

A zona do euro terá década difícil

Martin Wolf
06/01/2010

A crise na periferia não é um acidente: é inerente ao sistema. Os mais fracos terão pouca ajuda

O que teria acontecido durante a crise financeira se o euro não existisse? A resposta curta é que não teria havido crise cambial entre os seus membros. As moedas da Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha teriam certamente caído fortemente em relação ao antigo marco alemão. Esse é o desfecho que os criadores da zona do euro queriam evitar, e foram bem sucedidos. Mas, se a taxa de câmbio não pode ser ajustada, em vez disso, outra coisa deverá mudar. Essa "outra coisa" são as economias dos países periféricos membros da zona do euro. Eles estão engajados em desinflação competitiva contra a Alemanha, principal exportador mundial de manufaturados de alta qualidade. Desejo-lhes sorte.

A zona do euro é importante. Sua economia é quase tão grande quanto a dos EUA. É três vezes maior que as do Japão ou da China. Até agora, foi aprovada em seu teste inicial. No entanto, o esfriamento da economia americana foi de apenas 3,8% (do segundo trimestre 2008 ao segundo trimestre de 2009), ao passo que na zona do euro a queda foi de 5,1% (do primeiro trimestre de 2008 ao segundo trimestre de 2009).

Mais importante do que o desempenho geral da zona do euro é o que está acontecendo dentro dela. O ponto de partida tem de ser o padrão de déficits e superávits em conta corrente. Em 2006, a região estava em relativo equilíbrio. Dentro dela, porém, havia a Alemanha, com o enorme excedente de US\$ 190 bilhões - 6,5% do Produto Interno Bruto (PIB) - e a Holanda, com um superávit de US\$ 64 bilhões (9,4% do PIB). No extremo oposto estavam os importadores de capital, dos quais a Espanha era o mais importante, com um enorme déficit de US\$ 111 bilhões (9% do PIB).

Muitos têm argumentado que, no seio de uma união monetária, os déficits em conta corrente não são mais importantes do que entre Yorkshire e Lancashire. Eles estão errados. Países deficitários são vendedores líquidos de títulos para o resto do mundo. O que acontece se as pessoas no resto do mundo venderem esses títulos ou negarem-se a emprestar? A resposta é uma recessão. Mas, dentro de um país, as pessoas podem se mover de forma relativamente fácil para outra região. Isto é muito mais difícil entre países. Há outra e maior, diferença: o governo espanhol não pode responder às reclamações do espanhol desempregado argumentando que as coisas não estão tão ruins em outras partes da zona do euro. Ele precisa oferecer uma solução nacional. A questão é: o quê?

Antes da crise, os países periféricos tinham excesso de demanda sobre a oferta, ao passo que os países no núcleo estavam em posição oposta. Uma vez que as posições fiscais eram semelhantes, os padrões de demanda privada tiveram de divergir: em 2006, os setores privados da Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha estavam gastando muito mais do que sua renda e os setores privados alemão e holandês estavam gastando muito menos.

Então veio o baque. Inevitavelmente, ele impactou mais os setores privados mais distendidos. Entre 2006 e 2009, os setores privados da Irlanda, Espanha e Grécia registraram uma inflexão, entre receitas e despesas, de 16%, 15% e 10% do PIB, respectivamente. A inflexão foi também bastante previsível: uma enorme deterioração da posição fiscal. Isso sublinha um ponto que os economistas parecem incrivelmente relutantes em aceitar: a situação fiscal é insustentável se o financiamento ao setor privado for insustentável. Nesses países, foi exatamente isso o que ocorreu, com consequências desastrosas, como a crise tornou evidente.

Em sua primeira década de existência, os desequilíbrios dentro da zona do euro (e bolhas a eles associadas) acabaram por causar enormes danos no crédito aos setores privados das

economias em franca expansão. Mas, agora, os desequilíbrios estão prejudicando o crédito de seus setores públicos. Apesar de terem estreitado os spreads de risco nos mercados financeiros, os spreads entre as dívidas soberanas na zona do euro são uma exceção importante. Spreads em relação a títulos do Tesouro alemão com maturação em 10 anos dispararam, de níveis costumeiramente insignificantes; no caso da Grécia, os spreads recentemente alcançaram 274 pontos-base.

