

# Esperanças desequilibradas

Por **Martin Wolf**

**Valor Econômico, 19.2.2015**

**No mínimo, os gastos nos EUA vão ter de, novamente, empurrar a sua economia e também a de grande parte do resto do mundo. Desta vez, é improvável que isso funcione por muito tempo. Também vai exigir muito trabalho duro. O Fed deveria tomar as devidas notas.**

Por que o dólar está tão forte? Valorizou-se 25% em termos reais ponderados pelo comércio exterior nos últimos quatro anos, o que evoca lembranças das altas no início dos anos 80 e na virada do milênio. Nos casos anteriores, o resultado foi o aumento dos déficits em conta corrente e no comércio exterior. Qual poderia ser o resultado desta vez?

A resposta à primeira pergunta é que os Estados Unidos têm uma demanda muito mais forte em relação à produção potencial do que as outras grandes economias - região do euro, China e Japão. A resposta à segunda é que isso vai impor fortes pressões deflacionárias e enfraquecer a demanda pela produção dos EUA, o que tornará a tarefa de apertar a política monetária americana mais difícil do que o Federal Reserve (Fed, banco central do país) imagina.

Como destaca Daniel Alpert, da Westwood Capital: "Nenhuma economia é uma ilha". Essa percepção é o que faltou à análise sobre o atual estado da região do euro apresentada por Jürgen Stark, ex-membro do Banco Central Europeu (BCE). "A Alemanha buscou de forma confiável uma política econômica prudente. Enquanto os outros viviam além de seus meios, a Alemanha evitava excessos", argumentou Stark. Em termos de renda e gastos, no entanto, as contas precisam bater para a economia mundial como um todo. Alguns podem viver dentro de seus meios apenas porque há outros que não o fazem. Os prudentes dependem dos imprudentes.

Além disso, o que se viu na região do euro pré-crise foi a combinação de baixas taxas de juros com a forte alta da concessão líquida de créditos entre fronteiras. Como argumenta Michael Pettis, da Peking University, é quase certo que o aumento no excesso da poupança em relação ao investimento na Alemanha provocou o excesso de captações e gastos nos demais países.

A economia mundial é um sistema integrado. É futilidade ignorar essa realidade. Atualmente, uma das realidades mais importantes é debilidade crônica da demanda do setor privado em relação à renda potencial em economias importantes.

As pessoas que duvidam disso apenas precisam perguntar-se como as taxas de juros reais e nominais de longo prazo permanecem tão baixas há tanto tempo. Isso não é resultado do afrouxamento monetário quantitativo - um bicho-papão em grande parte irrelevante, como se pode ver pelo fato de que as taxas também estão baixas nos EUA e Reino Unido, onde os bancos centrais deixaram de criar dinheiro para comprar ativos. Os governos americano e britânico podem captar dinheiro para pagar em 30 anos a taxas de 2,4% e 2,6%, respectivamente, em termos nominais; e a quase 0% em termos reais.

Os desequilíbrios entre a renda privada e os gastos desejados são imensos atualmente na região do euro, China e Japão. Todas essas economias seriam beneficiadas se tivessem superávits em conta corrente bem maiores. Todas adotam, ou deverão adotar, medidas monetárias e outras políticas que possam criar exatamente esse resultado. As contrapartidas para esses superávits agora não podem ser os países emergentes e países em desenvolvimento: eles não têm capacidade creditícia suficiente. As contrapartidas ideais são os países que podem arcar com os riscos de grandes fluxos de capital líquido. De longe, o mais capaz é os EUA, por seu tamanho e capacidade para captar em dólar, que continua sendo o dinheiro do mundo.

Os propulsores em cada um desses três gigantes são fortes. Nos três, o resultado é um afrouxamento cada vez maior da política monetária, radicalmente no Japão e na região do euro.

Na região do euro, a "parada repentina" na concessão de créditos às economias vulneráveis desencadeou crises e, depois, a retração dos setores privado e público. Na ausência de qualquer expansão nos países credores que sirva de compensação, a região do euro como um todo teve dificuldades para tornar-se uma Alemanha em tamanho família. Entre 2008 e 2013, o déficit em conta corrente da região do euro passou de um pequeno déficit para um superávit de 2,8% do Produto Interno Bruto (PIB). Isso amorteceu o colapso do PIB: enquanto a demanda doméstica real encolheu 5,9% entre o primeiro trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2013, o PIB real retraiu-se 3,5% (ainda assim, a queda não foi nada pequena).

Hoje, as políticas monetárias do BCE apenas vão funcionar se a queda do euro ajudar a promover uma onda de alta das exportações líquidas. É difícil acreditar em uma grande expansão sustentável dos gastos domésticos tendo em vista o excesso de dívidas nos países vulneráveis, a ausência de expansão fiscal e a relutância dos consumidores e empresas nos países credores em gastar.

A China depara-se com desafios similares. No período prévio à crise equilibrou a economia com superávits comerciais que chegaram a 9% do PIB em 2007. Depois da crise, substituiu as exportações perdidas por uma imensa onda de investimentos alimentados por créditos, na qual esses investimentos subiram e chegaram à metade do PIB - algo insustentável em uma economia cuja taxa de crescimento desacelera-se rapidamente.

Como a China vai administrar desta vez seu excesso de oferta sem sofrer uma recessão profunda? A resposta deverá incluir o aumento no superávit comercial, impulsionado pelo enfraquecimento da taxa de câmbio.

Por fim, temos o Japão. Lá, o setor empresarial é a principal fonte de excesso de poupança. Ao contrário da Alemanha, no entanto, o Japão mostra-se disposto a compensar o imenso superávit financeiro no setor empresarial com um também imenso déficit financeiro no setor público, cujo resultado é um nível excepcionalmente alto de endividamento do governo. A política atual ultraexpansionista não vai eliminar o excesso de poupança. O ressurgimento do superávit em conta corrente, contudo, aliviaria as consequências. Novamente, a força do dólar e a fraqueza do iene ajudariam a causa.

Em um mundo em que os setores privados das grandes economias sofrem de síndrome de deficiência crônica da demanda, certamente veremos uma caçada pelas migalhas dessa demanda. Em seu Panorama Econômico Mundial de outubro de 2008, o Fundo Monetário Internacional (FMI) analisava a diminuição nos desequilíbrios internacionais e estava inclinado a acreditar que isso se manteria. A análise pode ter sido otimista demais. No mínimo, os gastos nos EUA vão ter de, novamente, empurrar não apenas sua economia, mas também a de grande parte do resto do mundo. Desta vez, é improvável que isso funcione por muito tempo. Também vai exigir muito trabalho duro. O Fed deveria tomar as devidas notas.