente retornou a níveis mais modestos (19,0%).³

Dessa forma, ampliou-se perigosamente, no primeiro trimestre, a dependência do financiamento externo norte-americano das instituições oficiais estrangeiras, dada a fuga dos investidores privados dos ativos denominados em dólares. Em 1986, essa contribuição já havia sido de 25,0%. Em 1987, subiu para 29,0% e, no primeiro trimestre de 1988, tornou-se predominante, com 61,0%. Em resposta à evasão dos investimentos privados, as autoridades econômicas norte-americanas subiram as taxas de juros no final do primeiro trimestre, como veremos a seguir. Sinal significativo da extrema debilidade do dólar no primeiro trimestre de 1988 foi a baixa participação (apenas 35,0%) dos títulos denominados em dólares nas novas emissões de títulos nos mercados internacionais de capitais nesse período.

Em março e abril, aumentou novamente a instabilidade nos principais mercados cambiais. A forte valorização da libra (Gráfico 1) e a debilidade do franco francês indicavam que a manutenção de taxas cambiais estáveis no âmbito do Grupo dos Sete continuava a ser uma árdua tarefa. O final do ano fiscal japonês (em março) alimentou a especulação de uma liquidação massiva de **ativos japoneses** denominados em dólares, que não se concretizou.

Em meados de abril, o Grupo dos Sete emitiu novo comunicado insistindo no seu compromisso com paridades cambiais estáveis. Esse compromisso sofreu rude desafio logo em seguida. O dólar desabou nos mercados cambiais com a divulgação do "deficit" comercial norte-americano para fevereiro, superior ao esperado. Isso obrigou os bancos centrais a intervirem pesadamente para conservar as paridades cambiais. Durante esse período de renovadas oscilações no valor do dólar, o Federal Reserve (FED) elevou as taxas de juros de curto prazo, tornando bastante atrativos os rendimentos diferenciais dos ativos denominados em dólares, principalmente para os investidores japoneses (Gráficos 2, 3 e 5). A mudança na atitude do FED, além da necessidade de atrair os investidores privados, foi determinada pela verificação de que o crescimento da economia norte-americana no primeiro trimestre era bem maior do que o esperado, afastando o espectro de

³ Dados retirados do Financial Business Statistics (1989).

uma recessão nesse ano eleitoral. Com essas medidas, o dólar declinou apenas 1,5% (ponderado pelo comércio) contra as moedas dos principais países avançados entre o final de janeiro e o final de abril.⁴

No leilão de títulos do Tesouro norte-americano em maio, confirmou-se o retorno dos aplicadores privados estrangeiros ao financiamento externo dos Estados Unidos. No segundo trimestre, os investidores privados estrangeiros financiaram 170,0% do "deficit" em conta corrente, numa volta retumbante ao mercado norte-americano. A dissuasão exercida pelo Grupo dos Sete e a elevação das taxas de juros norte-americanas convenceram os especuladores de que os ativos em dólares continuavam a ser a melhor opção. Os resultados animadores na balança comercial norte-americana, nesse trimestre, aumentaram a confiança no dólar. As taxas de juros do "overnight" (Federal Funds Rate) norte-americano continuaram a subir (Gráfico 2), e, a partir de 11 de maio, a Prime atingiu 9,0%, reabilitando o dólar contra o iene e o marco. O dólar fechou o mês de junho cotado a 132 ienes e 1,82 marcos.

Com o aumento da confiança no dólar, as bolsas de valores internacionais, particularmente a de Tóquio, estiveram em alta no primeiro semestre. A Bolsa de Tóquio chegou a subir 31,0%, ao passo que as Bolsas de Nova Iorque, Londres e Frankfurt registraram, em igual período, uma elevação de 6,0%, 6,0% e 16,0% respectivamente. Também as oscilações entre o valor máximo e o mínimo num mesmo mês diminuíram sensivelmente. Por exemplo, em junho, essa variação foi de 100 pontos na Bolsa de Nova Iorque, em janeiro, havia sido de 173 pontos.

Dessa forma, a reunião anual do Grupo dos Sete no Canadá, em junho, foi realizada com os mercados financeiros calmos. Novas iniciativas políticas foram adiadas, tanto pelo final do mandato presidencial de Reagan quanto pelos bons resultados obtidos pela economia internacional desde a crise de outubro. O principal problema, a excessiva dependência da política monetária para sustentar o dólar diante dos enormes "deficits" fiscal e comercial dos Estados Unidos, existentes desde antes da crise das bolsas, não foi comentado no comunicado final. O compromisso de estabilizar as taxas cambiais foi reafirmado num momento em que a utilização unilateral das elevações das taxas de juros por razões domésticas nos Estados Unidos, Alemanha e Grã-Bretanha ameaçava colocar em xeque as paridades alcançadas. A grande novidade do encontro foi a apresentação pelo Japão de uma proposta para a resolução da crise do endividamento ex-

⁴ O dólar caiu 0,25% contra o marco alemão, 2,25% contra o iene, 3,75% contra o dólar canadense e 5,75% contra a libra esterlina.

terno dos 15 grandes devedores, os presumíveis beneficiários do "Plano Baker". A proposta foi recusada pelos demais sob pressão norte-americana. Deve-se ressaltar que a intrusão do Japão numa esfera que os Estados Unidos consideram de sua estrita influência (os bancos norte-americanos são os maiores credores desses países) foi uma manifestação da consciência de seu novo papel de maior credor na economia internacional.

As análises imediatas do pós-crise das bolsas de valores salientavam que o final de 1987 e o ano de 1988 seriam caracterizados por um lento crescimento e contenção das pressões inflacionárias. Nesse particular, a expansão combinada das principais economias capitalistas no primeiro semestre de 1988 renovou os temores de maior inflação futura. Efetivamente, as economias do Grupo dos Sete, ao final do primeiro semestre, apresentaram taxas de inflação superiores às alcançadas em 1987. Particularmente, a Grã-Bretanha exibiu notória aceleração dos preços. No entanto o ritmo da inflação manteve-se moderado na maioria dos demais países.

A maior pressão inflacionária nesse primeiro semestre, ao contrário de 1987, não contou com o incremento nos preços do petróleo para impulsioná-la. Pelo contrário, no primeiro semestre, o preço médio do barril de petróleo situou-se entre US\$ 16 e US\$ 17, enquanto a média para 1987 foi de US\$ 18 a US\$ 19. A Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) não revelou, no início de 1988, coesão suficiente para manter os preços do barril em torno de US\$ 18. Os países-membros do cartel excederam regularmente as suas quotas de produção, mantendo a oferta superior à demanda. O fim da guerra entre dois importantes membros do cartel, Irã e Iraque, não conseguiu introduzir maior coordenação nas políticas de produção da organização. A Arábia Saudita, o principal produtor, não aceitou restringir a sua produção atual (cerca de 25,0% da produção total do cartel) para recuperar os preços.

