

# Muitas dúvidas quanto ao mundo econômico pós-crise

O enorme déficit em conta corrente dos Estados Unidos, com a sua contrapartida no elevado superávit chinês, já vinha sendo uma fonte de preocupação dos analistas econômicos anos antes da crise financeira global eclodir. Em artigo publicado em 2000, Obstfeld e Rogoff já afirmavam: "O déficit em conta corrente dos Estados Unidos tem sido persistentemente grande e levou a razão entre a dívida externa do país e o PIB para 20%, um número que é alto para padrões históricos".<sup>1</sup> Os autores acrescentaram que "a solvência dos Estados Unidos não é uma limitação de curto prazo para a continuidade dos déficits", mas frisaram que "o grande tamanho da economia americana torna provável que a sua conta corrente tenha que se aproximar do equilíbrio nos próximos cinco a dez anos, se não ainda mais cedo".

No começo desta década muitos outros economistas pensavam de forma parecida e o debate se dava entre os que previam um ajustamento suave (*soft landing*) ou brusco (*hard landing*). A primeira hipótese implicava uma visão na qual as autoridades econômicas dos principais países tomavam as rédeas do ajuste, com a China promovendo o aumento do consumo e uma gradual valorização da sua moeda, ao mesmo tempo em que o governo norte-americano adotaria medidas para aumentar a poupança doméstica. Seria o chamado "*expenditure switching*", uma mudança suave no padrão de gastos norte-americanos, com a redução da absorção doméstica sendo compensada pela elevação das exportações líquidas. Era um cenário sem maiores impactos na produção e no emprego, que combinava

aumento da poupança pública, desvalorização do câmbio e algum aperto monetário caso fosse necessário controlar a inflação. Resumidamente, previa a troca de demanda interna por externa.

## Dilema

No *hard landing*, a falta de coordenação internacional de políticas econômicas para lidar com o desequilíbrio global implicaria um corte brusco do financiamento norte-americano, obrigando o país a baixar o consumo de forma repentina. Isso seria obtido por "*expenditure reduction*", ou redução dos gastos, e a necessidade de diminuir a absorção doméstica muito rapidamente levaria a uma forte queda das importações, afetando de forma drástica a produção e o emprego. Neste cenário, o dólar poderia passar por uma desvalorização mais "selvagem", e as autoridades econômicas enfrentariam o dilema, tantas vezes já vivido por diversos países emergentes, de elevar ou não a taxa de juro no meio de uma retração econômica para evitar a inflação provocada pelo enfraquecimento da moeda. É, em resumo, uma situação na qual os Estados Unidos seriam obrigados a reduzir a sua demanda doméstica sem a contrapartida do aumento simultâneo da demanda externa.

Até o presente momento, a experiência real parece estar negando a tese do *hard landing* como havia sido entendida, já que a crise financeira global não teve como força motriz a tão temida correção dos desequilíbrios entre os Estados Unidos e a Ásia. Além disso,

não produziu os efeitos associados com aquele cenário, como observou o economista Brad DeLong, em artigo publicado em 2008: "Todos nós, de Lawrence Summers a John Taylor, estávamos esperando uma crise financeira muito diferente. Estávamos esperando que o 'equilíbrio do terror financeiro' entre a Ásia e a América entrasse em colapso e produzisse o caos. Nós não estamos vivendo aquela crise financeira. Em vez disso, temos uma crise financeira muito diferente".<sup>2</sup>

Foi a persistência daquele suposto "equilíbrio de terror financeiro" entre Estados Unidos e China que levou alguns economistas a formular teorias que, em maior ou menor grau, questionam se de fato um ajuste terá de acontecer. Em 2006, Ricardo Hausmann e Frederico Sturzenegger publicaram um texto criticando a metodologia de mensuração do balanço de pagamentos norte-americano.<sup>3</sup> Segundo esta visão, o PIB e as exportações dos EUA estariam subestimados, ao passo que o déficit em transações correntes estaria superestimado.

Hausmann e Sturzenegger usam como ponto de partida o fato de que, apesar de as estatísticas oficiais indicarem que os Estados Unidos são devedores líquidos desde 1986, a conta de rendas do país tem-se apresentado superavitária.<sup>4</sup> Isto viria acontecendo porque os ativos estariam se valorizando mais do que os passivos desde 1976. Para eles, aquela dinâmica manter-se-ia ainda por um bom tempo, e estaria associada à exportação de serviços intangíveis — a "matéria escura", na sua terminologia — não captados pela metodologia padrão das contas nacionais. Eles citam como exemplo de serviços intangíveis a liquidez do papel moeda em poder do público não residente nos Estados Unidos — os dólares que servem de reserva de valor e meios de pagamentos em tantos países com histórico de instabilidade monetária —, e que rendem senhoriagem para o Tesouro norte-americano; os próprios papéis do Tesouro, acumulados nas reservas internacionais de diversas nações, e que representariam um investimento de baixíssimo risco; e, finalmente, a capacitação gerencial e a infusão de tecnologia que acompanharia o investimento direto americano (FDI, na sigla em inglês) nos países emergentes.

