

ESTUDOS E ANÁLISES DE CONJUNTURA

Nº 11, NOVEMBRO DE 2013

**OS CUSTOS SISTÊMICOS TRANSICIONAIS: O VAIVÉM
DA POLÍTICA MONETÁRIA DOS EUA E SEUS
REFLEXOS EM TERMOS DE CUSTOS DE
AJUSTAMENTO**

JAIME CESAR COELHO E MARILIA ROMÃO CAPINZAIKI



OPEU
OBSERVATÓRIO POLÍTICO
DOS ESTADOS UNIDOS



INCT
INEU
INSTITUTO NACIONAL DE CIÊNCIA
E TECNOLOGIA PARA ESTUDOS
SOBRE OS ESTADOS UNIDOS
NATIONAL INSTITUTE OF SCIENCE
AND TECHNOLOGY FOR STUDIES
ON THE UNITED STATES

ESTUDOS E ANÁLISES DE CONJUNTURA

OBSERVATÓRIO POLÍTICO DOS ESTADOS UNIDOS
INSTITUTO NACIONAL DE CIÊNCIA E TECNOLOGIA
PARA ESTUDOS SOBRE OS ESTADOS UNIDOS – INCT-INEU

ISSN 2316-2481

Nº 11, NOVEMBRO DE 2013

**OS CUSTOS SISTÊMICOS TRANSICIONAIS:
O VAIVÉM DA POLÍTICA MONETÁRIA DOS EUA
E SEUS REFLEXOS EM TERMOS DE CUSTOS DE AJUSTAMENTO**

JAIME CESAR COELHO

PROFESSOR DE ECONOMIA POLÍTICA INTERNACIONAL (UFSC) E
PESQUISADOR DO INCT-INEU

MARILIA ROMÃO CAPINZAIKI

MESTRANDA DO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM RELAÇÕES
INTERNACIONAIS (UFSC)

OS CUSTOS SISTÊMICOS TRANSICIONAIS: O VAIVÉM DA POLÍTICA MONETÁRIA DOS EUA E SEUS REFLEXOS EM TERMOS DE CUSTOS DE AJUSTAMENTO

Jaime Cesar Coelho e Marília Romão Capinzaiki

No rastro da crise de 2008, por meio de políticas agressivas de expansão monetária, o Banco Central dos EUA produziu um ajuste dos preços relativos das moedas, levando a uma desvalorização do dólar frente ao conjunto das demais moedas nacionais, especialmente as moedas dos países emergentes.

O ministro da fazenda do Brasil, Guido Mantega, denunciou em 2010¹ o que poderia ser uma nova “guerra de moedas”, ou seja: a precipitação de desvalorizações cambiais competitivas. Um aspecto importante deste processo, similar ao ocorrido nos anos 1930, é que as bases da cooperação internacional são minadas, prevalecendo comportamentos oportunistas e a visão míope (de curto prazo), e alargando-se movimentos especulativos num contexto de crescente incerteza e elevação dos riscos. Aliás, estes últimos representam características centrais de um padrão de comportamento “dos mercados” que se repete desde a inauguração do ciclo de acumulação comandado pela batuta do capital rentista. O efeito de transbordamento destas políticas unilaterais adotadas pelo detentor do privilégio exorbitante da emissão da moeda de referência internacional, para o campo político e social, representa um grave risco à estabilidade internacional e tende a provocar igualmente efeitos deletérios à estabilidade doméstica.

Desde a crise de 2007-2008, estamos assistindo a uma corrida de cavalos, que largam em posições iniciais diferenciadas e com regras que beneficiam uns mais que outros, em especial aos que estão à frente na hierarquia dos estados. As políticas macroeconômicas adotadas pelos diferentes competidores refletem suas respectivas capacidades de suportar os ajustes, de adiar os seus custos e de transferi-los a outros. Num mundo interdependente, desigual e instável, as crises tem o efeito pedagógico de desvelar os interstícios da hierarquia do poder internacional.

Este artigo foi escrito num momento em que o mundo aguardava, aos solavancos, as decisões da política monetária americana em relação à continuidade dos esforços de aumento da liquidez interna, através do uso do mecanismo de aporte mensal de US\$ 85 bilhões que o FED vem desembolsando desde 2009 por meio do processo de compra dos títulos americanos e ativos lastreados em hipotecas².

¹ Mantega utilizou o termo na reunião do Comitê Monetário e Financeiro do FMI (CMFI) ocorrida em Outubro de 2010, em Washington. O ministro da Fazenda apontou como causa dos desequilíbrios o fato de que a crise mundial não teria sido resolvida, e defendeu um acordo global sobre a questão cambial. “*Brasil alerta para risco de guerra cambial*” RFI, 9/10/2010.

² Com o objetivo de superar os efeitos da crise de 2008, o FED vem adotando um programa de *Quantitative Easing* – “afrouxamento monetário”, em tradução livre – além de cortes nas taxas de juros. O objetivo do FED, ao implementar o programa, era o de impulsionar a economia ampliando diretamente a quantidade de dinheiro para empréstimos, investimentos e consumo. Os aportes são de US\$ 85 bilhões mensais, sendo US\$ 40 destinados à compra de títulos do mercado imobiliário e US\$ 45 gastos com a compra de títulos de longo prazo do Tesouro. Com isso, o FED buscava estabilizar as taxas de juros de longo prazo em níveis mais baixos e dar suporte ao mercado imobiliário, então em situação frágil. Atualmente, o *Quantitative Easing* já está em sua terceira rodada desde 2008 (QE3) e, di-

Para alívio geral, e contradizendo as declarações de Ben Bernanke no último janeiro, as injeções de liquidez ainda não foram revertidas, sabe-se lá até quando. Os meios de comunicação reverberaram a alegria súbita quando, no último setembro, o FED anunciou que iria continuar injetando recursos na economia. O vaivém das expectativas tem o efeito devastador sobre o manejo da política macroeconômica. Perde-se o horizonte de longo prazo e sujeita-se a política monetária ao sabor da volatilidade cambial e de seus efeitos esperados sobre os custos dos fatores e os índices de preços. Diz-se que os mercados antecipam acontecimentos futuros, produzindo correções de rumos no presente. A bem da verdade, “o mercado” fabrica no presente a realidade que lhe é conveniente. As estruturas de mercado, operando em escala global, estão cada vez mais concentradas e centralizadas, produzindo uma rivalidade competitiva que, em boa medida, dita a formação de expectativas numa feroz disputa por recursos escassos e espaços de valorização do capital que não encontram nos países do “centro” o campo concreto da produção do valor. É o capital na sua fase monopólica e financeira. (FOSTER, R. e McCHESNEY, 2012).