No primeiro semestre, as maiores pressões inflacionárias ocorreram nas demais "commodities". Desde meados de 1986, interrompeu-se o movimento de queda dos preços reais das "commodities", que foi um dos traços mais notáveis da atual expansão, iniciada no último trimestre de 1982. Em 1987, o preço real das "commodities" continuou severamente deprimido em termos históricos, 20,0% abaixo do nível médio de 1980-84. Contudo o importante a ressaltar é que as "commodities" em 1987-88 não mais contribuíram positivamente para a contenção inflacionária nos países desenvolvidos. O movimento nos termos de troca tendeu a ser favorável aos países produtores.

O índice geral para todas "commodities" do **The Economist** aumentou 60,0% no primeiro semestre. Os alimentos ascenderam 21,0%, as matérias-primas industriais, 100,0%, as matérias-primas não-agrícolas, 60,0%, e os metais, 140,0%. Sem dúvida, a conjuntura de crescimento sincronizado

das principais economias capitalistas foi a determinante principal do comportamento desse índice. A elevação dos alimentos explicou-se pela quebra da safra agrícola do Meio-Oeste americano e pela diminuição dos enormes estoques reguladores nos Estados Unidos e na Europa, por razões fiscais, nos últimos anos. As matérias-primas industriais, principalmente os metais, refletiram tanto o moderado acréscimo da demanda mundial quanto a restrição da oferta determinada pelos baixos preços nesta década.

Com o primeiro semestre finalizando com fortes expectativas de crescimento da inflação, os bancos centrais do Grupo dos Sete iniciaram um aperto na política monetária. As taxas de juros de curto prazo sofreram brusco acréscimo entre junho e setembro (Gráficos 2 e 3). Nesse período, vários bancos centrais aumentaram as suas taxas de redesconto. A única exceção a esse comportamento alarmista das autoridades monetárias foi o Japão, que manteve a sua taxa de redesconto inalterada, desde fevereiro de 1987, em 2,5%. As autoridades monetárias japonesas aumentaram levemente uma de suas taxas de intervenção no mercado monetário nesse período, não participando das rodadas de aumento nos Estados Unidos e na Europa.

Nos Estados Unidos, a taxa do "overnight" (Federal Funds Rate) subiu praticamente 1,5% entre o início de abril e o final de setembro. O FED subiu a taxa de redesconto em 0,5% em agosto, e a Prime subiu 0,5% em maio, junho e agosto. Na Alemanha, a taxa de redesconto subiu 0,5% em julho e repetiu a dose em agosto. As taxas de juros de curto prazo já subiram desde maio. A Grã-Bretanha acusou o incremento mais notável nas taxas de juros. As taxas de redesconto aumentaram de 7,5% em maio para 12% em agosto, e as taxas de juros de curto prazo cresceram na mesma proporção.

As subidas nas taxas de juros de curto prazo aumentaram o atrativo das aplicações em dólares, principalmente para os investidores japoneses (Gráfico 5). O Japão exportou capital de curto e longo prazos no montante de Y 167,0 bilhões ao longo de 1988 contra Y 163,8 bilhões em 1987. Houve também significativas saídas de capital de curto e longo prazos na Alemanha, no montante de DM 120.879 milhões ao longo de 1988 contra DM 41.326 milhões em 1987. Não ocorreu, então, a temida fuga dos investidores internacionais, principalmente japoneses, dos ativos em dólar. Os Estados Unidos financiaram apenas 27% do seu "deficit" em conta corrente através de fluxos oficiais em 1988, contra 37% em 1987 e 24% em 1986.⁵ O financiamento voluntário privado por parte das únicas economias superavitárias no Grupo dos Sete, em 1988, impediu uma crise de financia-

⁵ Existe consenso entre as instituições internacionais de que a ainda elevada cifra para 1988 é resultado de subestimação no registro dos fluxos oficiais no financiamento da conta corrente norte-americana no último semestre de 1987.

mento das economias deficitárias. O custo desse financiamento, por sua vez, foi consideravelmente aumentado desde 1987, principalmente para os Estados Unidos, a Grã-Bretanha e a Itália, os elos fracos no Grupo dos Sete para pressões inflacionárias e problemas no balanço de pagamentos, nesse período.

Com a elevação das taxas de juros em vários países do Grupo dos Sete, foi sacrificada a estabilidade cambial. O dólar valorizou-se fortemente contra o iene, o marco alemão e a libra esterlina desde o início do segundo trimestre de 1988 (Gráfico 1). De fato, dentre seus principais parceiros comerciais, o dólar apenas se desvalorizou contra o dólar canadense e as moedas dos "Quatro Tigres" asiáticos. A valorização do dólar forçou novas intervenções conjuntas dos bancos centrais do Grupo dos Sete para estabilizar sua cotação, dessa vez em alta.

O dólar atingiu o seu pico contra o marco alemão em agosto (DM 1,91) e contra o iene em setembro (Y 136,75). Como aperto na política monetária alemã a partir de julho e com a notável elevação das taxas de juros de curto prazo na Grã-Bretanha entre maio e setembro (Gráfico 3), as aplicações em dólar passaram a encontrar concorrência nos mercados de curto prazo. Além disso, os sinais emitidos pela economia norte-americana eram inquietantes. O rápido crescimento da economia no primeiro semestre de 1988 estava levando ao aumento do emprego e à crescente ocupação da capacidade produtiva na indústria, principalmente nos setores básicos. Em setembro, os preços industriais no atacado estavam crescendo 5,7% a.a. nos últimos três meses (contra 1,9% a.a. em março). A vantagem de Bush nas pesquisas eleitorais indicava a dificuldade futura de implementação de uma política fiscal destinada a reduzir drasticamente o "deficit" público, como solicitavam os principais parceiros comerciais e as instituições internacionais. Os primeiros sinais de que o ajuste comercial no interior do Grupo dos Sete começava novamente a deteriorar, como o crescente "deficit" comercial da Grã-Bretanha e a pujança das exportações alemãs e japonesas, se tornavam evidentes. A coordenação das políticas econômicas no interior do Grupo dos Sete parecia ter novamente enfraquecido.

3 — Declínio, recuperação e valorização do dólar (outubro de 1988 a agosto de 1989)

Em decorrência dessas pressões, o dólar caiu bruscamente em outubro e novembro em relação às demais moedas do Grupo dos Sete (Gráfico 1). Em novembro, atingiu as cotações mínimas contra o iene (Y 121,15) e o marco alemão (DM 1,71), representando uma desvalorização acima de 11% frente a essas duas moedas desde as cotações máximas no terceiro trimestre.

A novidade no último trimestre de 1988 foi a indisposição do FED em tolerar essa desvalorização do dólar, com receio das repercussões inflacionárias que seguiriam. Para revertê-la, o FED elevou substancialmente as taxas de juros do "overnight" (Gráfico 2), ao mesmo tempo em que intervia pesadamente nos mercados cambiais para sustentar o dólar (as autoridades monetárias norte-americanas compraram US\$ 2,4 bilhões nesses mercados, durante novembro).

