

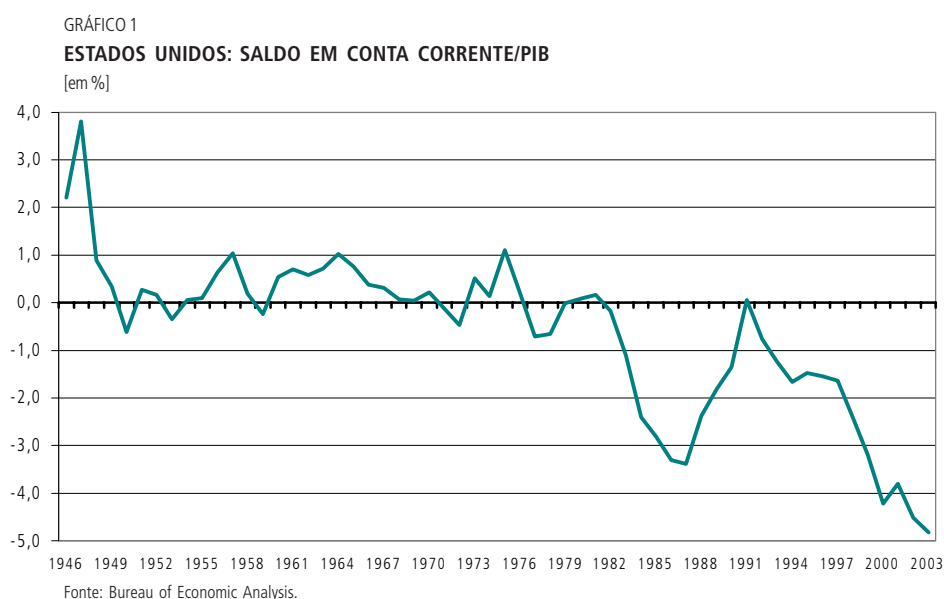
AUMENTO DO DÉFICIT EM CONTA CORRENTE NORTE-AMERICANO E PERSPECTIVAS DE DESVALORIZAÇÃO DO DÓLAR

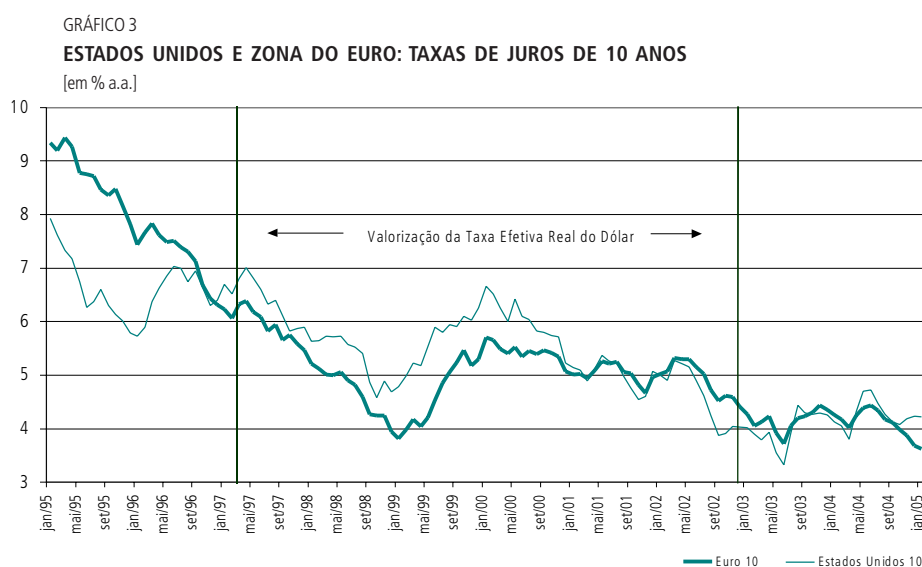
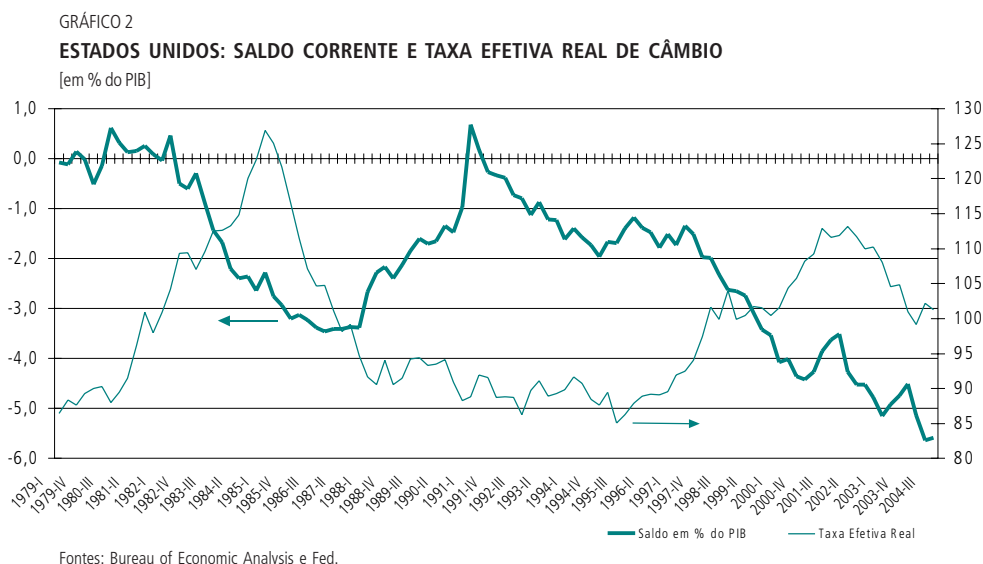
Marcelo José Braga Nonnenberg