Isso não invalida uma questão muito apropriada a respeito das consequências das políticas adotadas pela superpotência para a economia brasileira e para os chamados mercados emergentes. Algo chama atenção. Em 2012, o governo brasileiro, por de meio do discurso inaugural da presidenta da república na conferência anual da ONU, criticou duramente as políticas de *easy-money* adotadas pelos EUA, mais precisamente as “políticas monetárias expansionistas adotadas pelos países desenvolvidos”³ de emissão irresponsável de moeda. Agora, um ano depois, as autoridades monetárias do Brasil mostram enorme alívio pela continuidade destas mesmas políticas. O que isso nos ensina e o que isso revela?

Sobre o discurso: declarações como as do ministro Mantega e da presidenta da República servem para denunciar os efeitos das ações discricionárias da superpotência, mas ao mesmo tempo mascaram um fato fundamental, qual seja a incapacidade política em gerar um consenso interno em torno de um maior controle sobre a conta de capital e a postura passiva, meramente reativa, do Banco Central brasileiro diante do vaivém da liquidez internacional. Durante todo o governo Lula, o Banco Central local foi leniente diante do aumento da liquidez internacional, permitindo com isso uma apreciação perigosa e danosa da taxa de câmbio. Se por um lado o governo logrou alcançar um sucesso sem precedentes de inclusão social, por outro lado, esse esforço não foi acompanhado por ações mais enfáticas no plano monetário e cambial, o que demonstra algo mais fundamental: as esferas de decisão destas políticas se mantêm insuladas e refletem um ideário que se associa à perspectiva internacional dominante, ao poder do mercado.

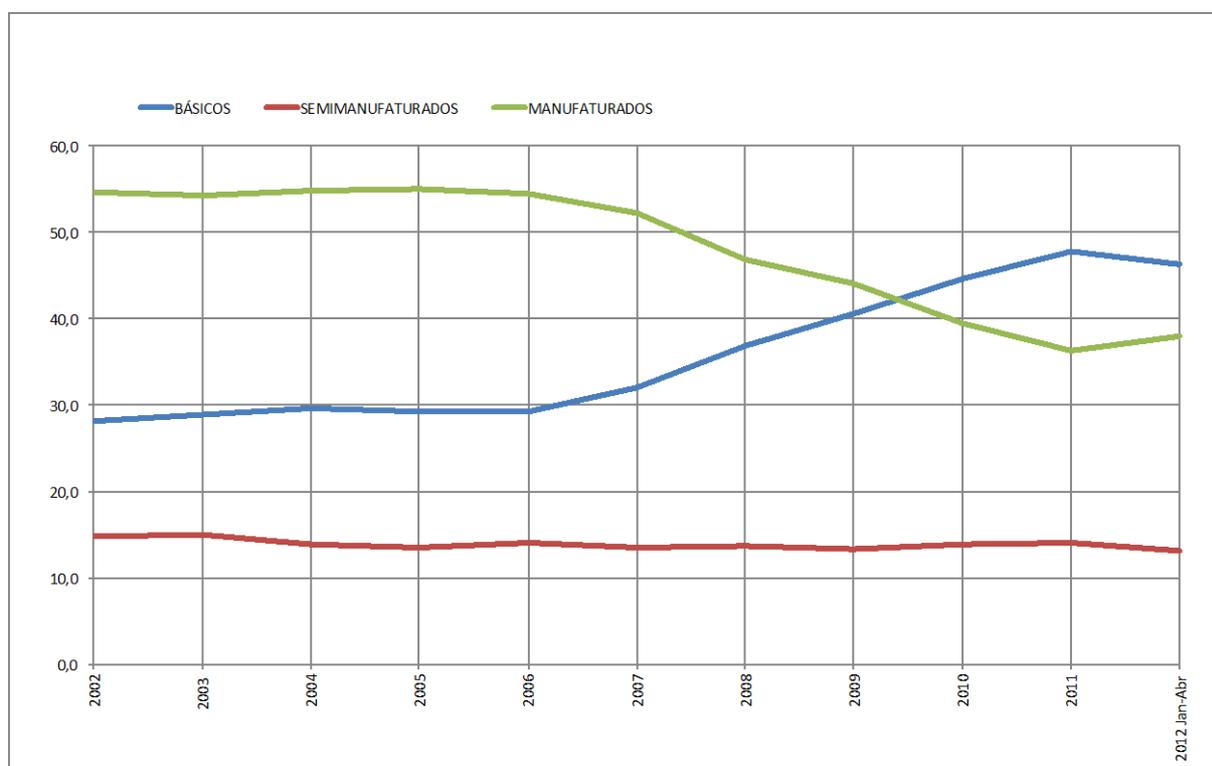
O governo Dilma vem travando uma batalha diária contra o apetite voraz “do mercado”. É uma luta que trabalha na disputa da formação de expectativas. O cerco do mercado é sempre o mesmo: o governo gasta mal e muito. Como resultado, colhe a paralisia dos investimentos. Na arena desta queda de braços, em que está em jogo o nível de emprego e o

ante de sinais de recuperação da economia americana, o FED cogitou diminuir ou retirar a injeção de estímulos, excitando os mercados.

³ Discurso na íntegra em <<http://www2.planalto.gov.br/imprensa/discursos/discorso-da-presidenta-da-republica-dilma-rousseff-na-abertura-da-67a-assembleia-geral-das-nacoes-unidas-nova-iorque-eua>>

bem-estar, o banco central adota uma política que vai de encontro aos estímulos fiscais contracíclicos. O mercado, na sua ossatura especulativa, conta com o apoio efetivo de uma imprensa politicamente ativa que lhe dá voz e corpo, embora sem mostrar sua face. Se é necessário admitir que as decisões de curto prazo da política macroeconômica devem guardar coerência com as ações de longo prazo de manutenção da estabilidade, também é razoável admitir que haja uma contradição entre a busca de um maior grau de autonomia do país diante dos ajustes internacionais e as políticas efetivamente adotadas nesta área, especificamente no que tange às ações da autoridade monetária representada na figura do Banco Central. Os efeitos disso são a deterioração persistente da balança comercial e a regressão em termos de participação da indústria no conjunto da produção nacional (gráfico abaixo).

