

## O Dólar e os Desequilíbrios Globais

LUIZ GONZAGA BELLUZZO\*

The Dollar and the Global Disequilibria. The global expansion of capitalism under American hegemony in the second half of the 20th century has changed the international division of labor and center-periphery scheme proposed under British hegemony. Under the new international division of labor, the United States is forced to generate an ever growing deficit in their trade account in order to accommodate the “mercantilist” expansion of Asian countries, produced by the transnationalization of big capital, under American aegis. This form of global economic articulation is at the root of the rupture of the Bretton Woods system and the growing financial liberalization imposed by the hegemonic power over other countries since the 80s.

Key-words: International Division of Labor; International Monetary System; balance of Payments.

JEL Classification: E6; F02; F4

No início dos anos 1980, com a vitória da *Reganomics*, as análises convencionais sobre a trajetória da economia americana concentraram suas preocupações na ampliação dos déficits gêmeos — fiscal e em conta corrente. O economista Stephen Marris, do Instituto de Economia Internacional publicou, então, o livro<sup>1</sup> sobre os déficits gêmeos e o inevitável colapso do dólar, o *hard landing*, tese que angariou grande popularidade no mundo acadêmico.

Mas os acordos do Plaza em 1985 e do Louvre em 1987 (o primeiro articulou a desvalorização ordenada da moeda americana e o segundo procurou conter os “excessos” dos vendidos em dólar e estabilizar as taxas de câmbio) mostraram que o raio de manobra da potência dominante e sua capacidade de

---

\* Professor titular do Instituto de Economia da Unicamp. E-mail: belluzzop@aol.com.

<sup>1</sup> Marris, Stephen, *Déficits and The Dollar, The World Economy at Risk*. Washington: Institute of International Economy, 1987.

“coordenar os mercados” e submeter os aliados do G-7 eram bem maiores do que poderia suspeitar nossa vã economia.

O *crash* da bolsa de Nova York em outubro de 1987 e a pronta recuperação dos mercados amparada na rápida reação da política monetária do Federal Reserve, ao mesmo tempo em que chamavam a atenção para os riscos implícitos na globalização, sob o comando do dólar e da finança “desregulamentada”, também sublinharam o aprofundamento da assimetria de poder entre as economias centrais.

Tal disparidade de forças ficou ainda mais clara no final dos anos 1980 e começo dos 1990: os Estados Unidos experimentaram uma recessão branda, entre 1990 e 1992, enquanto a Europa assistia ao colapso do Sistema Monetário Europeu e o Japão mergulhava numa crise que iria durar uma década. Durante a recessão americana, a despeito da persistência do déficit fiscal, foi alcançado o equilíbrio em conta corrente por conta da rápida contração dos gastos privados.

Depois da crise mexicana de 1994-95, o dólar sofreu uma forte desvalorização, sobretudo frente ao yen, logo revertida mediante uma ação coordenada dos bancos centrais. Na segunda metade dos anos 1990, a moeda americana voltou a ganhar força, o que permitiu a lassidão da política monetária de Alan Greenspan, fonte da interação virtuosa entre expansão do crédito, valorização de ativos (efeito-riqueza) e expansão do gasto privado em consumo e investimento. Nestas condições, a aceleração do crescimento foi acompanhada da geração de um superávit fiscal (auxiliada pela reforma tributária de Clinton) e de uma ampliação rápida do déficit em conta corrente.

A curta e moderada recessão de 2001 foi eficazmente contornada pela imediata resposta da política monetária e por uma impressionante reversão do balanço fiscal, que transitou de um superávit de 1,1% para um déficit de 4,5% do PIB. Desta vez, no entanto, o déficit em transações correntes sofreu apenas uma ligeira queda entre 2000 e 2001 (de 4,5% para 3,5% do PIB) para depois retornar a escalada ascendente em direção à marca dos 5,5%.