Após a Segunda Guerra Mundial até o final dos anos 1970, os Estados Unidos sistematicamente apresentaram superávits em conta corrente, salvo em alguns anos específicos, como 1959 e 1971 (ver Gráfico 1). Essa situação inverteu-se a partir de meados da década de 1980, quando a existência de déficits em conta corrente passou a constituir a regra, sendo 1991 a exceção. O déficit corrente atingiu um ponto máximo em 1987, invertendo-se a partir daí até 1991. Contudo, desde então, o valor dessa variável não tem parado de aumentar, tendo atingido, no segundo e terceiro trimestres de 2004, cerca de 5,5% do PIB.

O aumento do déficit corrente observado entre 1982 e 1987 esteve claramente associado a uma valorização da taxa efetiva real de câmbio, que atingiu cerca de 42% entre o final de 1980 e o início de 1985 (ver Gráfico 2). A consecutiva desvalorização controlada do dólar foi possível graças a um esforço internacional de coordenação (acordos do Plaza e do Louvre em 1985 e 1987). Isso possibilitou a reversão da taxa efetiva do dólar, até o início de 1991, aos níveis prevalentes no final dos anos 1970. Contudo, apesar de o valor real do dólar não ter flutuado significativamente, o déficit corrente voltou a crescer entre 1991 e 1997, seja porque os Estados Unidos cresceram fortemente nesse período, seja porque seus produtos perderam competitividade internacional.

A partir de 1997, o dólar voltou a se valorizar fortemente, em grande parte impulsionado pelas maiores taxas de juros nos Estados Unidos (ver Gráfico 3) ante as européias. Essa valorização, observada até meados de 2002, contribuiu para uma elevação ainda maior do déficit corrente dos Estados Unidos. Deve-se ressaltar que, apesar de a taxa efetiva real do dólar haver se desvalorizado cerca de 15% desde o início de 2002, o déficit corrente não parou de aumentar. Apesar de as exportações terem crescido a partir do final de 2002, as