O comportamento do FED no último trimestre foi uma reação ao crescimento maior do que o esperado da economia norte-americana em 1988. O Produto Nacional Bruto (FNB) norte-americano cresceu 3,9% em 1988 (apesar da severa seca), quando o FED estimou que o crescimento potencial não inflacionário foi reduzido para apenas 2,5%, devido ao baixo investimento líquido nessa economia, nos anos 80. O rápido crescimento em 1988 aproximou a economia americana do caso clássico do final de uma longa fase expansiva: pleno emprego dos fatores. O desemprego já se havia reduzido para 5,3%, e a capacidade ocupada da indústria manufatureira atingia 84,3% em outubro. Vários índices de preços no atacado haviam atingido níveis preocupantes no terceiro trimestre, e havia receio de que a mais duradoura conquista da administração Reagan, a moderação nos dissídios trabalhistas, fosse ameaçada pela efervescência no mercado de trabalho. Efetivamente, a remuneração bruta horária no setor privado não agrícola cresceu quase 5% em 1988, contra 3,5% em 1987.

O retorno das pressões inflacionárias nos Estados Unidos e demais países avançados foi mantido sob controle no segundo semestre de 1988, graças principalmente à grande queda nos preços do petróleo e à moderação no aumento dos preços das demais "commodities".

O preço do barril de petróleo chegou novamente a atingir as cercanias de US\$ 10, devido à falta de acordo sobre quotas de produção na OPEP. A Arábia Saudita forçou a queda dos preços do produto para impor novamente alguma disciplina ao cartel e aos produtores independentes. Um novo acordo foi feito ao final de novembro pela OPEP, e as novas quotas de produção foram implementadas a partir de janeiro de 1989. O petróleo, a partir de dezembro, iniciou uma recuperação acentuada de seus preços.

A significativa elevação nos preços das demais "commodities", registrada em 1987 e no primeiro semestre de 1988, não teve continuidade no segundo semestre. O índice geral para todas "commodities" do **The Economist** caiu 5% nesse período, enquanto os alimentos e as matérias-primas não agrícolas tiveram uma queda em torno de 10% e os metais permaneceram praticamente constantes.

As bolsas de valores, no início do segundo semestre, continuaram a subir. No entanto, em outubro de 1988, apenas a Bolsa de Tóquio superava as cotações da primeira quinzena de outubro de 1987. As condições fa-

voráveis da economia internacional preservaram as bolsas de um impacto negativo imediato da subida das taxas de juros de curto prazo que, em outubro de 1988, estavam mais elevadas do que em outubro de 1987 (Gráfico 3). A Bolsa de Tóquio continuou em elevação até dezembro, enquanto as demais continuaram oscilando em torno dos níveis alcançados em outubro. Ao longo de 1988, a Bolsa de Valores de Tóquio apresentou uma valorização de 42%. As Bolsas de Nova Iorque e Frankfurt valorizaram pouco mais de 7%, e a de Londres, apenas 3,8%. Para explicar essa maior estabilidade das bolsas de valores em 1988, além da mudança das expectativas ocasionadas pelo forte crescimento das economias avançadas, colaborou o fato de a subida das taxas de juros de curto prazo não haver contaminado as taxas de juros de longo prazo (Gráfico 4).

No último trimestre de 1988, tornou-se claro que o rápido crescimento sincronizado dos países avançados havia gerado pressões inflacionárias que as autoridades monetárias não estavam dispostas a tolerar. A certeza de que as taxas de juros de curto prazo iriam continuar a subir e as intervenções do FED em apoio ao dólar convenceram os mercados a retornarem ao dólar. Em dezembro, logo após o discurso de Gorbachev nas Nações Unidas, propondo o desarmamento e, com isso, oferecendo uma solução viável para o desequilíbrio fiscal norte-americano através da redução das despesas militares, o dólar iniciou a reagir. O dólar fechou 1988 cotado a DM 1,78 e Y 125,90, uma recuperação de 3,5% contra os mínimos registrados em novembro.

Os demais bancos centrais, exceto o japonês, também apertaram a política monetária (Gráfico 3). Em novembro, o Banco da Inglaterra subiu a taxa de redesconto de 1% para 13%. Em dezembro, o banco central alemão subiu a taxa lombarda 0,5%, acompanhado por outros bancos centrais europeus, como o francês e o suíço.

O consenso entre os economistas norte-americanos era que 1989 iniciava sob a égide de um forte crescimento. O Presidente do FED, Alan Greenspan, fez questão de afirmar que o índice de preços aos consumidores registrado em 1988 (4,4%) era "inaceitável". A prioridade número um do FED passava a ser o combate frontal à inflação. O dólar beneficiou-se da elevação das taxas do "overnight" nos últimos meses (Gráfico 2). O marco alemão esteve sob especial pressão nos mercados cambiais a partir de janeiro (Gráfico 1). As saídas de capital de curto e longo prazos aumentaram de DM 46.944 milhões no quarto trimestre de 1988 para DM 63.040 milhões no primeiro trimestre de 1989, colocando uma grande pressão baixista sobre o marco. O banco central alemão reagiu aumentando as taxas de redesconto e lombarda em janeiro. O FED realizou operações de suporte ao marco alemão no valor de US\$ 1,8 bilhão em janeiro.

O FED prosseguiu com uma agressiva política monetária durante o restante do primeiro trimestre (Gráfico 2). Em fevereiro, a taxa de re-

desconto foi aumentada para 7%, e, no final de março, as taxas do "overnight" atingiram 10%, contra 6,5% um ano antes. O dólar fechou março cotado em DM 1,89 e em Y 132,55, uma valorização de 6% contra o marco e de 5% contra o iene no trimestre.

No segundo trimestre, o FED manteve o nível de aperto monetário alcançado ao final do primeiro (Gráfico 2). O dólar, porém, beneficiou-se de uma série de fatores descritos a seguir e alcançou a valorização máxima em junho, quando atingiu DM 2,02 e Y 151,30. Nesse momento, o dólar estava valorizado em 18% contra o marco alemão e em 25% contra o iene a partir dos valores mínimos atingidos em novembro de 1988.

Alguns dos fatores que influenciaram a alta do dólar foram geopolíticos. O Japão enfrentou, com o "escândalo Recruit", a demissão do Ministro das Finanças e do próprio Primeiro Ministro Takeshita. Seu sucessor, o Primeiro Ministro Uno, teve um breve mandato. Foi atingido por um escândalo comportamental e pela derrota do seu partido nas eleições para o Senado em julho, a primeira em 34 anos. A Alemanha Ocidental substituiu o Ministro das Finanças, e o partido no poder sofreu derrotas eleitorais em eleições locais. A China, em junho, massacrou estudantes em Pequim. Todos esses fatores aumentaram, por contraste, a atratividade do dólar.

O fator principal da valorização do dólar foi, sem dúvida, o crescente diferencial das taxas de juros para ativos em dólares no euromercado, principalmente em relação às aplicações denominadas em ienes (Gráfico 5). A valorização crescente do dólar, junto com o elevado diferencial nas taxas de juros, desencadeou um movimento autocumulativo, em que aumentava ainda mais o atrativo dos ativos denominados em dólares.