Exportação Brasileira por Fator Agregado 1964 a 2012 - Participação %



Fonte: SECEX/MDIC

Lições da História: desvalorizações competitivas

É inescapável que, ao tratar-se do momento atual da economia política internacional, a memória remeta ao trágico desencontro do fim da ultrapassagem da hegemonia britânica que se cristalizou no interregno das duas grandes guerras. O que caracterizava o regime monetário internacional nos anos 1920? Conversibilidade, livre fluxo de capital e taxas de câmbio com lastro monetário no ouro. Num regime como este, as taxas de juros são variáveis dependentes dos fluxos de capital e há pouca margem de manobra para a manipulação da política monetária. A atividade econômica doméstica tem forte dependência em relação ao nível de liquidez internacional e ajustes externos provocam severos efeitos nos níveis de emprego doméstico.

A defesa desse tipo de regime de livre conversibilidade repousa no combate às atitudes discricionárias dos governos e na retórica em favor de

um controle rígido da inflação. Trata-se, portanto, de um ideário associado às políticas de austeridade e à crença no *laissez-faire* como mecanismo ótimo de ajustes diante de desequilíbrios macroeconômicos. As soluções ótimas de mercado produzem, supostamente, o efeito positivo de promover um alinhamento entre os níveis da remuneração dos fatores aos níveis de produtividade existentes.

O principal limite para esse sistema reside na difícil equação de sustentar a estabilidade política e social em momentos de ajustes severos. Outro aspecto não menos importante está associado à atitude passiva, por parte dos Estados, em aceitar níveis de ajuste, diante de choques externos, que provoquem a perda de bem-estar doméstico, uma diminuição dos níveis de riqueza (redução das capacidades materiais) e consequente perda de prestígio no sistema internacional, o que, em última instância, resultaria numa alteração na hierarquia dos estados.

A experiência histórica mostra que foi exatamente este o processo que se verificou na passagem dos anos 1920 e 1930. Diante de um quadro que se arrastava desde os fins do século XIX, de perda incremental da competitividade relativa no plano internacional associada à grande crise de 1929, a Inglaterra viu-se na contingência de permanecer fiel ao regime de conversibilidade ou abandoná-lo, dando início a um ciclo de desvalorizações cambiais competitivas e desarranjo das relações econômicas internacionais. Liderada por um governo trabalhista, o país abandonou, em setembro de 1931, o regime de conversibilidade e provoca uma rápida desvalorização da libra. Como resultado dessa ação unilateral, uma série de nações promoveram alinhamentos similares.

(...) Cerca de duas dúzias de outras economias, principalmente membros do Commonwealth e do Império e parceiros comerciais britânicos, rapidamente seguiram o exemplo. O próximo passo inevitável dizia respeito ao Japão, cujo ministro das finanças, Korkiyo Takahashi, implementou uma política monetária agressivamente expansionista, que impulsionou a desvalorização do yen, iniciada em dezembro. O presidente Franklin Delano Roosevelt embargou as exportações de ouro em 5 de março de 1933, seu primeiro dia de mandato. Ele tornou o embargo permanente em abril, e ativamente elevou o preço do ouro em dólares (baixando a taxa de câmbio do dólar) a partir de outubro. Um número de parceiros comerciais dos EUA, principalmente na América Latina, seguiu a depreciação do dólar. Em janeiro de 1934, quando o dólar foi novamente estabilizado em relação ao ouro, a taxa de câmbio libra esterlina/dólar voltou quase aos níveis preexistentes antes de setembro de 1931. (EICHENGREEN, 2013, p.6 – tradução livre).

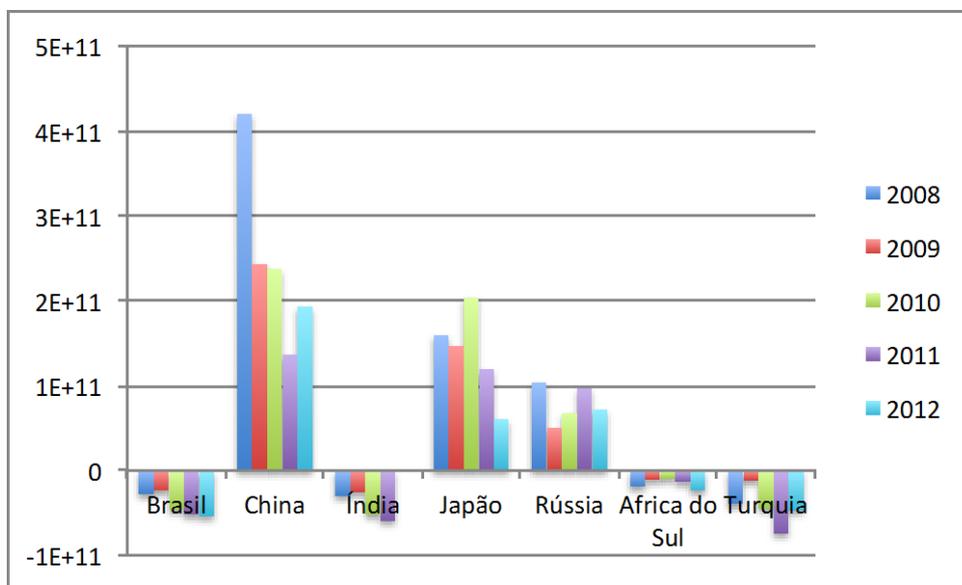
Uma das conclusões rápidas a que se poderia chegar é que por meio de desvalorizações competitivas os efeitos teriam se anulado, como consequência dos realinhamentos cambiais recíprocos. O fato é que a manipulação monetária não é neutra e traz efeitos políticos e sociais de curto prazo que têm impactos no ordenamento institucional e no plano das expectativas. Um dos efeitos imediatos da quebra da conversibilidade na Inglaterra foi um movimento de queda das taxas de juros, que elevou o nível de liquidez e barateamento do dinheiro, dando início a uma bolha imobiliária. Nos EUA, o fim do comprometimento de Roosevelt com o padrão-ouro foi acompanhado por políticas ativas na esfera dos gastos governamentais (*New Deal*). No plano internacional, estes movimentos unilaterais não foram seguidos por ações multilaterais que dessem suporte à emergência de um novo regime, gerando problemas graves no âmbito da cooperação e da coordenação sistêmica. O que se viu foi a divisão do mundo em zonas monetárias competitivas. Os “custos transicionais” (de passagem de um regime para outro) são bem conhecidos e foram tratados de maneira impecável por Keynes.