## Intangíveis

A partir daquela constatação inicial, o trabalho se propõe a medir os serviços intangíveis, recalculando a posição externa líquida dos Estados Unidos com a marcação a mercado do ativo e do passivo. Segundo as hipóteses adotadas por Hausmann e Sturzenegger, os Estados Unidos não chegariam nem mesmo a posição de devedores líquidos, pois teriam sido credores do mundo em cerca de US\$ 100 bilhões, em 2004.

Ao aplicar a mesma metodologia a outros países, os dois economistas constataram que quase não haveria alteração, isto é, o total calculado para o déficit em conta corrente oficial e o de marcação a mercado seriam muito próximos. Este fato, de certa forma, confirma a excepcionalidade norte-americana, e reforça a idéia da "matéria escura". Eles encontraram apenas duas exceções à regra: a China revelou-se uma forte importadora de serviços intangíveis (o que é coerente com a visão do artigo); e a Grã-Bretanha, como os Estados Unidos, é uma exportadora desses serviços.

Uma crítica à metodologia de cálculo desenvolvida por Hausmann e Sturzenegger foi feita por Willem Buiters, em 2006.<sup>5</sup> Embora não descarte a tese da ocorrência da "matéria escura", o autor sugere que a existência do diferencial entre a rentabilidade de ativos e passivos norte-americanos pode ser temporário e fruto dos grandes ganhos de capital nos anos de 1990, quando a construção de credibilidade em diversos países emergentes abriu espaço para investimentos externos dos Estados Unidos muito rentáveis.

Outra linha de reflexão sobre as razões da perenidade do desequilíbrio nas relações econômico-financeiras entre os Estados Unidos e a China veio a ser conhecida como teoria de "Bretton Woods

*O mercado olha à frente, e se houver mudanças fortes e convincentes da regulação financeira norte-americana, é possível que os investidores concluam que os Estados Unidos ainda apresentam a melhor governança para a intermediação financeira*

II", exposta em uma série de textos publicados de setembro de 2003 a fevereiro de 2009 por Michael Dooley, David Folkerts-Landau e Peter Garber. Dooley e seus co-autores partem das características do sistema de Bretton Woods que vigorou no pós-guerra até o início dos anos 1970. Naquela época, os EUA tinham déficits em seu balanço de pagamentos e a periferia — que era representada pela Europa e pelo Japão que estavam em reconstrução — acumulava reservas internacionais. Europeus e japoneses experimentaram um período de forte crescimento. Nos dias de hoje, observa-se que os Estados Unidos apresentam déficits em seu balanço de pagamentos, os países em desenvolvimento acumulam reservas internacionais e crescerem a taxas elevadas. Assim, a denominação Bretton Woods não estaria, portanto, relacionada às suas semelhanças entre o mundo econômico atual e o do período subsequente ao pós-guerra.

Os estudos de Dooley, Folkerts-Landau e Garber partem da premissa de que os países da periferia,  *grosso modo* os asiáticos, seriam ricos em trabalho e capital, e pobres em recursos naturais e tecnologia. Eles necessitariam, portanto, de investimento direto estrangeiro como canal de transmissão dos avanços tecnológicos e de gestão já dominados no Primeiro Mundo, não como complemento de poupança. O

No começo desta década, o debate se dava entre os economistas que previam um ajustamento suave (soft landing) ou brusco (hard landing) da economia mundial

problema, porém, é que estas nações padeceriam de atraso institucional em relação aos países centrais e nem sempre conseguiriam dar segurança jurídica aos potenciais investidores externos.

É nesse ponto que surge a contribuição de Dooley e co-autores: as reservas acumuladas pelos mercados emergentes, na forma de  *treasury bills*, funcionariam como um colateral para os investimentos americanos naqueles países. Assim, se uma nação emergente expropriasse ativos norte-americanos ou de outros

países centrais aliados, o governo dos Estados Unidos teria o poder de retaliar, bloqueando ou expropriando os ativos ( *treasuries* e outros investimentos) do governo em questão.

## Retaliação

Essa idéia pode parecer extravagante, e um pouco distanciada da realidade dos últimos anos, mas os autores apresentam diversos exemplos concretos desse tipo de retaliação. Na Segunda Guerra Mundial, ativos dos países do Eixo foram bloqueados, o que também aconteceu com nações do Leste Europeu depois que caíram sob dominação soviética no pós-guerra. Fatos semelhantes ocorreram em relação a países como China, Coreia do Norte, Cuba, Vietnã do Norte, a antiga Rodésia (hoje Zimbábue), Camboja, Irã, Líbia e Panamá.

Assim, a estratégia de desenvolvimento da China seria a de um crescimento baseado em exportações e na assimilação de  *know-how* via investimento direto estrangeiro, com a maciça acumulação de reservas como colateral, que garantiria a adesão do governo e das empresas norte-americanas (e de outros países do centro) ao modelo. Os trunfos chineses seriam a enorme poupança e um reservatório quase ilimitado de mão-de-obra barata, cujo baixo custo seria garantido também pela administração do câmbio, mantido num nível desvalorizado em termos reais. O funcionamento deste circuito, e a conseqüente acumulação de reservas pela China, perduraria até a conclusão do processo de transferência da massa populacional chinesa do campo (o grande reservatório de mão-de-obra a custo quase zero) para as cidades.<sup>6</sup>

A "matéria escura" e o "Bretton Woods II" são, portanto, tentativas de justificar a durabilidade de uma situação que a teoria tradicional vê como intrinsecamente desequilibrada e que, cedo ou tarde, teria de levar a um ajuste potencialmente doloroso.