Desde então, retornaram as vozes que proclamam a necessidade de um ajuste dos déficits gêmeos, evocando o clima dos anos 1980, contaminado pelo receio do *hard landing* do dólar. Os defensores do ajustamento dos dois déficits acenam outra vez com os riscos de um colapso da moeda americana, com efeitos desastrosos sobre a taxa de juros, os mercados de ativos (em particular, neste momento, o superaquecido mercado imobiliário) e o crescimento da economia global. Mas, na atual conjuntura, diferentemente do que ocorreu nos início da década de 1980 - quando havia uma quase unanimidade em torno das consequências dos déficits gêmeos — já surgem opiniões que discrepam dos “catastrofistas” do ajustamento.

## 1. AS TRANSFORMAÇÕES DA ECONOMIA GLOBAL E A ORIGEM DOS DESEQUILÍBRIOS

Estas opiniões revelam uma compreensão mais profunda da origem, desenvolvimento e riscos dos chamados desequilíbrios macroeconômicos globais, sob a égide da hegemonia americana.

No imediato pós-guerra, o projeto americano de construção da ordem econômica internacional foi concebido com o propósito de promover a expansão do comércio entre as nações e colocar seu desenvolvimento a salvo de turbulências financeiras. A idéia principal dos reformadores de Bretton Woods sublinhava a necessidade de criação de regras monetárias capazes de garantir o ajustamento dos balanços de pagamentos, ou seja, o adequado abastecimento de liquidez para a cobertura de déficits, de forma a evitar a propagação das forças deflacionárias. Tratava-se, também, de erigir um ambiente econômico internacional destinado a propiciar um amplo raio de manobra para as políticas nacionais de desenvolvimento, industrialização e progresso social.

Keynes, o delegado da Inglaterra, propôs a Clearing Union, uma espécie de Banco Central dos bancos centrais. A Clearing Union emitiria uma moeda bancária, o *bancor*, destinada exclusivamente a liquidar posições entre os bancos centrais. Os negócios privados seriam realizados nas moedas nacionais que, por sua vez, estariam referidas ao *bancor* mediante um sistema de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis. Os déficits e superávits dos países corresponderiam a reduções ou aumentos das contas dos bancos centrais nacionais (em *bancor*) junto à Clearing Union.

A despeito da relação do *bancor* com o ouro, o metal seria uma espécie de “rainha da Inglaterra” do sistema monetário, já que nenhum papel efetivo lhe seria concedido na liquidação das transações e dos contratos — função que seria exercida pela moeda bancária internacional, administrada pelas regras da Clearing Union.

O plano Keynes visava sobretudo eliminar o papel perturbador exercido pelo ouro enquanto último ativo de reserva do sistema, instrumento universal da preferência pela liquidez. Buscava, portanto, uma distribuição mais equitativa do ajustamento dos desequilíbrios de balanço de pagamento entre deficitários e superavitários. Isto significava, na verdade — dentro das condicionalidades estabelecidas — facilitar o crédito aos países deficitários e penalizar os países superavitários. O propósito de Keynes era evitar os ajustamentos deflacionários e manter as economias na trajetória do pleno-emprego. Ele imaginava que o controle de capitais deveria ser “uma característica permanente da nova ordem econômica mundial”.

O plano — uma utopia monetária — não só era excessivamente avançado para o conservadorismo dos banqueiros privados, mas também inconveniente para a posição amplamente credora dos Estados Unidos. A solução finalmente adotada na reunião de 1944 ficou mais próxima dos interesses dos credores do mundo. Assim, a Clearing Union perdeu a disputa para o Fundo Monetário, cuja

capacidade de provimento de liquidez — em caso de desajustes temporários de balanço de pagamentos — estava limitada pelo valor das quotas dos países membros, calculado pela participação de cada um no comércio internacional. O banco foi derrotado pelo dólar que assumiu o papel de moeda-reserva, ancorado na conversibilidade com o ouro à razão de 35 dólares por onça troy.