Problemas atuais

As medidas adotadas pelos EUA de aumento da liquidez interna por meio de um rebaixamento da taxa de juros, de resgate de títulos e de suporte monetário para o *swap* de dívidas tiveram um efeito progressivo de transbordamento para o plano internacional. Países com taxas de juros mais elevadas foram inundados por dólares, num movimento que levou à apreciação contínua de suas moedas. A combinação de baixas taxas de juros e do uso de estímulos monetários por parte dos EUA fez com que investidores em geral passassem a buscar alternativas nos mercados emergentes. Assim, o excesso de dólares nessas economias ocasionou a apreciação do câmbio, levando a uma perda de competitividade dos produtos semimanufaturados e manufaturados no comércio internacional. Apenas as *commodities* mantiveram-se competitivas. Além disso, o temor de que a economia chinesa se desaquecesse, derrubando os preços das *commodities* e ampliando o déficit nas contas externas – num contexto em que deixaria de haver excesso de dólares para financiá-los – foi mais um dos ingredientes a compor o cenário pessimista para os países emergentes. Entre 2008 e 2013, as moedas de alguns países emergentes foram submetidas ao solavanco da política monetária americana, indicando uma desvalorização contínua do dólar até o segundo semestre de 2011.

Isto se explica pelo regime (não-regime?) vigente que, ancorado no dólar, caracteriza-se pela abertura da conta de capital e pelo câmbio flutuante. O resultado deste realinhamento cambial foi a deterioração das contas de transações correntes pela perda de competitividade relativa destas economias:

Balança de Transações Correntes – (Balança de Pagamentos, em US\$)



Fonte: World Development Indicators, elaboração própria

Outro efeito importante é que a valorização cambial serve como incentivo ao aumento do endividamento em moeda estrangeira. Se por um lado, a valorização serve como mecanismo de contenção de preços domésticos, por outro ela tem um impacto negativo na geração de empregos e, conforme o tempo de sua duração, gera efeitos alocativos permanentes (de longo prazo). Uma alteração na política monetária do emissor internacional, no sentido de restrição monetária pode pegar de calças curtas os países, ou seja, além de representar uma pressão sobre o ní-

vel de preços internos, aumenta a vulnerabilidade doméstica diante de uma combinação entre elevação dos custos da dívida externa e contas correntes em processo de deterioração. A resposta da política monetária a este tipo de situação é o aumento da taxa de juros, o que por sua vez impacta negativamente o nível de emprego, eleva a dívida interna, restringe a política fiscal e compromete o nível de investimentos, por conta da deterioração das expectativas. Consumo e investimentos são dragados pelas necessidades do ajuste.

Do ponto de vista internacional, as ações unilaterais do emissor mostram-se incompatíveis com suas obrigações multilaterais de oferta estável de um bem público fundamental: a moeda. A liquidez é volátil, os ajustes são contínuos e a confiança se ancora na falta de opção para a substituição de uma moeda que não tem lastro e está amontoada na combinação dos déficits gêmeos da superpotência.

Assim, desnuda-se algo revelador das relações internacionais contemporâneas: a principal fonte geradora de incerteza internacional está localizada nas ações da superpotência. Os problemas de governança atual são vistos em declarações de ministros da Fazenda dos países emergentes e nas tentativas, ainda que incrementais, de criar-se arranjos institucionais que amenizem o grau de dependência das economias domésticas às necessidades de ajustamento da superpotência⁴. É claro que os impactos destes ajustes são diferenciados, conforme o nível de vulnerabilidade e sensibilidade das nações emergentes aos ajustes externos. Elas são muito heterogêneas nesse sentido. Um indicador dessa dependência reside exatamente no comportamento das taxas de câmbio, o preço mais sensível em se tratando de ajustes externos.

Quando a superpotência emite para pagar suas dívidas, as taxas de câmbio dos países que adotam regimes de livre flutuação cambial apreciam-se. Quando a superpotência balança o pêndulo em sentido contrário, o nível de emprego no resto do mundo se estreita. Pois então vejamos o que manda a receita ortodoxa dos países centrais para os países emergentes em situações como a descrita acima:

Da mesma forma, na medida em que as baixas taxas de juros nos países avançados encorajam a entrada de capitais nos mercados emergentes, que ventilam inflação, resultam em sobrevalorização da moeda, e criam preocupações com o superaquecimento, a melhor resposta não

⁴ Como exemplo, pode-se citar as discussões recentes do G20, que vem destacando os efeitos negativos da alta volatilidade dos fluxos de capitais em face da eventual retirada dos estímulos monetários norte-americanos. Na última cúpula do G20, ocorrida em setembro deste ano, os países demandaram que o FED conduzisse com transparência suas ações, comunicando com clareza suas intenções, o que poderia ajudar a reduzir a volatilidade dos mercados. No entanto, o compromisso dos EUA em assegurar que considerarão os efeitos externos de sua política monetária é muito vago. Simultaneamente, os países dos BRICS (Brasil, Rússia, Índia e África do Sul) têm protagonizado iniciativas no sentido de aumentar seu grau de autonomia. De acordo com as resoluções da quinta cúpula dos BRICS, ocorrida em Março de 2013 em Durban, houve acordo para o estabelecimento de um Banco de Desenvolvimento voltado para o financiamento de obras de infraestrutura, além da criação de um fundo de contingência com o tamanho inicial de 100 bilhões de dólares para o enfrentamento de crises financeiras, e de um think tank com o objetivo de desenvolver novos paradigmas de desenvolvimento. As resoluções podem ser consultadas em <<http://www.brics5.co.za/about-brics/summit-declaration/fifth-summit/>>. Desde então, foi criado um Comitê de Implementação para trabalhar as questões mais específicas. Durante a última cúpula do G20, houve entendimento entre os BRICS quanto à contribuição de cada membro ao Fundo Contingencial (*Contingence Reserve Agreement – CRA*), que deve ser implementado mais rápido, já que requer menor infraestrutura. A China deve contribuir com US\$ 48 bilhões, seguida pelo Brasil, Rússia e Índia, que devem contribuir com US\$ 18 bilhões, e pela África do Sul, que contribuirá com US\$ 5 bilhões. Os líderes dos BRICS esperam estabelecer o acordo final na próxima cúpula do grupo em Fortaleza, no ano que vem.