No segundo trimestre, as pressões inflacionárias nos demais países industrializados eram evidentes, originadas principalmente das desvalorizações frente ao dólar e da recuperação dos preços do petróleo, que ultrapassaram o valor de US\$ 20/barril em abril. O Japão resolveu aumentar a sua taxa de redesconto, que permanecia inalterada desde fevereiro de 1987 em 2,5%, para 3,25%. O banco central alemão aumentou em 0,5% as suas taxas de redesconto e lombarda em abril e novamente em junho. Em maio, o Banco da Inglaterra aumentou outra vez a sua taxa básica. Vários bancos centrais europeus seguiram essas elevações. Nos Estados Unidos iniciou-se uma discussão se o aumento das taxas de juros de curto prazo não havia sido excessivo, trazendo a ameaça de recessão. O FED iniciou a abrandar a política monetária (Gráfico 2), e a Prime foi reduzida em 0,5%.

O ajuste comercial no interior do Grupo dos Sete, principalmente no Grupo dos Três, desacelerou desde o final do segundo semestre de 1988, refletindo tanto a valorização recente do dólar como, principalmente, o esgotamento dos efeitos benéficos da substancial desvalorização do dólar en-

tre 1985-87. Alguns países confirmaram, em 1988, a sua excepcional capacidade de gerar "superavits" comerciais, como o Japão, a Alemanha Ocidental, os "Quatro Tigres" asiáticos e o próprio Brasil. Os Estados Unidos reagiram a essa constatação com o endurecimento nas negociações comerciais. Após aprovada uma nova e dura Lei do Comércio em 1988, Japão, Brasil e Índia foram enquadrados como "parceiros desleais" no primeiro semestre de 1989. Particularmente o Japão, cujo "superavit" comercial bilateral com os Estados Unidos não dá mostras de ceder, encontra-se, em 1989, sob intensa pressão norte-americana. Uma recente rodada de discussões comerciais bilaterais entre os Estados Unidos e o Japão não abriu novas perspectivas e finalizou com acusações mútuas.

No primeiro semestre de 1989, esses sinais de relativo esgotamento dos ajustes externos no Grupo dos Três persistiram. Os "superavits" comerciais japônes e alemão aumentaram 24% e 19% respectivamente, frente ao mesmo período de 1988. Os Estados Unidos, por seu lado, registraram uma diminuição de apenas 8% no seu "deficit" comercial, comparados esses mesmos períodos. A velocidade do ajuste externo no interior do Grupo dos Três foi diminuída para aplacar a inflação norte-americana.

Em julho, durante o encontro anual do Grupo dos Sete, o dólar encontrava-se em queda. O encontro, realizado em Paris, durante os festejos dos 200 anos da Revolução Francesa, deu atenção maior ao problema da dívida externa, apoiando o "Plano Brady", e à ecologia. Estava evidente que os membros do Grupo dos Sete tinham diferentes prioridades econômicas, dados seus problemas domésticos. Sinal disso, o comunicado final não trazia nenhuma referência ao dólar ou à manutenção de paridades estáveis.

O FED decidiu, logo após, mudar a prioridade número um de combate à inflação para combate à recessão, surpreendendo os mercados. Todas as instituições internacionais e as principais publicações conservadoras faziam coro na necessidade de manter uma política monetária dura nos Estados Unidos para eliminar a inflação (o índice anualizado dos preços ao consumidor nos Estados Unidos, no primeiro semestre de 1989, foi de 5,9%).

O FED decidiu considerar esse nível inflacionário uma "aceleração transitória" e reduziu as taxas do "overnight" (Gráfico 2), que, no início de agosto, ficaram, pela primeira vez, abaixo de 9,0% em 1989. Sem dúvida, nessa decisão do FED pesou a sua ala de "supply siders", nomeada durante as administrações Reagan. A preocupação principal dessa ala é com a possibilidade de recessão. A economia norte-americana desacelerou ao longo do primeiro semestre de 1989 (cresceu 3,7% no primeiro e 2,5% no segundo trimestre). No entanto as cifras preliminares sobre crescimento, emprego e vendas, divulgadas ao final do primeiro semestre, apontavam uma desaceleração ainda maior. O FED resolveu não arriscar o iní-

cio de uma recessão que sabotaria o frágil acordo alcançado entre a Administração Bush e o Congresso para manter o "deficit" público do ano fiscal de 1990 nos limites da Lei Gramm-Rudman. Esse acordo, que, entre outras ginásticas contábeis, pressupõe um razoável crescimento e uma queda nas taxas de juros, assegura uma projeção do "deficit" público para 1990 em torno de US\$ 100 bilhões (para o ano fiscal de 1989, que se encerra em outubro, é previsto um "deficit" de US\$ 148 bilhões).

O dólar atingiu, no início de agosto, os seus valores mínimos de Y 136,20 e DM 1,85 como resultado do abrandamento da política monetária do FED. Entretanto, ao longo de agosto e setembro, foram sendo afastadas as expectativas mais pessimistas sobre a economia norte-americana. O crescimento mostrou-se maior do que o esperado, apesar da retração da atividade industrial no segundo trimestre. Os preços no atacado apresentaram quedas em junho, julho e agosto, e os do petróleo cederam praticamente US\$ 4 por barril desde abril. As demais "commodities" não eram fonte de pressões inflacionárias importantes ao final do primeiro semestre. Os salários continuavam com comportamento moderado, à exceção do setor serviços. O desemprego continuava baixo, e a capacidade utilizada industrial, em níveis elevados, embora o relativo desaquecimento no segundo trimestre. A balança comercial, em julho, apresentou o menor "deficit" desde dezembro de 1984.

Frente a essa realidade, o FED decidiu que a moderação recente da política monetária havia sido suficiente para afastar a ameaça de recessão, e novas reduções nas taxas de juros estavam momentaneamente afastadas. O dólar iniciou nova recuperação nos mercados cambiais, chegando a atingir Y 145,85 e DM 2,00 ao final da primeira quinzena de setembro, mesmo com as pesadas intervenções dos bancos centrais vendendo a moeda norte-americana. Até essa data, os demais bancos centrais não haviam decidido reiniciar o aperto de suas políticas monetárias para evitar a desvalorização de suas moedas.

Um efeito colateral da moderação da política monetária norte-americana ao final do primeiro semestre e do afastamento da perspectiva de recessão em 1989 foi a elevação sincronizada das bolsas de valores internacionais em agosto, registrando as maiores cotações após outubro de 1987. Desde o final de 1988 e até os recordes em agosto, as bolsas de valores registraram uma elevação de 36% em Londres, 26% em Nova Iorque, 21% em Frankfurt e 16% em Tóquio.

Conclusão

Desde a crise nas bolsas de valores internacionais em outubro de 1987, o crescimento nas economias avançadas foi forte e inesperado. Inicialmente, no primeiro semestre de 1988, a correção dos enormes desequilíbrios externos no interior do Grupo dos Sete avançou com presteza. Esse fato, junto com a maior cooperação econômica no interior do Grupo dos Sete, tranquilizou os mercados financeiros. Em face da maior estabilidade nas principais taxas cambiais, os fluxos internacionais de capitais passaram a orientar-se pela melhor remuneração no curto prazo, ajudando a financiar os substanciais "deficits" em conta corrente dos Estados Unidos (US\$ 135 bilhões) e da Grã-Bretanha (US\$ 36 bilhões) em 1988.