O falecido Charles Kindleberger, do MIT, argumentava que uma economia aberta necessita uma entidade hegemônica. Um de seus papéis é o de ser gastador e tomador de empréstimos de última instância em uma crise. A entidade hegemônica é, então, o país com o melhor crédito. Na zona do euro, é a Alemanha. Mas a Alemanha é credora, e não uma tomadora de empréstimos, e certamente permanecerá assim. Assim, tomadores de empréstimos mais fracos devem desempenhar o papel, com resultados terríveis para as suas pontuações de crédito.

Onde isso deixa os países periféricos, hoje? Em recessão estrutural, é a resposta. Em algum momento, eles terão de cortar seus déficits fiscais. Sem contrapartidas monetárias ou cambiais, parece certo que isso agravará a recessão já causada pelo colapso em gastos privados alimentados por bolhas. Pior, nos anos de boom, esses países perderam competitividade no seio da zona do euro. Isso também era inerente ao sistema. As taxas de juros definidas pelo Banco Central Europeu visando equilibrar a oferta e a demanda na região, eram demasiado baixas para países alimentados a bolhas. Com a inflação em setores produtores de não comercializáveis relativamente elevada, as taxas de juros reais também eram relativamente baixas nesses países. Uma perda de competitividade com o exterior e a forte demanda interna expandiram os déficits externos. Estes geraram a demanda necessária aos países do núcleo registrando excesso de capacidade. Para piorar as coisas, já que o país central é altamente competitivo no cenário internacional e a zona euro tem forte posição externa e moeda saudável, o próprio euro registrou uma valorização.

Isso deixa os países periféricos numa armadilha: não podem gerar prontamente um superávit externo, não podem reiniciar facilmente o financiamento do setor privado e não podem facilmente arcar com os déficits fiscais atuais. Emigração em massa seria uma possibilidade, mas certamente não uma recomendação. Imigração em massa de estrangeiros ricos, para viver em moradias hoje baratas, seria muito melhor. No entanto, na pior das hipóteses, uma recessão prolongada pode ser necessária para produzir uma redução dos preços e dos salários nominais. A Irlanda parece ter aceitado tal futuro. Espanha e Grécia, não. Além disso, o país afetado também sofreria deflação da dívida - com queda de preços e de salários nominais, a carga real de endividamento denominado em euros crescerá. Daí o risco de uma onda de inadimplência privada e pública.

A crise na periferia da zona do euro não é um acidente: é inerente ao sistema. Os membros mais fracos têm que encontrar uma escapatória da armadilha em que estão. Receberão pouca ajuda: a zona não tem nenhum país disposto a ser o gastador de última instância; e o próprio euro também está muito forte. Mas eles precisam ter êxito. Quando foi criada a zona do euro, surgiu uma enxurrada bibliográfica discutindo se se tratava uma união monetária ótima. Agora, sabemos que não era. Estamos prestes a descobrir se isso importa.

Martin Wolf é editor e principal comentarista econômico do FT.

O Ponto G-20

David Kupfer
06/01/2010

"Nunca antes na história deste país" o Brasil teve tanta visibilidade internacional como nesse recém-encerrado ano de 2009. Esse fato pode ser interpretado como um indicador antecedente de que o tema da política externa brasileira terá uma proeminência inédita no debate político que vai se travar no ano eleitoral que se inicia. Provavelmente os cientistas

políticos saberão dar conta das múltiplas dimensões desse tema, até mesmo em que medida ele será capturado pela necessidade de diferenciar posições, que é típica da própria dinâmica do debate eleitoral, uma vez que no campo interno não se antevê muito espaço para a contraposição de ideias muito diferentes sobre a política econômica. Porém, lógica eleitoral à parte, é plenamente justificável que a questão externa venha a ocupar um dos eixos cruciais de formulação de políticas e, como tal, venha cada vez mais para o núcleo central do debate sobre as alternativas para o desenvolvimento nacional.

Dados recém-divulgados dão conta que a balança comercial apresentou um saldo de US\$ 24,6 bilhões em 2009, praticamente repetindo o montante do ano anterior. O fato, primeiro, desse desempenho ter sido bem melhor do que projetavam as estimativas e, segundo, desse número em termos absolutos ainda corresponder a um valor sonante, não deve, porém, ser interpretado como um sinal de que tudo vai bem no front externo. Isso porque a preservação do montante do saldo comercial está se dando em quadro estruturalmente muito distinto.