Já proposta keynesiana de controle de capitais e do câmbio foi incorporada ao artigo VI dos estatutos do fundo como faculdade concedida aos países que estivessem atravessando problemas agudos de balanço de pagamentos. Os controles cambiais estavam vedados para as transações correntes, salvo no caso do Fundo declarar uma “moeda escassa”, conforme o artigo VII, o que permitiria aos demais membros impor controles às transações com essa divisa.

A rápida recuperação das economias européias e o espetacular crescimento do Japão foram causas importantes do progressivo desgaste das regras monetárias e cambiais concertadas em Bretton Woods. A concorrência comercial das renovadas economias industrializadas da Europa e do Japão e o fluxo continuado de investimentos americanos diretos para o resto do mundo, além dos gastos da Guerra Fria, determinaram, desde o final dos anos 1950, a ampliação do déficit do balanço de pagamentos americano e a acumulação de dólares nos bancos centrais da Europa e do Japão.

Os dólares excedentes queimavam nas mãos dos bancos centrais e dos agentes privados. Tinham, em geral, dois destinos: ampliavam os depósitos no euromercado em formação ou buscavam a prometida transfiguração no ouro abrigado nos cofres de Fort Knox. Desde meados dos anos 1960, começaram a aparecer os primeiros sintomas de fadiga do arranjo monetário concebido em Bretton Woods.

A “crise” se inicia na segunda metade da década de 1950 e culmina na desvinculação do dólar com o ouro em 1971, no primeiro choque do petróleo e na introdução do regime de taxas de câmbio flutuantes em 1973. Os defensores das taxas flutuantes proclamavam perseguir um duplo objetivo: permitir os realinhamentos cambiais e dar maior liberdade às políticas monetárias domésticas. Mas os anos 1970 foram vividos em meio à instabilidade cambial e as tensões decorrentes da subida das taxas de inflação por toda parte. A “desordem” foi enfrentada com o “choque de juros” deflagrado pelo Federal Reserve de Paul Volker em outubro de 1979.

Na esteira da decisão do Federal Reserve eclodiu a crise da dívida externa da periferia. A América Latina foi atingida com especial virulência. Ao mesmo tempo, engordadas pelas taxas de juros elevadas, expandiram-se as dívidas públicas dos Estados Unidos e da Europa. Com o dólar supervalorizado, os Estados Unidos inverteram sua situação externa: passaram da posição credora para a devedora. Os bancos internacionais puderam se beneficiar da formidável expansão da dívida pública norte-americana. Os papéis do governo americano e as taxas de juros elevadas vieram em socorro do ativo e da rentabilidade dos bancos credores, num momento em que a dívida latino-americana sofria forte desvalorização.

A partir de então, é sobre o peso e a reputação de sua dívida que os EUA

sustentaram a supremacia do dólar e com isso impulsionaram a transnacionalização de seu mercado financeiro e de capitais e a metástase “global” de sua grande empresa.

Na verdade, desde o imediato pós-guerra, a regeneração do comércio internacional foi conduzida pela expansão da grande empresa, sob a liderança americana. Numa primeira etapa, a rearticulação proposta pela hegemonia americana, pautada nas regras de Bretton Woods, permitiu a reconstrução dos sistemas industriais da Europa e do Japão a industrialização de muitos países da periferia, impulsionada pelo investimento produtivo direto e o desenvolvimento de economias nacionais autônomas, apoiadas nas políticas de seus respectivos Estados Nacionais.

As condições internacionais mudaram significativamente depois das decisões cruciais dos anos 1970, ou seja, a inconversibilidade do dólar decretada em 1971, a adoção do regime de flutuação cambial em 1973 e a elevação da taxa de juros americana em 1979. A partir de então, e particularmente nas últimas duas décadas do século XX e no começo do XXI, três movimentos centrais e interdependentes promoveram profundas transformações na economia global: a liberalização financeira e cambial; a mudança nos padrões de concorrência; a alteração das regras institucionais do comércio e do investimento — todos conducentes ao reforço do poderio econômico americano.