O forte crescimento renovou as pressões inflacionárias na economia mundial, fato que se tornou evidente em princípio nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha, mas que atingiu, no primeiro semestre de 1989, até mesmo o Japão e a Alemanha Ocidental.

As renovadas pressões inflacionárias na economia mundial resultaram num aperto generalizado das políticas monetárias. A conjuntura recente de forte crescimento e a volta do fantasma da inflação nas economias avançadas resultaram, no primeiro semestre de 1989, numa crescente concorrência no interior do Grupo dos Sete para manter moedas valorizadas como antídoto contra a inflação. O ajuste externo no interior do Grupo dos Sete foi sacrificado em nome das prioridades domésticas no curto prazo.

Ao final do primeiro semestre de 1989, quando as estatísticas preliminares indicavam a possibilidade de recessão na economia norte-americana, o FED abrandou a política monetária. Os Estados Unidos continuaram a recusar o ajustamento recessivo de sua economia aos excessos dos anos 80. No entanto o período decorrido desde outubro de 1987 mostrou que o desequilíbrio externo norte-americano não será facilmente revertido. Desde o segundo trimestre de 1989, a conta serviços no balanço de pagamentos norte-americano, positiva desde 1958, tornou-se deficitária, devido ao serviço da dívida e dos investimentos externos, dificultando a correção da conta corrente. O modelo de crescimento norte-americano dos anos 80, baseado na expansão do consumo privado e do gasto público, não conduz espontaneamente à correção dos desequilíbrios externo e interno. Por outro lado, goza de grande apoio popular, como provou a eleição de Bush, e não será tarefa política fácil o seu desmantelamento. Isso explica a crescente agressividade dos Estados Unidos no campo comercial, que atingiu níveis insólitos no período analisado.

A perspectiva atual para o segundo semestre de 1989 e para 1990 é de moderado crescimento nos países avançados e de inflação controlada,

embora em elevação. A correção dos desequilíbrios externos no interior do Grupo dos Sete é lenta. Os Estados Unidos terão que financiar um "deficit" em conta corrente acima de US\$ 110 bilhões anuais no mercado internacional. A disposição dos investidores privados em financiarem parte substancial desse "deficit" parece assegurada pela conjuntura de curto prazo. Caso o FED relaxe, ou os demais bancos centrais apertem as suas políticas monetárias, a volatilidade das taxas cambiais tende a aumentar, acompanhada por uma provável pressão baixista sobre o dólar.

O perigo de turbulência nos mercados financeiros retorna com as perspectivas de desvalorização do dólar. Forças cumulativas de sinal inverso às registradas em 1988/89 podem levar ao desfinanciamento do desequilíbrio externo norte-americano pelos investidores privados. Como os Estados Unidos irão reagir a esse desafio é o grande dilema com que se confrontará a Administração Bush no início dos anos 90.

Tabela 1

Médias das taxas de câmbio do dólar no Japão, na Alemanha e na Grã-Bretanha — 1987/89

ANOS E MESES	YENE JAPONÊS	MARCO ALEMÃO	LIBRA ESTERLINA
1987			
Out.	143,40	1,7989	1,6609
Nov.	135,45	1,6830	1,7715
Dez.	129,07	1,6394	1,8217
1988			
Jan.	127,59	1,6555	1,7994
Fev.	129,18	1,6963	1,7582
Mar.	127,28	1,6780	1,8342
Abr.	124,85	1,6714	1,8780
Maio	124,74	1,6952	1,8693
Jun.	127,20	1,7576	1,7782
Jul.	133,23	1,8469	1,7033
Ago.	133,65	1,8867	1,6985
Set.	134,52	1,8678	1,6834
Out.	128,85	1,8169	1,7378
Nov.	123,16	1,7483	1,8103
Dez.	123,59	1,7563	1,8265
1989			
Jan.	127,36	1,8331	1,7707
Fev.	127,74	1,8521	1,7545
Mar.	130,55	1,8662	1,7142
Abr.	132,04	1,8686	1,7013
Maio	137,86	1,9500	1,6279
Jun.	143,92	1,9775	1,5525
Jul.	140,69	1,8924	1,6242
Ago.	141,20	1,9293	1,5962

FONTE: FOLHA DE SÃO PAULO (1987/89). São Paulo.

GAZETA MERCANTIL (1987/89). São Paulo.

NOTA: As cotações do iene, do marco e da libra frente ao dólar referem-se, respectivamente, aos mercados de Tóquio, Frankfurt e Londres.

Tabela 2

Taxas de juros do "overnight" norte-americano — 1987/89

(%)

ANOS E MESES

TAXAS DE JUROS

1987

Out.	7,29
Nov.	6,69
Dez.	6,77

1988

Jan.	6,83
Fev.	6,58
Mar.	6,58
Abr.	6,87
Mai	7,09
Jun.	7,51
Jul.	7,75
Ago.	8,01
Set.	8,19
Out.	8,30
Nov.	8,35
Dez.	8,76

1989

Jan.	9,12
Fev.	9,36
Mar.	9,85
Abr.	9,84
Mai	9,81
Jun.	9,56
Jul.	9,21
Ago.	8,94

FONTE: GAZETA MERCANTIL (1989). São Paulo, jul./ago.

OECD FINANCIAL STATISTICS (1989). Paris, sept./mars.

Tabela 3

Taxas de juros de curto prazo nos Estados Unidos, no Japão, na Alemanha
e na Grã-Bretanha — 1987/89

ANOS E MESES	(%)			
	ESTADOS UNIDOS (1)	JAPÃO (2)	ALEMANHA (3)	GRÃ-BRETANHA (4)
1987				
Out.	6,130	3,889	4,740	9,940
Nov.	5,690	3,887	3,980	8,950
Dez.	5,770	3,897	3,710	8,760
1988				
Jan.	5,810	3,874	3,460	8,910
Fev.	5,660	3,816	3,370	9,230
Mar.	5,700	3,819	3,440	8,870
Abr.	5,910	3,802	3,430	8,280
Mai	6,260	3,797	3,580	8,020
Jun.	6,460	3,817	3,930	8,910
Jul.	6,730	3,836	4,930	10,520
Ago.	7,060	3,975	5,370	11,360
Set.	7,240	4,153	5,020	12,130
Out.	7,350	4,262	5,100	12,050
Nov.	7,760	4,215	4,950	12,280
Dez.	8,070	4,161	5,390	13,140
1989				
Jan.	8,270	4,235	5,700	13,120
Fev.	8,530	4,211	6,430	13,020
Mar.	8,820	4,199	6,670	13,050
Abr.	8,650	4,203	6,480	13,140
Mai	8,430	4,254	7,020	13,140
Jun.	8,150	4,460	7,020	14,150

FONTE: OECD FINANCIAL STATISTICS (1987/89). Paris, oct./juin.

(1) Estados Unidos: Títulos do Tesouro norte-americano - três meses. (2) Japão: Taxa Gen Saki - três meses. (3) Alemanha: Fibor - três meses. (4) Grã-Bretanha Interbank Loans - três meses.