Inicialmente não se pode esquecer que as exportações brasileiras enfrentaram uma queda de 23% no ano recém-encerrado, amplamente explicada pela retração do comércio mundial pós- crise, enquanto as importações caíram 26%, número igualmente consistente com o extenso recuo da produção industrial e da formação bruta de capital fixo, os principais setores demandantes de bens importados na economia brasileira. No entanto, com a forte retomada da produção e do investimento domésticos, esperados já para 2010, e a lenta recuperação que ainda deve caracterizar o comércio mundial nos próximos anos, é inevitável que a economia irá rumar para um quadro de déficits comerciais crescentes, mantidas as atuais condições de competitividade sistêmica - câmbio, juros, infraestrutura, etc. Em grandes números, antes da turbulência internacional do final de 2008, para um expansão do PIB de 5% ao ano, as importações brasileiras estavam crescendo a taxas próximas a 50% anuais. Se esses números retornarem agora em 2010, para assegurar saldo comercial nulo será necessário que as exportações aumentem em pelo menos 25%, uma taxa muito acima das previsões que os mais otimistas dentre os especialistas se animam a fazer.

Uma segunda mudança estrutural em curso, que é bem conhecida, relaciona-se à composição da pauta das exportações brasileiras. Embora a participação de produtos de maior valor adicionado frente as matérias-primas baseadas em recursos naturais já viesse em queda livre há pelo menos três anos, muito antes portanto da crise de fins de 2008 se manifestar, em 2009 esse indicador avançou ainda mais. Aqui, é desnecessário enfatizar o papel da tendência de apreciação do real nesses anos como explicação para esse fato. A essa mudança junta-se uma terceira, mais radical, e por isso mesmo mais importante, que é a nova geografia do comércio brasileiro. Como amplamente noticiado, 2009 marcou a substituição dos EUA pela China como principal destino das exportações brasileiras: 13,1% de "market share" para a China versus 10,3% para os EUA. Evidentemente, as transformações na composição e destino geográfico das vendas externas do Brasil não estão ocorrendo por acaso; ao contrário, são fenômenos profundamente interrelacionados.

Com a crise, os EUA rumaram para um novo padrão de política monetária, apoiado em taxas de juros reais nulas, cujo objetivo de curto prazo é injetar liquidez na economia para contornar os efeitos recessivos da crise financeira mas que busca, em um prazo mais longo, a redução do déficit norte-americano com o mundo, principalmente por meio da desvalorização do dólar. Já a China está ocupada com a tarefa de introjetar o seu padrão de crescimento, buscando torná-lo menos dependente de exportações e mais associado ao mercado interno. Significa que a China está se preparando para enviar para o mundo menos mercadorias e mais capital e receber do mundo mais matérias-primas. Enquanto isso, como resposta imediata à crise interrompeu a lenta valorização que vinha impondo a sua moeda desde 2005 e voltou a atrelar o yuan ao dólar, aumentando as desvantagens competitivas dos inúmeros países que seguem regimes de flutuação cambial, como o Brasil.

Obviamente, essa transição chinesa irá colocar a indústria brasileira em uma posição ainda mais difícil do que a já enfrentada nos últimos anos. Por isso, mais importante do que o tamanho do déficit comercial que a economia brasileira passará a exibir nos próximos anos é a nova geopolítica desse déficit. De um lado, é fundamental que a China aceite valorizar a sua moeda pois, por mais suja que venha a ser a flutuação que a política cambial brasileira se

proponha a cumprir, não parece haver mais muita margem, no atual regime de taxas flexíveis aqui adotado, para reduzir substantivamente o hiato de competitividade cambial acumulado entre o yuan e o real. De outro lado, ao Brasil igualmente interessa, com tanta ou maior prioridade, a abertura dos mercados dos países desenvolvidos aos produtos agrícolas e metálicos e a defesa da sua economia de serviços, objetivos que colocam a necessidade de atuação conjunta com os países emergentes, China incluída, para brigar por um maior equilíbrio nas relações internacionais.

Enquanto perdurar essa queda de braços entre EUA e China, a situação da inserção externa brasileira tenderá a se tornar cada vez mais crítica. Essa é a razão fundamental que torna mandatário que o Brasil consiga superar a sua tradicional posição de economia reflexa e comece a participar de modo mais efetivo do jogo diplomático internacional. Por tudo isso, a ação da diplomacia econômica brasileira necessita ser cada vez mais estratégica e desenvolver capacidade de participar de todos os fóruns internacionais relevantes, visando fortalecer a posição brasileira especialmente no G-20 que, após a debacle do sistema financeiro mundial, tornou-se a arena mais decisiva para que essa complexa teia de interesses possa ser tecida.

David Kupfer é professor do Instituto de Economia da UFRJ e coordenador do Grupo de Indústria e Competitividade (GIC-IE/UFRJ).