consiste na pressão por parte dos representantes de lá sobre os bancos centrais dos países avançados para que abandonem suas políticas de baixas taxas de juros, mas na adequação de suas próprias políticas de forma apropriada. A primeira melhor resposta é que os mercados emergentes restrinjam sua política fiscal. Uma política fiscal restrita impõe pressão descendente sobre os gastos domésticos. Impõe pressão descendente sobre a valorização de ativos. Isso significa menos inflação, mantidos outros fatores. Isso significa taxas de juros menores e, portanto, menos aflusos de capital e menos pressão para apreciação real da taxa de câmbio. Ao reduzir a carga de dívida soberana, coloca-se a economia numa posição mais forte no futuro. (EICHENGREEN, Idem, p.10)

Para alcançar o constrangimento fiscal, os países emergentes poderiam criar conselhos fiscais independentes, à imagem dos bancos centrais. Ou seja, a saída ortodoxa para o problema reside em insular cada vez mais os instrumentos de política macroeconômica dos jogos domésticos das forças sociais, externalizando, por meio de um crescente constrangimento democrático, os processos decisórios sobre os preços-chave da economia (câmbio e juros), o que em última instância implica redução drástica do grau de autonomia das economias emergentes.

O privilégio exorbitante e os ajustes relativos

O privilégio exorbitante da emissão da moeda internacional é compatível com a redistribuição das capacidades materiais no sistema de Estados? Quais os possíveis efeitos na política internacional deste uso discricionário do poder de emissão, no sentido do *beggar thy neighbour*⁵, por parte da superpotência?

A dimensão do poder monetário no nível macro consiste, primeiramente, na capacidade de evitar os custos dos pagamentos de ajustamentos, tanto pelo adiamento dos mesmos, ou por meio da transferência dos custos da operação para os outros. Neste sentido, o poder na economia política internacional é uma síntese da capacidade de influenciar terceiros e da autonomia relativa do país. O poder começa em casa:

Isso de fato significa que, em determinada área ou relação geográfica, o poder começa em casa. Primeiro, e acima de tudo, os policymakers devem ser livres (ou ao menos relativamente livres) para buscar objetivos nacionais em dada área ou relacionamento específico sem constrangimentos externos, e para evitar compromissos ou sacrifícios visando acomodar os interesses de outros. Só então é que um Estado pode estar numa posição de reforçar a conformidade em outros locais. Autonomia, a dimensão interna, pode não ser suficiente para assegurar um grau de influência externa. Mas é manifestadamente necessária – a pré-condição essencial da influência” (COHEN, B. Jerry, 2006, p. 33, tradução livre).

E, quanto ao poder e os assuntos monetários:

E em nenhuma área das relações econômicas a saliência da autonomia é mais evidente do que no campo das relações monetárias, onde os Estados estão inescapavelmente ligados por meio da balança de pagamentos. O risco de desequilíbrios de pagamentos insustentáveis representa uma ameaça constante à independência das políticas. Desequilíbrios excessivos geram automaticamente pressões mútuas para

⁵ Em tradução livre, “empobrecer seu vizinho”. No contexto da política econômica, a expressão alude às tentativas, por parte de um país, de solucionar seus problemas econômicos a custa de outros, transferindo os custos de eventuais ajustes a outras nações. A estratégia pode abarcar medidas como a elevação de barreiras comerciais ou a desvalorização competitiva do câmbio. Não por acaso, a expressão foi popularizada nos anos 1930.

o ajuste, com o fim de ajudar a mover a balança de pagamentos novamente em direção ao equilíbrio. Mas o ajuste pode ser inconveniente ou mesmo custoso tanto em termos econômicos como políticos. Nenhum governo gosta de ser forçado a comprometer objetivos políticos chave em nome da restauração da balança externa. Todos, caso tenham escolha, prefeririam ver outros fazendo os sacrifícios necessários. No nível macro das relações monetárias, portanto, o poder monetário consiste na capacidade de evitar o fardo do ajuste demandado por desequilíbrios de pagamentos. (Ibidem)

Quando os EUA agem adiando ou transferindo os custos dos ajustamentos, estão interferindo no conjunto do sistema, e as respostas a isso serão assimétricas, conforme o grau de autonomia gozado pelas diferentes unidades do sistema. Mas é importante que levemos em consideração que sua ação não é necessariamente uma ação de longo prazo. Ela pode, e muitas vezes é ditada pelas circunstâncias internas da disputa das forças domésticas.

As relações hegemônicas, que se estabelecem através de mecanismos macroeconômicos, ou seja, que não estão reduzidas às ações diretas governo-governo, denotam o que é conhecido como a “segunda face da hegemonia” (GILL, S. e LAW, D., 1993).⁶ Trata-se de uma influência passiva, que só pode ser exercida porque o sistema é desigual, tanto estruturalmente (materialmente), como politicamente. Um ajuste forte numa economia poderosa pode ser o reflexo, ou a resposta, a pressões internas. E é uma tentativa de manter o *status quo*. A hegemonia de segunda face tem a característica de se apresentar de forma despolitizada, posto que se assenta em “respostas técnicas” para problemas macroeconômicos.

Há dois tipos de ajustamento que devem ser levados em consideração. O contínuo e o transitório:

O custo contínuo do ajustamento, veremos, pode ser definido como o custo de novos equilíbrios de pagamentos prevalecentes após a ocorrência da mudança. O Poder de Adiar é a capacidade de evitar o custo contínuo do ajuste postergando o processo de ajuste. O custo transitório do ajuste, em contraste, pode ser definido como o custo da mudança em si. Quando o processo de ajustamento não pode ser adiado, o Poder de Adiar representa a capacidade de evitar os custos transitórios de ajuste desviando, tanto quanto possível, esse custo para os outros. (Ibidem, p. 36, tradução livre).

O ajustamento contínuo representa a necessidade imposta por um processo de perda permanente e deve ocorrer até que um novo equilíbrio seja atingido. Um exemplo são os problemas temporários na conta de transações correntes. Déficits em transações correntes não necessariamente precisam ser observados no curto prazo como um indicador de desequilíbrio permanente, pois podem ser o efeito intertemporal de um aumento da capacidade produtiva, por meio de investimentos que requerem importações de bens de capital. O processo de ajustamento transitório, por sua vez, se refere ao custo associado à passagem de um ponto A para um ponto B na curva de ajustamento, em função de uma mudança da distribuição da riqueza no plano internacional.

