

Esperando o grande reequilíbrio

Martin Wolf

Valor Econômico, 06.04.11

Os países emergentes estão modificando o sistema monetário global por conta própria. Eles decidiram proteger-se contra os caprichos do mundo financeiro mundial por meio de um vasto acúmulo de créditos contra os emissores de moedas de reserva.

Estão crescendo as pressões no sentido de um reequilíbrio da economia mundial. Há bastante tempo o setor privado vem tentando enviar um grande fluxo líquido de capital dos relativamente lentos países ricos em todo o mundo para seus dinâmicos países emergentes. Mas os governos dos emergentes vêm resistindo, intervindo nos mercados de câmbio e enviando o capital de volta na forma de reservas de moeda oficial. Mas parece provável que as forças atualmente em operação na economia mundial levarão essa reciclagem a um fim natural. Se assim ocorrer, será bastante proveitoso, mas também criará novos desafios.

Mervyn King, presidente do Banco da Inglaterra, fez um relato sobre o papel dos chamados desequilíbrios mundiais na edição de fevereiro do "Financial Stability Review", do Banque de France. Esse fluxo de capital "morro acima" - dos países pobres para os países ricos -, predominantemente assumindo exposições a ativos supostamente seguros, teve consequências importantes: uma redução na taxa real de juros; um aumento nos preços de ativos, especialmente moradias, em vários países, inclusive nos EUA; uma busca por rendimentos; uma onda de inovações financeiras para criar ativos de maior rendimentos, embora supostamente seguros; um boom na construção residencial e, finalmente, uma enorme crise financeira. As loucuras do mundo financeiro e as falhas de regulamentação levam a culpa. Mas os acontecimentos mundiais - não apenas o chamado "excesso de poupança", mas a forma que esses fluxos assumiram - ajudaram a criar as condições para o desastre. Na verdade, existe uma clara correlação entre o aumento da inadimplência durante a crise e as posições iniciais em conta corrente dos países.

Como King também observa, o determinante subjacente foi um surto de poupança em regiões já superavitárias ainda maior do que seu incremento de investimentos. Em um outro estudo recente, para o Morgan Stanley, intitulado "The Great Rebalancing" (O grande reequilíbrio), Alan Taylor, da Universidade da Califórnia, em Davis, e Manoj Pradhan, mostram a mesma coisa, dessa vez especificamente para países emergentes.

Por que, então, ocorreu o surto de poupança? King sugere três explicações: uma mudança - no sentido de um estímulo a exportações -, que criou a necessidade de câmbios reais extremamente competitivos; uma decisão de acumular reservas em moeda estrangeira na esteira das crises financeiras da década de 1990; e a combinação de baixos níveis de desenvolvimento financeiro com redes de segurança social inadequadas, o que incentivou incrementos na poupança.

Seja qual for o papel dos fluxos de capital "morro acima" na deflagração da crise - sobre o que reina controvérsia -, existe consenso em torno de que uma recuperação plana exige reequilíbrio. No mundo pós-crise, os antes aquecidos gastos das famílias nos EUA e em outros países afetados provavelmente serão mornos, à medida que prosseguir a desalavancagem. As empresas não financeiras vêm acumulando superávits financeiros (lucros retidos maiores do que os investimentos) há bastante tempo. Isso agora deixou os governos com enormes déficits. Para que esses déficits sejam reduzidos, enquanto se promove a recuperação, são necessárias enormes mudanças no balanço externo.

Poderá isso acontecer agora? O estudo do Morgan Stanley argumenta que a resposta é: sim, por quatro razões.

Primeiro, as reservas em moeda estrangeira provaram seu valor durante a crise, que deixou as economias emergentes surpreendentemente ilesas. Mas a crise também mostrou que as reservas existentes são mais do que suficientemente grandes. A redução nas reservas em moeda estrangeira entre setembro de 2008 e fevereiro de 2009 foi de US\$ 428 bilhões, ou pouco menos de 6% do total mundial. No total, os detentores de reservas revelaram-se mais do que adequadamente segurados, mesmo contra a maior crise desde 1930. Além disso, o custo da manutenção de reservas numa época de juros ultrabaixos nos países cujas moedas são empregadas para essa finalidade também é elevado. Na China, o custo pode ser hoje equivalente a 1,5% do Produto Interno Bruto (PIB). Além disso, o crescimento puxado por exportações também parece muito menos atraente numa era de retração do consumo nos países ricos.

Segundo, existe uma demanda reprimida por um aumento dos investimentos - tanto nos países avançados e emergentes. Em terceiro lugar, o consumo provavelmente disparará nos países emergentes. Esse já é um objetivo específico do governo chinês, que percebeu os perigos de depender da demanda dos países de alta renda.

Finalmente, no curto prazo, a poupança privada provavelmente crescerá nos países avançados. Mas, no longo prazo, o envelhecimento (populacional) a reduzirá, embora não o suficiente para impedir o reequilíbrio.

O estudo do Morgan Stanley conclui que o impacto dessas mudanças incluirá um aumento nas taxas de juros reais, reequilíbrio mundial e maiores taxas de câmbio real nos países emergentes. O aumento do câmbio real pode ocorrer mediante taxas de câmbio nominais mais altas ou inflação mais elevada. Muitas economias emergentes estão agora atingindo sua máxima tolerância à inflação. Isso sugere que uma valorização mais rápida tende a fazer parte importante do mix de políticas, inclusive na China. Para o governo chinês, inflação elevada é um desastre, muito mais do que qualquer modesta perda de competitividade externa. Se a China permitisse uma valorização mais rápida do yuan, outros países provavelmente também seguiriam nessa política.

No geral, as mudanças descritas parecem plausíveis. Mas é provável que elas viriam a trazer muitos sacrifícios. Uma elevação dos juros reais agravaria as dificuldades dos superendividados, sejam pessoas físicas ou governos. Além disso, os países emergentes resistirão à mudança contemplada - as reservas mundiais cresceram outros US\$ 2,192 trilhões entre fevereiro de 2009 e dezembro de 2010. Essa taxa de acumulação é, certamente, desestabilizadora. Mas ela está em curso. Não vou prever quando isso poderá acabar. Posso dizer que US\$ 9 trilhões são certamente suficientes.

O debate sobre o futuro do sistema monetário mundial está em curso. Mas, muito pragmaticamente, os países emergentes o estão modificando por conta própria. Eles decidiram proteger-se contra os caprichos do mundo financeiro mundial por meio de um vasto acúmulo de créditos contra os emissores de moedas de reserva. Esse episódio terá, certamente, de chegar a um fim, especialmente agora que a inflação está produzindo um medo maior. Além disso, forças estruturais provavelmente também produzirão o necessário "grande reequilíbrio". Mas o caminho para o ajuste apenas começou. Atenção: é provável que seja acidentado.

Martin Wolf é editor e principal comentarista econômico do FT