## 2. EUA-ÁSIA, O NOVO EIXO DE EXPANSÃO

Como já mencionei nas sucessivas edições do Boletim de Política Econômica da Unicamp, do ponto de vista espacial, a Ásia converteu-se num dos principais *locus* do investimento direto e da difusão acelerada do progresso técnico levados a cabo pelo deslocamento da empresa transnacional desde os anos 1980.

No início da década, a política econômica de Reagan — com seu dólar supervalorizado, enormes déficits orçamentários e nas contas de comércio — foi fonte de dinamismo para os países da Ásia, em particular para o Japão, Coréia e Taiwan. Esse foi o período dos grandes superávits comerciais japoneses, taiwaneses e coreanos. Quando, porém, em meados dos 1980, os Estados Unidos resolveram reverter a brutal valorização do dólar, que já havia causado danos quase irreparáveis a sua indústria, foi dado um sinal claro de que pelo menos esta parte da festa estava prestes a acabar. Yoichi Funabashi, em seu livro *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, afirma que o acordo do Plaza foi uma resposta às pressões protecionistas já disseminadas no Congresso americano. Os japoneses foram obrigados a engolir a valorização do yen, o que, por um lado, afetou suas exportações para a área de predominância da moeda americana e, por outro, causou sérios prejuízos para os bancos, corretoras e seguradoras que carregavam em suas carteiras ativos em dólar.

A famosa *endaka* dará impulso ao movimento de “deslocalização” da indústria japonesa para os países da região, apoiada na capacidade de financiamento

de seus bancos, que tentavam compensar as perdas incorridas nos ativos denominados em dólar (Tavares e Belluzzo, 2004)<sup>2</sup>.

A China e seu já desvalorizado yuan iriam completar a primeira década de crescimento acelerado. Este novo e gigantesco protagonista do “milagre asiático” vinha executando seus programas de reforma econômica com grande eficácia. Estas reformas buscavam a combinação entre uma agressiva estratégia exportadora, a atração de investimentos diretos estrangeiros nas zonas liberadas e a forte intervenção do Estado. A ação estatal concentrou-se no estímulo à agricultura familiar, em maciços investimentos em infra-estrutura e na utilização das empresas públicas como “âncora” para a constituição de grandes conglomerados industriais. Tudo isso foi acompanhado de uma cuidadosa transição do sistema de preços da antiga economia de comando para a “nova” economia de mercado.

O exuberante ciclo de expansão americano dos anos 1990 — outra vez escolhido por gigantescos déficits em transações correntes — vai reforçar não só o papel de grande investidor, mas também de demandante e devedor de última instância dos Estados Unidos. A China, cuja “competitividade” é crescente, tanto nos mercados menos qualificados, quanto, em ritmo acelerado, nos de tecnologia mais sofisticada, torna-se o maior receptor do investimento direto americano e, ao mesmo tempo, ganha participação crescente no mercado dos Estados Unidos. Sobretudo depois da desvalorização de 1994, o *drive* exportador chinês vai deslocando a participação de seus parceiros asiáticos em terceiros mercados, ao mesmo tempo em que estimula as importações de peças e componentes dos países da região. Simultaneamente, os chineses sustentam a continuada elevação da taxa de acumulação de capital e a rápida incorporação de novas tecnologias mediante o estímulo às *joint-ventures* com empresas coreanas, japonesas e de Taiwan.

Este movimento de transnacionalização do espaço asiático, particularmente da China, é, ao mesmo tempo, uma mudança de escala no processo de deslocalização da estrutura manufatureira americana para o resto do mundo. Este fenômeno pode ser observado de vários ângulos. O primeiro, mais singelo, revela uma aceleração da queda da participação da indústria manufatureira no PIB e no emprego, muito mais intensa do que seria justificado pelos ganhos de produtividade. Segundo, os trabalhos recentes<sup>3</sup> que buscam estimar a participação de insumos e componentes importados no total de *inputs* consumido anualmente pela indústria manufatureira mostram que, entre 1987 e 2002, esta participação subiu de 12,4% para 22,1%. Os ramos mais afetados — acima da média da indústria — são os de produtos eletrônicos e de informática, vestuário e artigos de couro, veículos motorizados, trailers e partes, equipamento elétrico e componentes. São os mesmos setores em que foi maior a destruição de postos de trabalho. A isto se junta o rápido crescimento das importações de bens finais de consumo

---

<sup>2</sup> Tavares e Belluzzo, “A Mundialização do Capital e a Expansão do Poder Americano”, in Fiori, J.L., *Poder Americano*. Petrópolis: Vozes, 2004.