Tabela 4

Taxas de juros de longo prazo nos Estados Unidos, no Japão, na Alemanha
e na Grã-Bretanha — 1987/89

	(%)			
ANOS E MESES	ESTADOS UNIDOS (1)	JAPÃO (2)	ALEMANHA (3)	GRÃ-BRETANHA (4)
1987				
Out.	9,52	4,66	6,90	9,88
Nov.	8,86	4,49	6,40	9,20
Dez.	8,99	4,28	6,40	9,57
1988				
Jan.	8,67	4,11	6,50	9,57
Fev.	8,21	4,08	6,30	9,38
Mar.	8,37	3,96	6,20	9,12
Abr.	8,72	3,90	6,30	9,12
Mai	9,09	4,23	6,60	9,27
Jun.	8,92	4,47	6,50	9,32
Jul.	9,06	4,50	6,70	9,51
Ago.	9,26	4,83	6,80	9,47
Set.	8,98	4,64	6,60	9,60
Out.	8,80	4,26	6,40	9,23
Nov.	8,96	4,15	6,40	9,60
Dez.	9,13	4,16	6,50	9,46
1989				
Jan.	9,09	4,26	6,70	9,35
Fev.	9,17	4,64	6,90	9,15
Mar.	9,36	4,75	7,00	9,26
Abr.	9,18	4,80	6,90	9,52
Mai	8,86	5,02	7,10	9,52
Jun.	8,28	5,16	6,90	9,88

FONTE: OECD FINANCIAL STATISTICS (1987/89). Paris, oct./juin.

(1) Estados Unidos: Bônus do Governo Norte-Americano - 10 anos. (2) Japão: Bônus do Governo Central. (3) Alemanha: Bônus do Setor Público - sete a 15 anos. (4) Grã-Bretanha: Bônus do Governo - 20 anos.

Tabela 5

Taxas de juros internacionais — 1987/89

(cotações % em Londres)

ANOS E MESES	EUROMERCADO DE MOEDAS			
	Dólar	Libra	Marco	Iene
1987				
Out.	8,33	9,92	4,66	4,81
Nov.	7,47	8,95	3,94	4,32
Dez.	7,90	8,73	3,67	4,45
1988				
Jan.	7,15	8,88	3,36	4,20
Fev.	6,79	9,25	3,35	4,20
Mar.	6,80	8,88	3,37	4,30
Abr.	7,14	8,31	3,38	4,06
Mai	7,45	7,62	3,50	4,13
Jun.	7,66	8,98	3,80	4,29
Jul.	8,13	10,54	4,82	4,71
Ago.	8,53	11,33	5,24	4,84
Set.	8,35	12,12	4,95	5,03
Out.	8,56	11,99	4,99	4,66
Nov.	8,98	12,36	4,92	4,44
Dez.	9,36	13,13	5,38	4,49
1989				
Jan.	9,34	13,09	5,70	4,53
Fev.	9,69	13,02	6,49	4,58
Mar.	10,24	13,03	6,50	4,72
Abr.	10,09	13,12	6,35	4,84
Mai	9,69	13,15	6,89	4,98
Jun.	...	...	6,89	5,28

FONTE: OECD FINANCIAL STATISTICS (1987/89). Paris, oct./juin.

NOTA: Depósitos correspondentes a três meses.

Tabela 6

Pontos máximos e mínimos das bolsas de valores de Nova Iorque, Tóquio, Londres e Frankfurt — 1987/89

ANOS E MESES	NOVA IORQUE (Dow Jones)		TÓQUIO (Nikkei)		LONDRES (Financial Times)		FRANKFURT (Commerzbank)	
	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo
1987								
Out.	2 640,99	1 738,41	26 646,43	21 910,08	1 873,70	1 288,50	2 018,80	1 427,10
Nov.	2 014,90	1 878,15	23 686,78	21 036,76	1 342,70	1 232,00	1 505,30	1 220,90
Dez.	2 005,64	1 766,74	23 280,84	21 533,44	1 432,30	1 249,80	1 356,70	1 285,70
1988								
Jan.	2 051,89	1 879,14	23 622,32	21 217,04	1 440,10	1 391,10	1 325,00	1 207,90
Fev.	2 105,86	1 895,72	25 242,81	23 595,37	1 433,90	1 349,00	1 404,90	1 226,10
Mar.	2 087,37	1 978,12	26 260,26	24 465,73	1 478,70	1 386,70	1 457,50	1 341,80
Abr.	2 110,08	1 980,60	27 434,12	26 282,10	1 448,90	1 382,90	1 423,80	1 356,20
Mai.	2 058,36	1 941,48	27 819,98	27 161,05	1 449,70	1 406,40	1 381,10	1 286,90
Jun.	2 152,20	2 052,45	28 342,46	27 398,09	1 496,60	1 439,60	1 442,20	1 398,70
Jul.	2 158,61	2 053,70	28 099,84	27 149,03	1 510,50	1 473,00	1 507,30	1 447,80
Ago.	2 134,07	1 989,33	28 423,38	27 365,95	1 514,70	1 409,40	1 198,76	1 152,38
Set.	2 119,31	2 002,31	27 923,67	26 934,26	1 477,60	1 391,60	1 260,99	1 152,99
Out.	2 182,97	2 102,06	27 982,54	27 141,98	1 513,20	1 455,80	1 314,98	1 242,44
Nov.	2 170,34	2 038,58	29 578,90	27 886,36	1 507,70	1 452,50	1 310,75	1 220,87
Dez.	2 182,68	2 092,28	30 159,00	29 470,08	1 463,10	1 422,40	1 340,41	1 275,78
1989								
Jan.	2 291,07	2 144,64	31 646,13	30 183,79	1 674,40	1 447,80	1 371,10	1 312,73
Fev.	2 347,14	2 245,54	32 177,08	30 285,77	1 714,70	1 644,20	1 359,88	1 271,70
Mar.	2 340,71	2 243,04	32 838,70	31 443,24	1 761,10	1 664,10	1 334,75	1 303,26
Abr.	2 418,80	2 292,00	33 805,90	32 995,80	1 750,40	1 669,40	1 394,60	1 339,80
Mai.	2 501,10	2 371,30	34 191,62	33 716,30	1 837,50	1 736,30	1 403,17	1 339,75
Jun.	2 526,37	2 440,06	33 981,35	33 013,18	1 829,70	1 737,00	1 491,93	1 413,00
Jul.	2 660,66	2 452,77	34 953,87	33 190,38	1 924,80	1 791,60	1 568,52	1 492,33
Ago.	2 743,36	2 641,12	35 140,83	34 431,20	1 981,00	1 909,80	1 609,89	1 573,65

FONTE: GAZETA MERCANTIL (1987/89). São Paulo, out./ago.