À luz da experiência do modelo, pré-crise, de elevados déficits de transações correntes norte-americanas e do comportamento do mundo durante a crise, o que

se deve esperar daqui para frente? Para responder a indagação, deve-se levar em conta que embora a *débâcle* iniciada no mercado de empréstimos *subprime* não tenha sido uma crise externa norte-americana, ainda é possível que as deficiências regulatórias e institucionais explicitadas pela turbulência acelerem a perda relativa de importância do dólar como moeda de reserva — especialmente em um cenário de continuação da desvalorização do dólar. Esta não é, porém, uma consequência inevitável. O mercado olha à frente, e se houver mudanças fortes e convincentes da regulação financeira norte-americana, é possível que os investidores concluam que os Estados Unidos ainda apresentam a melhor governança para a intermediação financeira. Além disso, o fato de a crise bancária europeia ter sido tão forte quanto a norte-americana indica a inverdade do argumento de que a maior regulação na Europa resultou num ambiente financeiro mais seguro: as falhas foram generalizadas. Reações rápidas, tipicamente norte-americanas, como a condenação do mega-fraudador Bernard Madoff, podem inclusive sinalizar que os Estados Unidos se mantêm como a melhor praça para a intermediação da poupança. Assim, é possível que a jurisdição norte-americana saia da crise ainda mais forte do que antes.

Quando se volta aos termos iniciais da discussão dessa Carta, é forçoso reconhecer que todo o corpo de teorias e de evidências examinados pende na direção contrária à idéia da inevitabilidade de um ajuste doloroso, conseqüentemente rápido, do desequilíbrio externo norte-americano. A crise global não foi uma parada brusca no financiamento do déficit externo dos Estados Unidos, mas sim um desajuste do setor financeiro que provocou uma parada brusca no crédito e jogou o país e o mundo em recessão.

Uma vez passado o momento mais agudo de pânico, o ajuste externo gradual e muito suave, que já se fazia notar antes da crise, foi retomado, fortalecido agora pela desaceleração norte-americana. A ocorrência da valorização do dólar e dos juros baixos é mais uma indicação de que os temores da visão do "equilíbrio do terror financeiro" podem ter sido de fato

equivocados. Isto não quer dizer — longe disso — que teorias como a "matéria escura" e o "Bretton Woods II", ao tentarem relativizar ou minimizar a gravidade da relação financeira entre Estados Unidos e Ásia, estejam corretas. Mas hoje fica claro que seus autores pelo menos fizeram perguntas na direção certa — o que é um importante passo para a busca de uma melhor compreensão deste complexo mundo econômico.

<sup>1</sup>"Perspective on OECD capital market integration: Implications for U.S. current account adjustment", In Federal Reserve Bank of Kansas City, Global economic integration: Opportunities and challenges, 169-208.

<sup>2</sup>DeLong, J. Bradford (2008), "The Wrong Financial Crisis", <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/2383>.

<sup>3</sup>Ricardo Hausmanne Frederico Sturzenegger (2006), "Global Imbalances or Bad Accounting?, The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations", John F. Kennedy School of Government, Faculty Research Working Papers Series, RWP06-003; <http://ksgnotes1.harvard.edu/Research/wpaper.nsf/rwp/RWP06-003>

<sup>4</sup>Vale lembrar que a mensuração das contas correntes americanas é reconhecidamente uma tarefa difícil, como fica claro nos procedimentos do próprio Bureau of Economic Accounts (BEA), do Departamento de Comércio Americano, responsável pelos números oficiais. Há muitos anos o BEA tenta medir corretamente o passivo externo líquido. Por conta disso, há diversas metodologias para aferi-lo. Segundo a do passivo a valor corrente, a dívida externa americana de um ano seria

*Uma vez passado o momento mais agudo de pânico, o ajuste externo gradual e muito suave, que já se fazia notar antes da crise, foi retomado, fortalecido agora pela desaceleração americana*

a soma dos déficits de transações correntes acumulada até o referido ano. Assim, até o ano de 1986 os Estados Unidos vinham apresentando, liquidamente, um saldo positivo no somatório de seus resultados no balanço de transações correntes. A partir de 1986, o sinal muda, isto é, de credor passa a ser devedor.

<sup>5</sup>Willem Buiter, (2006), "Dark matter or cold fusion", Global Economic Paper: 136, GS Global Economic Website, janeiro de 2006.

<sup>6</sup>Segundo a estimativa feita em 2003 (quando o primeiro artigo da série "Bretton Woods II" foi publicado), o processo ainda duraria algo entre dez a 20 anos — ou seja, até algum momento entre 2013 e 2023.