Os custos de transição, num momento de ajuste, dependem das reais condições de liquidez de um país no momento que a crise se processa. No caso brasileiro, a capacidade de adiamento dos custos transitórios do ajustamento foi e está sendo garantida por um montante robusto de

⁶ Para uma leitura histórica da aplicação e desenvolvimento do conceito da segunda face da hegemonia ver: JAMES, Scott C. e LAKE, D. 1989.

reservas internacionais (US\$ 373 bi, em 25/10/2013, de acordo com o BACEN). O problema é que quanto maior o atraso do ajuste, maiores serão os desafios, posto que o país apresenta déficits crescentes em transações correntes. Os dois componentes principais da autonomia brasileira tem sido a capacidade de financiamento externo do déficit de transações correntes e o volume de reservas. Isto permite o adiamento de um ajuste, mas até quando? Desse ponto de vista, o país é relativamente dependente do ajuste que se processa nos EUA e na Europa. Resta pensar no grau de manobra interna para aumentar o grau de autonomia por meio do aumento dos investimentos e do dinamismo do setor industrial, criando capacidade exportadora nestes setores e deslocando positivamente a fronteira de produção.

Já os EUA têm uma vantagem adicional em relação aos custos do ajustamento. Embora sejam um país com déficits em transações correntes, o papel de emissor da moeda de curso internacional lhes confere uma enorme capacidade de autofinanciamento e adiamento dos ajustes. Grandes volumes de dólares fora dos EUA representam, de fato, um empréstimo de, aproximadamente, 500 bilhões de dólares para os EUA, a juros zero⁷. Como os EUA conseguem manter este privilégio?

A resposta repousa no status único do dólar como a moeda internacional mais proeminente do mundo – de fato, a única moeda verdadeiramente global do mundo. Os Estados Unidos gozam do maior Poder de Adiar, porque o dólar é o “rei do mundo”, como um jornalista colocou, “a moeda-alicerce do mundo”. Popularidade global se traduz diretamente em uma sustentada demanda por dólar ou obrigações denominadas em dólar, o que, em contrapartida, permite que os Estados Unidos financiem déficits, para todos os efeitos, com seu próprio dinheiro. A necessidade de liquidez internacional no sentido convencional é evitada quando a liquidez nacional é tudo que se exige. Mas há também uma desvantagem nesse privilégio. O acúmulo de dólares pelo mundo não é nada além de uma forma de endividamento externo por parte dos Estados Unidos. Ao adquirir dólares ou obrigações denominadas em dólares, os estrangeiros estão automaticamente estendendo crédito à economia americana; no caso das notas de dólar, esse crédito é inclusive livre de juros. Como todo empréstimo externo, portanto, há um limite potencial, estabelecido pela vontade dos estrangeiros em continuar emprestando. A capacidade dos Estados Unidos em adiar o ajuste repousa, em última análise, sobre a mesma perpétua pesquisa de opinião, ou seja, sobre o julgamento de agentes externos, incluindo não somente atores privados do mercado que usam o dólar para fins de investimento, mas também bancos centrais que usam o dólar em suas reservas. (IDEM, p.45, tradução livre).

Mas de que ajustes estamos falando? Se pensarmos nas políticas recentes, relacionadas ao ajuste requerido pela crise de 2008, estaremos tratando de ajustes transicionais de base estrutural no âmbito da repartição da riqueza e do poder no sistema de estados. O fato é que esta crise pode ser mais que uma amostra do desarranjo no ciclo de negócios internacionais. Ela é também representativa de um novo equilíbrio na distribuição da riqueza internacional. E a governabilidade externa, por sua vez, não corresponde a essa nova distribuição de riqueza em curso na economia política global. Há uma resistência maior por parte do resto do mundo em aceitar passivamente os efeitos da “segunda face da hegemonia”, ou seja, os efeitos econômicos e políticos gerados a partir dos ajustes dirigidos pelo mercado e oriundos de políticas econômicas adotadas para preservar o *status quo* no sistema internacional. Há também

⁷ Dados em KRUGMAN, Paul. “A moeda dos EUA ficará bem” **Carta Capital**, São Paulo, 07/11/2013. Disponível em < <http://www.cartacapital.com.br/revista/773/a-moeda-dos-eua-ficara-bem-9987.html> > Acesso em 07/11/2013.

um maior grau de autonomia do resto do mundo, conquistado exatamente pelos efeitos da redistribuição da riqueza.

Esta transformação na distribuição da riqueza produz questionamentos sobre a ordem existente e sobre o poder da superpotência em manter o privilégio de ser o único provedor deste bem público internacional chamado moeda. Uma moeda sustentada por um emissor sobre o qual recaem questionamentos perde progressivamente seu lastro: a fé. Isto é uma constatação histórica. Porém, não há, neste momento, um substituto adequado para o dólar. E enquanto não houver substituto, o mundo terá de lidar com os ajustes provocados pela economia americana – mais precisamente, com sua relutância em efetuar ajustes que impliquem alterações na hierarquia monetária – e com a fonte permanente de instabilidade internacional que representam.

O regime monetário ancorado no dólar, obedecendo ao caminho traçado desde o mandato de Nixon (1969-1974), foi e é acompanhado por uma governança informal orquestrada entre os principais bancos centrais das grandes potências, que tem como principal função dar uma certa coerência à variação relativa entre as principais moedas. Assim foi nos acordos de Plaza (1985) e Louvre (1987). Dado o grande poder alcançado pelo mercado a partir dos processos de desregulamentação das décadas de 1980 e 1990, o regime funciona de forma *ad hoc* e de maneira bastante imperfeita, já que os instrumentos de negociação em derivativos e mercados a termo se multiplicaram e que não há mecanismos adequados de supervisão e regulação que possam coibir práticas temerárias e fraudulentas, tais como as observadas na crise do *subprime* de 2007-2008.

Embora, em tese, as taxas flutuantes de câmbio sejam mecanismos mais flexíveis de absorção dos ajustes em comparação com as taxas de câmbio fixas do regime de *Bretton Woods* (cujos ajustes se transmitiam de forma mais ou menos automática para os níveis de emprego), na medida em que há livre movimento de capitais com custos de transação próximos a zero, como resultado das inovações nas tecnologias de informação, o que temos é uma contaminação da política cambial pela volatilidade própria dos mercados que trabalham com horizontes cada vez mais curtos. Uma desvantagem das taxas flutuantes é que elas são vulneráveis a ataques especulativos. Os preços relativos das moedas se tornam desligados da posição comercial presente ou provável de um país. Em outras palavras, a solução pretendida para os desequilíbrios externos acaba piorando o problema (ARMIJO, 2002, p.22).