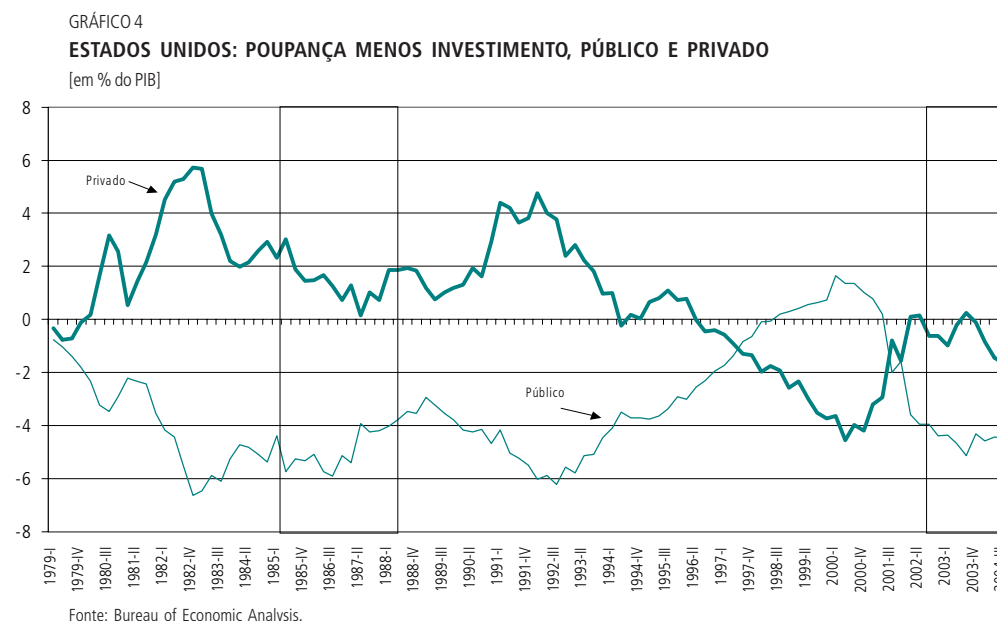




importações, sobretudo as de bens de consumo e bens de capital, cresceram a um ritmo ainda mais veloz, inclusive em quantidade. Entre 2002 e 2004, para um aumento das importações, em volume, de 16%, as de bens de capital cresceram 25% e as de bens de consumo (exclusive automóveis), 21%.

O déficit corrente pode também ser analisado como a contrapartida das diferenças entre poupança e investimento privado e poupança e investimento público [ver Obstfeld e Rogoff (2004)]. Como mostra o Gráfico 4, o aumento do déficit corrente na primeira metade da década de 1980 correspondeu a uma redução da poupança privada (ou aumento do investimento privado) num momento em que a poupança pública já era muito baixa. Já na presente década, tanto a poupança menos investimento privado quanto público — ambos em território negativo — caíram. Isso mostra que o aumento do déficit fiscal não foi o único responsável pelo aumento do déficit externo, mas também o forte aumento do consumo privado (reduzindo a poupança), viabilizado pelo elevado endividamento das famílias.

Portanto, a atual situação das contas externas dos Estados Unidos constitui uma novidade histórica, ao menos no período relevante, em que esse país emite a moeda de curso



internacional. Entretanto, além da intensidade do fenômeno, há duas diferenças importantes com relação à década de 1980. Primeiro, naquele momento, a supremacia da moeda norte-americana com relação às demais era incontestável. Nenhuma outra moeda, nem mesmo o marco alemão e o iene, possuía as características necessárias para postular uma candidatura a substituto do dólar. Segundo, ao contrário do período que se estende até a metade da década de 1980, os Estados Unidos têm hoje uma posição internacional fortemente devedora: sua posição internacional de investimentos passou de mais US\$ 298 bilhões em 1983 para menos US\$ 2430 bilhões em 2003.

Atualmente, contudo, a importância do dólar nas finanças internacionais é razoavelmente menor do que há alguns anos. Um exemplo disso é o seu peso como parcela das reservas internacionais dos principais bancos centrais. De acordo com o BIS, a participação do dólar como moeda estrangeira nas reservas internacionais dos bancos centrais associados àquela instituição caiu de cerca de 70% entre 1977 (primeiro ano da série) e 1986 para cerca de 58% em 2003-2004. Mais dramática ainda é a queda da participação do dólar como moeda de referência de novas emissões de títulos da dívida externa, segundo o FMI [ver FMI (2004)], de aproximadamente 60% na média de 1997-1998 para apenas 17% no primeiro trimestre de 2004 (último dado disponível). Ao mesmo tempo, o peso do euro (ou das moedas por ele substituídas) passou de 28% para 40%. Ou seja, no momento em que o déficit externo dos Estados Unidos é o maior da história, a capacidade de esse país emitir a moeda de curso (quase) forçado nas finanças internacionais reduz-se drasticamente, *et pour cause*. Isso significa que não será mais possível aos Estados Unidos financiar-se indefinidamente no mercado internacional, como acreditavam diversos analistas até então. Os dados do Tesouro dos Estados Unidos indicam que, na verdade, o financiamento externo, especialmente dos países asiáticos, vem caindo nos últimos meses, como mostra o Gráfico 5.

