

Guerras cambiais e demanda fraca

Martin Wolf
Valor, 29.9.2010

Estamos testemunhando uma forma de operação militar monetária

"Estamos no meio de uma guerra cambial internacional, de um enfraquecimento geral das moedas. Isso nos ameaça porque tira a nossa competitividade". Essa queixa feita por Guido Mantega, o ministro das Fazenda do Brasil, é plenamente compreensível.

Numa era de demanda insuficiente, emissores de reservas cambiais adotam expansão monetária, e não emissores reagem com intervenção cambial. Aqueles, como o Brasil, que não estão entre os primeiros e preferem não copiar os últimos, se deparam com uma disparada nas suas moedas. Eles temem os resultados.

Essa não é a primeira vez que ocorrem esses tipos de conflitos cambiais. Em setembro de 1985, os governos da França, Alemanha Ocidental, Japão, EUA e Reino Unido se encontraram no Plaza Hotel em Nova York e acertaram a depreciação do dólar dos EUA. Ainda antes, em agosto de 1971, o presidente Richard Nixon impôs o "choque Nixon", lançando uma sobretaxa de importação de 10% e encerrando a conversibilidade do dólar em ouro. Os dois eventos refletiram o desejo dos EUA de desvalorizar o dólar. O país tem o mesmo desejo hoje. Mas desta vez é diferente: o centro da atenção não é um aliado obediente, como o Japão, mas a próxima superpotência do mundo, a China.

O ajuste inevitável na direção dos déficits em conta corrente no mundo emergente está sendo deslocado para países que são atraentes aos ingressos de capital e que relutam ou são incapazes de intervir nos mercados cambiais na escala necessária. Pobre Brasil!

Quando dois elefantes desse porte lutam, os espectadores podem ser pisoteados. Eis três fatos, relevantes para as guerras cambiais atuais.

Primeiro, como resultado da crise, o mundo desenvolvido está sofrendo uma demanda cronicamente deficiente. Em nenhuma das seis maiores economias de alta renda - EUA, Japão, Alemanha, França, Reino Unido e Itália - o Produto Interno Bruto no segundo trimestre deste ano retornou ao ponto onde esteve no primeiro

trimestre de 2008. Essas economias agora operam num nível até 10% abaixo das suas tendências passadas. Uma indicação do excesso de oferta é a queda no núcleo da inflação para perto de 1% nos EUA e na zona do euro: a deflação acena. Esses países anseiam por crescimento puxado por exportações. Isso vale tanto para os países com déficits na balança comercial (EUA) como para os que têm superávits (Alemanha e Japão). No todo, porém, isso só poderá acontecer se os países emergentes se moverem na direção de déficits em conta corrente.

Segundo, os setores privados estão trabalhando exatamente nessa direção. Nas suas projeções de abril (prestes a serem atualizadas), o Institute for International Finance (IIF), com sede em Washington, sugeriu que neste ano o fluxo líquido de financiamento privado externo que ingressará nos países emergentes será de US\$ 746 bilhões. Esse montante seria parcialmente compensado por uma saída líquida de recursos privados desses países, da ordem de US\$ 566 bilhões. Mesmo assim, também com um superávit de US\$ 320 bilhões em conta corrente, e com modestos ingressos de capital oficial, o saldo externo do mundo emergente, sem intervenção oficial, seria um superávit de US\$ 535 bilhões. Sem a intervenção, porém, isso não poderia acontecer: a conta corrente precisa equilibrar o fluxo líquido de capital. O ajuste ocorreria com uma taxa de câmbio mais alta. No fim, o mundo emergente teria um déficit em conta corrente financiado por um ingresso líquido de capital provado vindo dos países de alta renda. Realmente, isso é exatamente o que seria de se esperar que aconteça.

Terceiro, esse ajuste natural continua sendo frustrado pelo acúmulo de reservas cambiais. Essas somas representam uma saída de capital oficial. Entre janeiro de 1999 e julho de 2008, as reservas oficiais do mundo cresceram de US\$ 1,615 trilhão para US\$ 7,534 trilhões, um aumento espantoso de US\$ 5,918 trilhões. Esse aumento foi uma forma de autoseguro depois das crises anteriores. Realmente, as reservas foram consumidas durante essa crise; encolheram em US\$ 472 bilhões entre julho de 2008 e fevereiro de 2009. Sem dúvida, isso ajudou países sem reservas a amortecer o impacto. Mas esse uso de reservas representou meros 6% do nível anterior à crise. Além disso, entre fevereiro de 2009 e maio de 2010, as reservas aumentaram em US\$ 1,324 trilhão adicional, para atingir um valor próximo de US\$ 8,385 trilhões. O mercantilismo vive!

A China é o interventor dominante, respondendo por 40% do acúmulo desde fevereiro de 2009. Até junho de 2010, suas reservas atingiram US\$ 2,45 trilhões, 30% do total mundial e um desconcertante percentual de 50% do seu próprio PIB. Esse acúmulo deve ser visto como um enorme subsídio às exportações.

Jamais na história humana o governo de uma superpotência emprestou tanto ao governo de outra. Há quem afirme - Komal Sri-Kumar, do Trust Company of the West, no Financial Times de ontem, por exemplo - que esse tipo de administração da taxa de câmbio não é manipuladora, ao contrário das opiniões do Congresso dos EUA, já que o ajuste pode ocorrer por meio de "mudanças nos custos e preços internos". Esse argumento seria mais convincente se a China não tivesse se empenhado tanto e de forma tão bem-sucedida para suprimir as consequências monetárias e, portanto, inflacionárias, da sua intervenção. Enquanto isso, o ajuste inevitável na direção dos déficits em conta corrente no mundo emergente está sendo deslocado para países que são atraentes aos ingressos de capital e que também relutam ou são incapazes de intervir nos mercados cambiais na escala necessária. Pobre Brasil! Será que estaríamos presenciando o tiro de largada para a próxima crise financeira num mercado emergente?

John Connally, secretário do Tesouro de Nixon, teria dito aos europeus que o dólar "é a nossa moeda, mas seu problema". Os chineses respondem à altura. Na ausência de ajustes cambiais, estamos testemunhando uma forma de operação militar monetária: na realidade, os EUA estão tentando inflacionar a China, e a China, a deflacionar os EUA. Os dois lados estão convencidos de que estão certos; nenhum está tendo êxito; e o resto do mundo sofre.

Não é difícil enxergar o ponto de vista da China; o país está desesperado em evitar o que ele considera como o terrível destino do Japão após o acordo do Plaza. Com sua competitividade nas exportações prejudicada pela forte alta na sua moeda e pressionado pelos EUA a reduzir seu superávit em conta corrente, o Japão optou não pelas necessárias reformas estruturais, mas por uma enorme expansão monetária. A bolha consequente ajudou a produzir a "década perdida" dos anos de 1990. Outra recordista mundial, o Japão caiu numa depressão. Para a China, obviamente, qualquer desfecho semelhante seria uma catástrofe. Ao mesmo tempo, é difícil conceber uma configuração robusta da economia mundial sem vastos ingressos líquidos de capital dos países de alta renda rumarem para os demais.

O que se necessita é um caminho para esses ajustes globais necessários. Isso exigirá não somente uma determinação para cooperar, que agora parece estar extremamente em falta, como também maior imaginação sobre reformas internas e internacionais. Eu gostaria de ser otimista. Mas não estou: é muito improvável que um mundo que pratica políticas de autoproteção tenha um final feliz.

Martin Wolf é editor e principal comentarista econômico do FT.