A palavra básica para entendermos isto é “autonomia”. É por isso que a inserção externa, num mundo interdependente e assimétrico, representa um vetor de força determinante na capacidade dos países em gerir seu futuro. O poder do mercado se transmite para o mundo da economia real, seja pelos constrangimentos que impõe ao planejamento para o desenvolvimento, seja sob a forma de veto a qualquer governo que seja visto com desconfiança. Constrange estreitando horizontes, constrange exigindo relações contratuais cada vez mais lenientes em relação aos interesses nacionais, como se vê no caso brasileiro em relação às concessões governamentais para os projetos de investimentos em obras de infraestrutura. No limite, caso os governos não pratiquem as *sound policies*, estarão sujeitos à fuga de capitais e à “greve” de investimentos. A saída que os países encontraram para aumentar seu grau de autonomia, ou, em outras palavras, diminuir seus graus de sensibilidade e vulnerabilidade ao ambiente externo, foi reduzir a dependência de capitais de curto prazo representados pelos investimentos externos em carteira (aqueles que não representam controle acionário). Essa ação vem sendo per-

seguida pelos países do Leste Asiático e pelo Brasil, em particular, desde as crises que foram desencadeadas em 1995 na Ásia. Entre 2001 e 2007-8, o Brasil conseguiu aumentar expressivamente seu volume de reservas externas, como resultado de uma combinação entre inflação dos preços das *commodities* e expansão da demanda internacional. O efeito colateral, como é sabido, foi a apreciação cambial.

Com a crise de 2007-8, o espaço de manobra para a gestão da política macroeconômica estreitou-se. A diminuição da demanda externa e o esgotamento do artifício fiscal (praticado por meio de desoneração, subsídios e incentivos), impõe um ajuste, em termos de câmbio, que possa reverter a tendência negativa representada pela conta de transações correntes. O problema central é que essa manobra dá-se num ambiente em que o FED pratica uma política de *easy-money* e, pior, em que o grau de incerteza subiu acentuadamente no ano de 2013, com os questionamentos sobre a continuidade desta política. O efeito imediato desta reversão de expectativas já se faz sentir pela ação antecipatória do BACEN em restringir a liquidez interna pelo aumento das taxas básicas de juros (redesconto e SELIC). Isso também imprime uma pressão maior sobre as taxas de longo prazo, que afetam o nível de investimentos. Esses problemas se espalham por todos os continentes. À exceção da China (e menor medida), que controla o câmbio e detém elevado estoque de reservas, os demais países que se inserem na economia política global por meio de taxas flutuantes e liberdade de movimento do capital estão em maior ou menor grau submetidos ao ajuste da economia americana e aos sabores do mercado.

No plano internacional, as reformas na governança monetária e financeira foram tímidas, para não dizer nulas (em seus efeitos). Os “custos transicionais” tendem a ficar mais elevados na ausência de mecanismos de cooperação e coordenação para garantir uma governança que expresse com maior fidelidade a distribuição de riqueza na atual divisão internacional do trabalho.

Por enquanto, os EUA se negam a contribuir para este processo e a Europa resiste de todas as formas a aceitar reformas institucionais que rebaixem seu status (COELHO, J. C., 2012). A negativa americana sustenta-se no privilégio exorbitante que os EUA têm na emissão da moeda internacional. Uma alteração em sua política monetária pode – e é o que está no horizonte desde o início do ano de 2013 dar-se de maneira mais intensa ou de maneira gradual. No primeiro caso, teríamos um ajuste forte na liquidez internacional, o que produziria mais um ciclo recessivo. No segundo caso, as consequências devem ser mais brandas em termos de produto, mas também apontam para a permanência da armadilha atual do sistema internacional: a necessidade de reverter o ciclo baixista na atividade econômica internacional esbarra na sustentabilidade do equilíbrio dos déficits americanos que, por sua vez, rebaixam a confiança sistêmica e aumentam o poder dos rentistas na extração de rendas no curto prazo.

Um ajuste mais drástico parece improvável dado o grau de fragilidade da recuperação americana. Além disso, um choque restritivo poria em risco a hegemonia do Partido Democrata, neste momento muito beneficiado pela aventura republicana embalada no ideário da extrema direita vociferada pelo *Tea Party*. Vale arriscar que o Partido Democrata jogaria os ativos políticos recentemente conquistados no colo dos republicanos, o que não parece ser um cálculo político razoável. Sim, a conjuntura política doméstica americana e o ciclo eleitoral jogam um peso importante na definição do futuro da política monetária. A margem de manobra fiscal está estreita e, numa situação como essa, a taxa de desemprego saltaria

do já elevado patamar em que se encontra para níveis incertos. A indicação de Janet Yellen para a presidência do FED parece apontar para uma transição suave, a não ser que haja uma súbita melhora nos níveis de emprego com possíveis efeitos sobre o nível de preços. Yellen se insere no campo da “macroeconomia acadêmica sensata”, como colocou Krugman⁸, e sua indicação para o cargo chama a atenção pelo fato de que todos os outros candidatos preteridos têm ou já tiveram relações próximas a *Wall Street*, o que, ao que tudo indica, está se tornando cada vez mais mal visto.

Uma questão de fundo: o poder de contingência do dólar. A moeda que vive sem a fé alheia.

O que todos se perguntam e este texto repetirá é, até quando? Até quando o sistema internacional conviverá com um regime monetário e financeiro que privilegia uma grande potência e coloca um peso enorme sobre as demais? Uma transição de regime deve obedecer a dois requisitos: a transição em termos de uma nova distribuição da riqueza e a possibilidade concreta de substitutibilidade de uma moeda por outra que expresse o novo contexto.

Não há dúvidas que o mundo está num processo de transição, mas também não há dúvidas que esse caminho não obedece a uma trajetória em que os atores relevantes agem de forma passiva. É um mundo de competição por rivalidade, seja na economia, seja na política. O futuro, embora possamos indicar algumas tendências, é incerto. Não há interesse por parte da China em tornar-se, num horizonte de médio prazo, o emissor internacional. Isto representaria abrir mão de um ativo fundamental na sua estratégia de desenvolvimento: os controles sobre a conta de capital, sobre o mercado de câmbio e sobre seu sistema de crédito. E não há qualquer interesse, por parte dos EUA, em abrir mão de seu privilégio exorbitante.