<sup>3</sup> Burke, Epstein e Choi, “Rising Foreign Outsourcing and Employment Losses in US Manufacturing”. Peri Working Papers, University of Massachusetts Amherst, 2004.

e de capital, não só da Ásia como também da Europa, igualmente superavitária em suas relações comerciais com os Estados Unidos.

As relações de interdependência entre as economias asiáticas e delas com os Estados Unidos suscitam questões que tornam muito arriscadas respostas simples. Os otimistas, diz Barry Eichengreen, sustentam que a ampliação do déficit americano em conta corrente pode continuar por mais uma década, escorado na disposição dos chineses de incorporar mais 200 milhões de trabalhadores nas indústrias voltadas para a exportação. Até completar o ciclo, os chineses estarão dispostos a defender o yuan desvalorizado e, portanto, a acumular reservas e adquirir títulos do Tesouro americano. Isto significa evitar quaisquer alterações nas taxas de câmbio relativas nas relações intra-asiáticas, e particularmente mudanças no valor do yuan em relação ao dólar.

Os pessimistas advertem para a não sustentabilidade do aquecimento da economia chinesa, determinado pela excessiva expansão do crédito ao setor privado. Impulsionado pela ampliação das reservas em moeda forte, o crescimento dos empréstimos não só vem realimentando a especulação imobiliária e os investimentos mal concebidos, como provoca o aumento dos créditos *non performing* na carteira dos bancos. Para os pessimistas, a recente elevação da taxa de juros é apenas a primeira de uma série que fatalmente levará a uma desaceleração mais forte do crescimento e também a uma revalorização do yuan.

As duas posições são problemáticas. É possível imaginar — tal com pretendem os otimistas — um cenário de estabilidade nas condições de financiamento do déficit americano em conta corrente, dada a natureza das inter-relações comerciais e financeiras que “solidarizam” a economia americana com os parceiros asiáticos.

A consolidação do papel do dólar como moeda de reserva é o fenômeno crucial da segunda metade do século XX. A soberania monetária americana garantiu a expansão da grande empresa — com efeitos sobre a distribuição espacial da indústria manufatureira e mais recentemente dos serviços — e permitiu a adoção das políticas de crédito e de gasto público que sustentam taxas elevadas de crescimento da demanda nominal e, a cada ciclo de expansão, provocam a elevação do déficit em conta corrente, gerando demanda para o resto do mundo.

Os americanos passaram a manejar com grande agilidade a sua política monetária, convertendo-a numa máquina de sucção de liquidez, de capitais e da “produtividade” dos trabalhadores centro-americanos e asiáticos para sustentar o crescimento acelerado de sua economia, sem tensões inflacionárias. O último ciclo americano comprovou a eficácia desta forma de integração financeira e produtiva, na medida em que propiciou uma espetacular expansão do crédito à produção, ao consumo e — melhor ainda — a “alavancagem” financeira que fomenta a inflação de ativos financeiros e imobiliários, fonte do “enriquecimento” e do encolhimento da poupança das famílias.

De outra parte, as estratégias mercantilistas dos países asiáticos — concebidas para a geração de superávits comerciais e acumulação de reservas — implicam necessariamente a demanda de ativos denominados em dólar.

Isto significa que a hegemonia americana e seu enorme mercado nacional ensinaram a construção de um espaço monetário EUA-Ásia. A relação entre a taxa flutuante da moeda soberana e as taxas fixas ou controladas das moedas subordinadas (asiáticas) não só permitiram a ampliação dos déficits e superávits entre os parceiros, como reforçaram o poder de *seigniorage* do dólar.