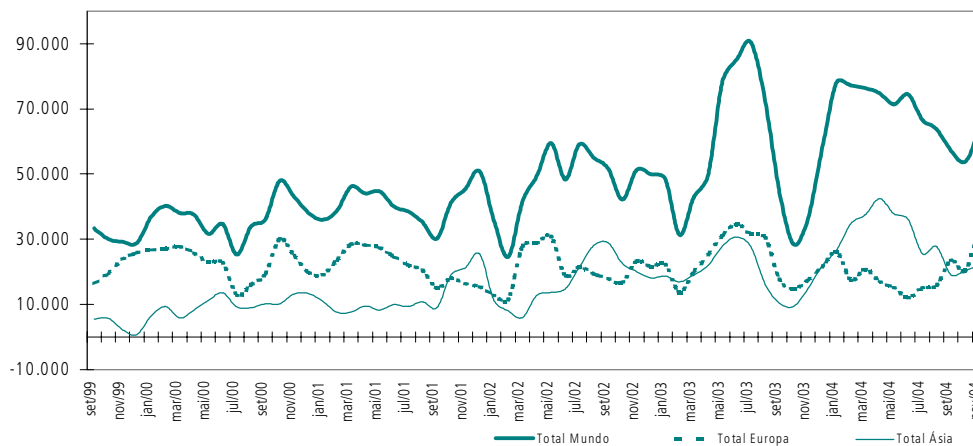
Por outro lado, os grandes países europeus e asiáticos não podem se desfazer rapidamente de suas reservas em dólar sob pena de assistir a uma rápida e descontrolada desvalorização do dólar (e valorização de suas moedas), que comprometeria as exportações e o crescimento nesses países.

Assim, o dólar deve continuar a se desvalorizar, de forma a reduzir significativamente o déficit em conta corrente dos Estados Unidos, mas esse processo deverá continuar a ocorrer

GRÁFICO 5

COMPRAS MENOS VENDAS POR NÃO-RESIDENTES NOS ESTADOS UNIDOS DE TÍTULOS AMERICANOS DE LONGO PRAZO DOMÉSTICOS E ESTRANGEIROS — TOTAL E PRINCIPAIS REGIÕES — MÉDIA MÓVEL TRIMESTRAL

[em US\$ milhões]



Fonte: Tesouro dos Estados Unidos.

de forma gradual e controlada. A elevação das taxas de juros nos Estados Unidos ante as europeias, nos dois últimos meses, inverteu essa tendência, mas esse movimento deve ser temporário. O ritmo da desvalorização dependerá ainda de dois fatores. Em primeiro lugar, da postura do Fed. Quanto mais conservador ele for, aumentando mais rapidamente as taxas dos *fed funds*, mais rapidamente aumentará a poupança líquida do setor privado norte-americano e, portanto, menor será a necessidade de desvalorização do dólar para uma mesma redução do déficit corrente. Em segundo lugar, como observado por Obstfeld e Rogoff (2004), com um coeficiente de *pass-through* da desvalorização do dólar para os preços domésticos nos Estados Unidos de cerca de 50%, a desvalorização *nominal* deverá ser aproximadamente o dobro do necessário caso esse coeficiente fosse 0. Ao mesmo tempo, devido à atual postura isolacionista do governo norte-americano e à menor importância relativa do dólar nas finanças internacionais, as possibilidades de haver um acordo internacional, nos moldes dos acordos do Plaza e do Louvre, são hoje bem menores do que no passado.

BIBLIOGRAFIA

FMI. *Global Financial Stability Report*, Sep. 2004.

OBSTFELD, M., ROGOFF, K. *The unsustainable US current account position revisited*. Cambridge, Oct. 2004 (NBER Working Paper, 10.869).