

Interessa a Pequim ajudar Geithner

Martin Wolf
10/06/2009

A decisão chinesa de acumular US\$ 2 trilhões em reservas em moeda estrangeira foi, em minha opinião, um erro

Países credores estão preocupados com a segurança de seu dinheiro. Isso é o que interliga duas das grandes notícias econômicas da semana passada: o ataque da chanceler Angela Merkel às políticas monetárias postas em prática por bancos centrais, inclusive o seu, o Banco Central Europeu (BCE); e a pressão sobre Tim Geithner, secretário do Tesouro dos EUA, para que persuadisse seus anfitriões em Pequim de que os títulos do Tesouro dos EUA em suas reservas estão seguros. Estarão mesmo? A resposta é: somente se os países credores facilitarem o ajuste da balança mundial de pagamentos. Os países devedores sairão dessa crise através de dois caminhos alternativos: exportando ou sendo empurrados para algum tipo de calote. Os credores têm de escolher qual sua opção preferida.

Há muito em comum entre a Alemanha e a China: ambas têm os dois maiores superávits em conta corrente no mundo, US\$ 235 bilhões e US\$ 440 bilhões, respectivamente, em 2008; e ambas são também grandes potências exportadoras de produtos da indústria de transformação. Por essa razão, ambas sofreram com o colapso da demanda dos compradores, hoje superendividados, de suas exportações. Por isso, ambos os países sentem-se injustiçados. Por que, indagam-se, deveriam seus virtuosos povos sofrer porque sua clientela esgotou seu poder de compra?

Alemanha e China são também bastante distintas: A Alemanha é um produtor mundial extremamente competitivo de manufaturados. Mas é também uma potência regional em união monetária com seus vizinhos desde 1999. Seu problema é que cancelados pelo gasto excessivo predominantemente privado de seus vizinhos. Agora que os tomadores de empréstimos estão insolventes, a demanda interna de seus países foi ao colapso. Isso está produzindo uma enorme expansão de déficits fiscais e pressões em favor da adoção de políticas monetárias mais relaxadas por parte do BCE. Por isso, Merkel está motivada a enfraquecer a independência do banco central da Alemanha, visando proteger o objetivo ainda mais vital de manutenção da estabilidade monetária.

A Alemanha pode ser a mais importante economia na Europa. Mas a China é uma superpotência nascente. Sem pretender fazê-lo, os chineses já abalaram a economia mundial. A incorporação desse colosso dinâmico na economia mundial envolve enormes ajustes. Isso já é evidente em qualquer discussão sobre uma saída sustentada da crise.

Recente estudo do Goldman Sachs - infelizmente, não disponível publicamente - lança uma luz fascinante sobre o impacto da ascensão chinesa na economia mundial. Em especial, o documento amplia a análise do papel dos "desequilíbrios em nível mundial", sobre o qual eu (e muitos outros) escreveram.

A análise ressalta quatro aspectos notáveis na economia mundial durante esta década: enorme crescimento dos desequilíbrios na conta corrente mundial (com, em especial, a formação de enormes superávits nas economias emergentes); declínio mundial nominal e real na rentabilidade de todas as formas de financiamento; um crescimento dos retornos mundiais sobre capital físico; e crescimento do prêmio de risco dos investimentos em ações - a diferença entre os rendimentos de ações e de títulos. Eu acrescentaria a essa lista a forte pressão descendente sobre os preços em dólar de muitos produtos da indústria de transformação.

O estudo argumenta que a hipótese tradicional - de "super oferta de poupança mundial" - ajuda a explicar os dois primeiros fatos. De fato, a análise observa que uma alternativa popular - política monetária excessivamente frouxa - não consegue explicar as taxas reais de longo prazo persistentemente baixas. Mas, acrescenta, isso não explica os terceiro e quarto (nem meu quinto) aspectos.

A análise argumenta que um enorme crescimento da oferta de mão de obra mundial efetiva e a extrema aversão a riscos dos novos credores no mundo emergente explicam o terceiro e quarto aspectos. Como menciona a análise, "a acumulação de ativos líquidos estrangeiros foi inteiramente explicada por compras do setor público... e esses ativos foram canalizados principalmente para reservas". As economias emergentes asiáticas - a China mais que qualquer outra, registraram os maiores fluxos.

As enormes saídas de capital foram consequência de decisões de política econômica, entre as quais o regime cambial foi o mais importante. A decisão de manter a taxa de câmbio baixa também conteve os preços em dólar de muitos manufaturados. Eu acrescentaria que o estouro da bolha no mercado acionário em 2000 também fez crescer o grau de risco percebido no mercado de ações, e assim ampliou os atrativos dos supostamente seguros instrumentos de crédito cujo crescimento vimos na década de 2000. A pressão sobre os salários pode também ter estimulado as pessoas a se endividar, e assim ajudou a fomentar as bolhas de crédito na década de 2000.

Os autores concluem que a baixa rentabilidade dos títulos provocada por recém-surgidos excessos de poupança impulsionou os empréstimos insanos cujos resultados vemos agora. Com melhor regulamentação e fiscalização, a encrenca teria sido menor, como argumenta acertadamente o FMI em seu recente relatório Perspectivas Econômicas Mundiais. Mas alguém tinha de tomar emprestado esse dinheiro. Se não fossem as famílias, quem o teria feito? Governos, assim incorrendo em déficits fiscais maiores, ou empresas, já repletas de lucros? Essa é tanto uma história macroeconômica quanto de insensatez, ganância e regulamentação e fiscalização inadequadas.

E essa história não é apenas relato histórico. Tem implicações igualmente sérias para o mundo escapar da crise. O aspecto dominante na economia atual é que os ex-tomadores de empréstimos privados estão, francamente, arruinados. Para sustentar gastos, os bancos centrais estão sendo levados a realizar emissões monetárias, que Merkel teme, e governos estão sendo levados a promover enorme "despoupança", para compensar o desejado aumento na poupança privada.

Agora, a Alemanha quer preservar o valor de sua moeda, ao passo que a China está desesperada para preservar o valor de seus ativos estrangeiros. São objetivos compreensíveis. Mas, para que isso possa acontecer, os países devedores precisam estabilizar suas economias sem outra rodada de endividamento privado esbanjador ou crescimento indefinido de dívida governamental. Essas duas alternativas, em última instância, resultarão em calotes, inflação ou ambos, e portanto, em prejuízos para os credores. Para os devedores, a única alternativa para sair da crise está em ganhar dinheiro. Em nível de um país inteiro, isso significa um grande aumento das exportações líquidas. Mas para que os países endividados venham a alcançar esse objetivo, em uma vigorosa economia mundial, os países superavitários precisam expandir substancialmente sua demanda, em relação à oferta.

A decisão chinesa de acumular aproximadamente US\$ 2 trilhões em reservas em moeda estrangeira foi, em minha opinião, um erro. Agora, a China precisa escolher. Se quiser segurança para seus ativos garantidos pelos EUA, precisará facilitar um ajuste no balanço mundial de pagamentos. Se a China e outros países superavitários desejarem acumular superávits enormes e acumular um vasto estoque de ativos financeiros, devem esperar calotes. Não podem, ao mesmo tempo, ter ativos estrangeiros seguros e superávits enormes. Precisam escolher entre os dois. Pode parecer injusto. Mas quem disse que a vida é justa?

Martin Wolf é colunista do "Financial Times".