Tabela 7

Principais agregados econômicos da Alemanha — 1987/89

ANOS E MESES	CRESCIMENTO (%)	PRODUÇÃO INDUSTRIAL (1) (%)	TAXA DE DESEMPREGO (%)	INFLAÇÃO (%)	EXPORTAÇÃO (US\$ milhões)	IMPORTAÇÃO (US\$ milhões)	BALANÇA COMERCIAL		BALANÇA DE CONTA CORRENTE (DM milhões)
							US\$ Milhões	DM Milhões	
1987	1,80	0,30	8,90	0,20	294 167,00	228 346,00	65 821,00	117 735,00	81 174,00
Out.	...	0,60	8,30	0,90	27 017,40	21 363,90	5 653,50	10 105,00	7 218,00
Nov.	...	2,00	8,50	1,00	27 127,90	20 482,90	6 645,00	10 993,00	10 059,00
Dez.	1,00	1,70	9,20	1,00	29 652,10	21 601,90	8 050,20	12 991,00	8 553,00
1988	3,40	3,60	8,70	1,20	323 373,00	250 554,00	72 819,00	127 982,00	85 188,00
Jan.	...	5,10	9,90	0,70	21 962,20	16 842,20	5 120,00	8 460,00	5 301,00
Fev.	...	3,90	9,90	0,90	24 661,70	19 860,70	4 801,00	8 153,00	5 274,00
Mar.	1,50	4,60	9,60	1,00	29 825,50	24 713,90	5 111,60	8 582,00	5 658,00
Abr.	...	0,70	8,90	1,00	25 893,50	20 217,60	5 675,90	9 501,00	8 389,00
Maio	...	1,50	8,40	1,10	28 088,80	22 003,90	6 084,90	10 308,00	7 541,00
Jun.	0,00	5,20	8,40	1,10	28 655,90	20 554,20	8 101,70	14 227,00	8 657,00
Jul.	...	0,90	8,60	1,00	25 538,90	19 543,10	5 995,80	11 059,00	5 232,00
Ago.	...	6,80	8,50	1,20	23 437,50	18 512,40	4 925,10	9 299,00	4 887,00
Set.	1,00	4,80	8,10	1,40	25 448,70	19 403,70	6 045,00	11 289,00	6 152,00
Out.	...	2,50	8,00	1,30	29 196,00	23 396,00	5 800,00	10 565,00	7 702,00
Nov.	...	3,40	8,10	1,60	29 251,00	21 784,00	7 467,00	13 064,00	10 385,00
Dez.	0,50	5,20	8,50	1,60	31 382,00	23 705,20	7 676,80	13 480,00	10 010,00
1989									
Jan.	...	7,30	9,00	2,60	27 548,60	21 091,80	6 456,80	11 823,00	11 283,00
Fev.	...	4,50	8,90	2,60	27 321,40	21 190,30	6 131,10	11 359,00	8 522,00
Mar.	3,00	4,10	8,40	2,70	29 562,60	22 681,40	6 881,20	12 838,00	9 475,00
Abr.	...	7,60	7,90	3,00	...	...	5 960,00	9 875,00	7 749,00
Maio	...	1,80	7,60	3,10	...	...	5 250,00	10 513,00	8 555,00
Jun.	4,90	...	7,40	3,10	...	...	10 800,00	...	...
Jul.	...	...	7,90	...	...	...	...	...	...
Ago.	...	...	7,50	...	...	...	...	...	...

FONTE: THE ECONOMIST (1989). London, abr./jul.

MONTHLY REPORT OF THE DEUTSCHE BUNDESBANK (1987/89).

MONTHLY STATISTICS OF FOREIGN TRADE (1987/89). Paris, OECD, out./ago.

FOLHA DE SÃO PAULO (1989). abr./maio.

(1) Dados anualizados.

Tabela 8

Principais agregados econômicos dos Estados Unidos — 1987/89

ANOS E MESES	CRESCIMENTO (% a preços constantes)	PRODUÇÃO INDUSTRIAL (%)	TAXA DE DESEMPREGO (%)	INFLAÇÃO (%)	EXPORTAÇÕES (US\$ milhões)	IMPORTAÇÕES (US\$ milhões)	BALANÇA COMERCIAL (US\$ milhões)	BALANÇA DE CONTA CORRENTE (US\$ milhões)
1987	3,40	5,20	6,20	4,40	249 570,00	409 850,00	-160 280,00	-153 964,00
Out.	...	1,10	6,00	0,30	21 752,20	37 714,10	-15 961,90	...
Nov.	...	0,50	5,90	0,30	23 798,80	35 474,30	-11 675,50	...
Dez.	6,10	0,50	5,80	0,20	24 801,40	35 443,50	-10 642,10	-33 523,00
1988	3,90	4,70	5,50	4,40	322 225,00	440 940,00	-118 716,00	-135 332,00
Jan.	...	0,40	5,80	0,30	22 329,70	33 217,70	-10 888,00	...
Fev.	...	0,00	5,70	0,20	23 559,30	35 817,70	-12 258,40	...
Mar.	3,40	0,20	5,60	0,50	28 971,30	37 111,80	-8 140,50	-36 998,00
Abr.	...	0,50	5,40	0,40	26 520,90	34 801,70	-8 280,80	...
Mai	...	0,50	5,60	0,30	27 268,40	36 453,40	-9 185,00	...
Jun.	3,00	0,30	5,30	0,30	27 384,80	38 446,30	-11 061,50	-33 814,00
Jul.	...	1,10	5,40	0,40	25 051,10	35 582,50	-10 531,40	...
Ago.	...	0,30	5,60	0,40	26 587,60	37 708,20	-11 120,60	...
Set.	2,50	0,10	5,40	0,30	27 440,90	36 454,20	-9,013,30	-32 607,00
Out.	...	0,60	5,30	0,40	28 476,80	38 684,90	-10 208,10	...
Nov.	...	0,40	5,40	0,30	27 473,00	38 274,90	-10 801,90	...
Dez.	2,40	0,40	5,30	0,30	29 321,70	38 729,00	-9 407,30	-3 912,00
1989								
Jan.	...	0,40	5,40	0,60	26 389,70	35 897,20	-9 507,50	...
Fev.	...	-0,30	5,10	0,40	28 192,80	37 560,20	-9 367,40	...
Mar.	3,70	0,00	5,00	0,50	33 608,80	39 912,00	-6 303,20	-30 690,00
Abr.	...	-0,40	5,30	0,70	30 570,00	38 840,00	-8 270,00	...
Mai	...	-0,10	5,20	0,60	30 470,00	40 710,00	-10 240,00	...
Jun.	2,70	-0,10	5,30	0,20	30 910,00	39 100,00	-8 190,00	-30 990,00
Jul.	...	0,20	5,20	0,20	30 740,00	38 320,00	-7 580,00	...
Ago.	...	...	5,20	0,00	...	...	...	...

FONTE: FOLHA DE SÃO PAULO (1989). São Paulo, jan./ago.