Recentemente, um editorial da agência chinesa de notícias Xinhua criticou fortemente o “abuso da condição de superpotência”⁹ por parte de Washington ao engatilhar o cenário de caos cambial e chamou a atenção para a necessidade de uma nova moeda de reserva internacional, que pudesse afastar a comunidade internacional do “efeito de transbordamento da turbulência crescente na política doméstica dos EUA”. No entanto, esse discurso representa mais um instrumento de retórica do que uma iniciativa efetiva no sentido de substituir o dólar pelo yuan. A China vem tentando desenvolver uma estratégia para ampliar o papel de sua moeda, mas os desafios que deve enfrentar não fazem desta uma possibilidade concreta no curto ou médio prazo. A ausência de livre conversibilidade do yuan, de mercado financeiro profundo e liberalização da conta de capital tornam a tarefa muito mais difícil. Além disso, o persistente superávit chinês aponta para a fraca presença de yuans fora do país, representando mais um obstáculo para a internacionalização. O próprio modelo de crescimento chinês, baseado em baixas taxas de juros, taxa de câmbio desvalorizada e alto controle governamental sobre essas variáveis faz com que os controles sobre a conta de capital não possam ser tão facilmente descartados. Assim, não se pode considerar que o yuan venha a desempenhar um papel mais amplo como moeda de reserva num futuro próximo.

⁸ KRUGMAN, Paul. “Janet Joy”. *New York Times*, New York, 10/10/2013. Disponível em < <http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/10/10/janet-joy/>> Acesso em 9/11/2013.

⁹ “Comentary: U.S. fiscal failure warrants a de-Americanized world”, 13/10/2013. Disponível em < http://news.xinhuanet.com/english/indepth/2013-10/13/c_132794246.htm> Acesso em 09/11/2013

Além disso, há algo que não pode ser negligenciado: a vantagem da incumbência (EICHENGREEN, B., 2011). Essa vantagem reside no fato de que o dólar precifica todas as transações, presentes e futuras, e uma alteração dessa situação, se fosse tomada de forma discricionária no plano global (por um acordo), exigiria um longo tempo de transição com custos incertos, porém elevados. O mais provável é que uma transição de um regime monetário para outro seja feita de forma incremental e pela via do mercado, combinada com ações progressivas de adoção de substitutibilidade monetária por parte dos bancos centrais. Um futuro mais provável, portanto, pode residir numa economia política global sem uma liderança monetária (COHEN, B. Jerry, 2009) e com um regime progressivamente mais plural de contratação monetária, refletindo mais uma vez uma contingência histórica: a moeda expressa as relações de poder. Fica o grande desafio de produzir uma governança global num contexto como esse, que será ainda mais complexo e sujeito às ações oportunistas do capital portador de juros.

Até lá, apertem os cintos, embora o piloto ainda não tenha sumido, ou melhor: por conta dele.

REFERÊNCIAS

ARMIJO, Leslie Elliot, 2002. "The Terms of the Debate" In. _____ (ed). **Debating the Global Financial Architecture**. New York, State University of New York Press, 2002 p. 2-64.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Reservas Internacionais**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?RP20130919>

COELHO, J. C. "Reformando as Instituições Financeiras Multilaterais (Passado e Presente): o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional. In CINTRA, M. A. M. e GOMES, K. Da R. **As Transformações no Sistema Financeiro Internacional**, vol. 2. Brasília: IPEA, 2012.

COHEN, B. Jerry. "The Macrofoundations of Monetary Power". In Andrews, D. (org), **Interntional Monetary Power**. US: Cornell University Press, 2006.

COHEN, B. Jerry. "Toward a Leaderless Currency World". In HELLEINER, E. And KIRSHNER, J. (orgs). **The Future of the Dollar**. Cornell University Press, 2009

CINTRA, Marcos Antônio de Macedo; PINTO, Eduardo Costa. "Substituição do dólar pela 'moeda do povo' chinesa: retórica, possibilidades e limites". **Carta Maior**, São Paulo, 06/11/2013. Disponível em: <<http://www.cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia/Substituicao-do-dolar-pela-moeda-do-povo-chinesa-retorica-possibilidades-e-limites/7/29460>> Acesso em 07/11/2013

EICHENGREEN, Barry. "Currency Wars: Perception and Reality". Deutsche Asset & Wealth Management - **Global Financial Institute**, Maio de 2013. Disponível em <<https://www.dgfi.com/DGFI/About>>

EICHENGREEN, Barry. *Exorbitant Privilege: the rise and fall of the dólar and the future of the international monetary system*. NY: Oxford University Press, 2011.

FOSTER, R. and McCHESNEY, R. W. *THE ENDLESS CRISES: how monopoly-finance capital produces stagnation and upheaval from the USA to China*. NY: Monthly Review Press, 2012.

JAMES, Scoot C. E LAKE, D. "The Second Face Hegemony: Britains's repeal of the corn laws and the American Tariff of 1846". In International Organization n. 43, vol. 1, winter, 1989.

KRUGMAN, Paul. "A moeda dos EUA ficará bem". **Carta Capital**, São Paulo, 07/11/2013. Disponível em < <http://www.cartacapital.com.br/revista/773/a-moeda-dos-eua-ficara-bem-9987.html>> Acesso em 07/11/2013.

KRUGMAN, Paul. "Janet Joy". **New York Times**, New York, 10/10/2013. Disponível em < <http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/10/10/janet-joy/>> Acesso em 9/11/2013.

NASSIF, Luís. "Aguardando o Gatilho do Fed". **Carta Capital**, São Paulo, 17/09/2013. Disponível em < <http://www.cartacapital.com.br/economia/aguardando-o-gatilho-do-fed-9089.html>> Acesso em 17/09/2013.



OPEU

OBSERVATÓRIO POLÍTICO
DOS ESTADOS UNIDOS



INCT
INEU
INSTITUTO NACIONAL DE CIÊNCIA
E TECNOLOGIA PARA ESTUDOS
SOBRE OS ESTADOS UNIDOS
NATIONAL INSTITUTE OF SCIENCE
AND TECHNOLOGY FOR STUDIES
ON THE UNITED STATES