Mas isso não afasta, e provavelmente até agrava as características negativas do crescimento “desequilibrado” dos Estados Unidos, antes e depois da recuperação de 2002.

Com mostra o mais recente boletim do Economic Policy Institute, a economia americana, no terceiro trimestre de 2004 cresceu (3,7%), impulsionada pela evolução do consumo de duráveis e pelos gastos militares, com um desempenho medíocre do investimento privado. O crescimento do consumo decorre muito mais da ampliação do endividamento das famílias (4,6% anualizado), apoiado na valorização dos imóveis residenciais, do que da expansão da renda disponível (1,4%).

Nos últimos três anos e meio, contrariando a experiência dos ciclos anteriores, o crescimento do consumo está desconectado da evolução da renda, particularmente, dos salários e do emprego, e cada vez mais dependente do efeito-riqueza. Por isso, uma desvalorização adicional do dólar tem de levar em conta os riscos envolvidos na precificação dos ativos denominados na moeda americana.

A avaliação de tais riscos supõe que sejam tomadas na devida conta as transformações ocorridas nos mercados financeiros e cambiais, na posteridade da desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros. É na esfera financeira que se concentra o maior potencial de instabilidade. Isto vale tanto para a nova “bolha” americana formada nos mercados imobiliários quanto para as moedas dos países emergentes que embarcaram, outra vez, na onda de valorização de suas moedas nacionais.

Neste momento, a ampliação do risco sistêmico, já denunciada pelo Federal Reserve de Nova York, nasce não só das pressões sobre o dólar, como, por incrível que possa parecer, das medidas destinadas a evitar este desfecho. Na verdade, nos últimos meses houve uma grande concentração de posições vendidas nos mercado futuros de câmbio. Um sinal claro a advertir que os gestores de portfólios apostam com força num movimento ulterior de desvalorização da moeda americana. Sendo assim, os efeitos sobre a inflação interna, bem como sobre os preços dos ativos denominados na moeda dos Estados Unidos não devem ser desprezados e podem, sim, determinar uma queda ulterior mais acelerada do dólar.

Nos episódios anteriores de periclitção do valor da moeda americana — descontada a elevação traumática dos juros em 1979 — o caminho preferido foi o da intervenção coordenada dos Bancos Centrais, sob o comando do Federal Reserve e do Tesouro americano.

Neste momento, seria ainda mais arriscada a elevação da taxa dos Fed Funds. Esta medida provocaria perdas importantes nos mercados em que prevalecem posições mais alavancadas, ou seja, nos próprios mercados cambiais e imobiliários. Muitos entendem que é pouco provável a elevação mais acentuada da *po-*

*licy rate*, mas as circunstâncias não afastam o risco de elevação das taxas de juro de longo prazo (a que incide sobre os *treasuries* de dez anos). Estas são determinadas pelas expectativas prevalecentes no mercado e, como é óbvio, reagem nervousamente a qualquer sinal de subida da inflação. Seja qual for o “gatilho”, os yields dos papéis do Tesouro podem avançar em sua tendência de alta e ultrapassar os 5%, o que é considerado perigoso para os mercados imobiliários e para os papéis dos emergentes.

A solução aparentemente menos custosa apontaria para uma intervenção conjunta dos bancos centrais. Concretizada, esta providência pouparia, no curto prazo, os mercados imobiliários e de crédito dos Estados Unidos da “matança”, mas não deixaria de causar prejuízos aos fundos especulativos e outros nem tanto, com maiores posições vendidas na moeda americana. Os dados da série sobre as relações dólar/cestas regionais de moedas (ponderadas pelo volume de transações) construídas pelo Federal Reserve de Atlanta ([www.frbatlanta.org](http://www.frbatlanta.org)) mostram que depois de intervenções coordenadas, a moeda dos EUA costuma apresentar forte tendência à valorização, acompanhada de rápidos rearranjos de portfólios, com prejuízos para os que apostaram na direção contrária.