Tabela 9

Principais agregados econômicos da Grã-Bretanha — 1987/89

ANOS E MESES	CRESCIMENTO (% a preços constantes)	PRODUÇÃO INDUSTRIAL (%)	TAXA DE DESEMPREGO (%)	INFLAÇÃO (%) (1)	EXPORTAÇÕES (US\$ milhões)	IMPORTAÇÕES (US\$ milhões)	BALANÇA COMERCIAL (US\$ milhões)
1987	3,79	3,53	10,50	4,92	131 264,00	154 401,00	-23 137,00
Out.	...	1,32	9,80	0,46	12 175,10	14 410,40	-2 235,30
Nov.	...	0,17	9,50	0,46	12 690,90	15 110,20	-2 419,30
Dez.	2,85	0,09	9,60	-0,09	13 500,20	14 624,90	-1 124,70
1988	2,64	3,85	3,94	4,16	14 168,00	189 920,00	-44 752,00
Jan.	...	1,04	9,70	0,00	9 614,10	13 446,90	-3 832,80
Fev.	...	-2,15	9,50	0,46	11 348,60	14 499,50	-3 150,90
Mar.	2,54	1,57	9,20	0,37	13 516,70	16 651,30	-3 134,60
Abr.	...	0,60	9,00	1,63	12 444,90	15 701,00	-3 256,10
Mai	...	0,94	8,60	0,36	12 218,90	16 145,20	-3 926,30
Jun.	2,50	-0,85	8,30	0,36	12 818,40	16 601,00	-3 782,60
Jul.	...	1,00	8,20	0,09	11 249,90	16 045,20	-4 795,30
Ago.	...	1,26	8,10	1,15	10 522,30	14 316,60	-3 794,30
Set.	-0,54	0,50	8,20	0,44	12 353,60	14 880,20	-2 526,60
Out.	...	-0,50	7,50	1,05	11 905,70	17 497,40	-5 591,70
Nov.	...	0,67	7,30	0,43	13 559,30	17 885,50	-4 326,20
Dez.	2,80	-1,82	7,20	0,26	13 613,50	15 670,90	-2 057,40
1989							
Jan.	...	-1,18	7,40	0,69	11 693,60	16 644,30	-4 950,70
Fev.	...	-0,27	7,10	0,68	11 911,80	16 133,80	-4 222,00
Mar.	-0,10	...	6,70	0,42	13 973,20	17 252,20	-3 279,00
Abr.	...	...	6,50	...	12 025,10	16 891,20	-4 866,10
Mai	...	0,50	6,40	...	11 800,00	14 200,00	-2 400,00
Jun.	-0,40	-1,50	6,30	...	12 000,00	14 900,00	-2 900,00
Jul.	...	...	6,70	...	12 210,00	16 100,00	-3 890,00
Ago.	...	...	6,10	...	...	...	...

FONTE: THE ECONOMIST (1989). London, abr.

FOLHA DE SÃO PAULO (1989). São Paulo, jan./ago.

(1) Dados anualizados.

Tabela 10

Principais agregados econômicos do Japão — 1987/89

ANOS E MESES	CRESCIMENTO (%)	PRODUÇÃO INDUSTRIAL (1) (%)	TAXA DE DESEMPREGO (%)	INFLAÇÃO (2) (%)	EXPORTAÇÕES (US\$ milhões)	IMPORTAÇÕES (US\$ milhões)	BALANÇA COMERCIAL		BALANÇA DE CONTA CORRENTE (US\$ milhões)
							US\$ Milhões	Y Milhões	
1987	4,46	9,38	2,80	0,10	229 221,00	149 515,00	79 706,00	139 040,00	87 015,00
Out.	...	1,63	2,60	0,00	20 804,40	13 951,90	6 852,50	11 106,00	6 734,00
Nov.	...	0,38	2,50	-0,49	19 363,60	14 536,40	4 827,20	9 055,00	5 933,00
Dez.	5,74	1,15	2,50	-0,10	24 030,00	15 226,10	8 803,90	12 781,00	9 437,00
1988	5,68	3,37	2,50	0,70	264 917,00	187 354,00	77 563,00	94 789,00	79 488,00
Jan.	...	0,53	2,80	-0,30	17 151,10	14 074,30	3 076,80	5 813,00	3 505,00
Fev.	...	2,40	2,90	-0,20	20 164,80	14 921,10	5 243,70	9 247,00	6 587,00
Mar.	7,01	0,51	3,00	0,40	22 965,90	15 434,80	7 531,10	11 843,00	8 329,00
Abr.	...	-0,88	2,70	0,50	22 617,00	15 801,30	6 815,70	10 600,00	6 878,00
Maio	...	-2,36	2,50	0,10	20 646,50	15 481,50	5 165,00	8 242,00	5 568,00
Jun.	5,66	3,32	2,30	-0,20	21 726,30	15 894,20	5 832,10	9 383,00	6 121,00
Jul.	...	-0,88	2,40	-0,20	22 849,10	15 798,60	7 050,50	11 662,00	6 480,00
Ago.	...	2,14	2,50	0,30	20 775,70	15 857,80	4 917,90	8 476,00	4 991,00
Set.	5,67	0,43	2,40	0,79	23 133,70	15 399,20	7 734,50	11 840,00	7 605,00
Out.	...	-1,07	2,40	0,49	23 985,00	16 183,80	7 801,20	11 694,00	7 412,00
Nov.	...	2,81	2,30	-0,39	23 070,80	16 401,50	6 669,30	9 312,00	6 762,00
Dez.	4,67	0,91	2,20	-0,29	25 900,60	16 268,70	9 631,90	13 515,00	9 274,00
1989									
Jan.	...	1,18	2,40	-0,20	19 366,50	14 607,00	4 759,50	5 311,00	1 734,00
Fev.	...	-1,43	2,50	-0,30	22 383,40	12 972,00	9 411,40	11 529,00	7 706,00
Mar.	...	4,18	2,60	0,49	24 496,80	17 821,00	6 675,80	10 537,00	6 321,00
Abr.	...	...	2,30	1,40	23 225,20	15 890,00	7 335,20	...	6 480,00
Maio	...	0,50	2,40	0,60	21 667,40	17 890,70	3 776,70	...	3 390,00
Jun.	...	1,50	2,30	-0,10	22 670,00	17 570,00	5 100,00	...	4 120,00
Jul.	...	...	2,30	...	23 410,00	17 410,00	6 000,00	...	5 310,00
Ago.	...	...	...	...	21 820,00	18 380,00	3 440,00	...	...

FONTE: ECONOMIC STATISTICS MONTHLY (). /s.1./ Banco do Japão.

FOLHA DE SÃO PAULO (1989). São Paulo, abr./ago.

THE JAPAN ECONOMIC JOURNAL (1989). /s.1./, maio.

(1) Dados ajustados sazonalmente. (2) Dados anualizados.

Bibliografia

- FINANCIAL AND BUSINESS STATISTICS (1989). /s.l./Federal Reserve Bulletin, jan.
- MONTHLY REPORT OF THE DEUTSCHE BUNDESBANK (1989). /s.l./, v. 41, n.3, mar. p.82.
- PLANCHOU, Jean Paul (1988). Une politique monétaire européenne au service du Mark. **Le Monde Diplomatique**, jan.
- PRESSER, Mário Ferreira (1988). A crise nas bolsas de valores internacionais como reflexo da crise do dólar. In: CARNEIRO, Ricardo, org. **A heterodoxia em xeque**. São Paulo, Bial/UNICAMP.