

FUNCEX

anos

de apoio ao comércio exterior brasileiro

**A POLÍTICA COMERCIAL BRASILEIRA
EM TEMPOS DE BREXIT E TRUMP:
HÁ ESPAÇOS PARA NEGOCIAÇÕES
COMERCIAIS?**

DESEQUILÍBRIOS GLOBAIS EM ALTA

**DESEQUILÍBRIO FISCAL, DINÂMICA
DA DÍVIDA PÚBLICA E CUSTO DO
ATRASO DO AJUSTE FISCAL**

**DEBATE SOBRE PROGRAMAS
DE ASSISTÊNCIA E AJUSTE AO
COMÉRCIO**



Desequilíbrios globais em alta



Otaviano Canuto

Otaviano Canuto
é Diretor Executivo no Banco Mundial



Nos anos que precederam a crise financeira global, a presença de grandes desequilíbrios em conta-corrente entre economias sistemicamente relevantes foi objeto de intenso debate quanto a constituírem ameaça à estabilidade da economia global. O fato de a crise ter afinal se originado a partir do sistema financeiro nos Estados Unidos (EUA), estendendo-se posteriormente à Zona do Euro, bem como a atenuação daqueles desequilíbrios nos anos que se seguiram, colocaram o tema em segundo plano.

Mais recentemente, sinais de um possível ressurgimento de desequilíbrios crescentes trouxeram de volta a atenção para a questão. Argumentamos aqui dois pontos. Primeiro, embora não tenha representado ameaça maior para a estabilidade financeira global, a ampliação desses desequilíbrios vem revelando um desempenho inferior da economia global em relação a seu potencial de produto e emprego, ou seja, uma trajetória econômica global pós-crise subótima. Adicionalmente, a reorientação de política econômica pré-anunciada para o próximo governo dos EUA sugere a possibilidade de volta de tensão em torno de desequilíbrios em conta-corrente em escala global.

OS DESEQUILÍBRIOS GLOBAIS ESTÃO SUBINDO NOVAMENTE?

Nos últimos cinco anos, o Fundo Monetário Internacional (FMI) vem produzindo um relatório anual sobre a evolução dos desequilíbrios externos globais – superávits e déficits em conta-corrente – e as posições externas líquidas – estoques de ativos estrangeiros menos passivos – de 29 economias sistemicamente significativas. Os resultados para 2015 mostraram um aumento moderado dos desequilíbrios globais, depois de terem diminuído após a crise financeira global (GFC) e se estabilizado no período intermediário (IMF, 2016a) - ver Gráfico 1.

Segundo o relatório do FMI, a evolução mais recente dos desequilíbrios refletiu principalmente três fatores:

Em primeiro lugar, a recuperação entre as economias avançadas prosseguiu de forma assimétrica. As recuperações mais fortes nos EUA e no Reino Unido em relação à Zona do Euro e ao Japão conduziram a divergências nos caminhos

.....
Todas as opiniões aqui expressas são do autor e não representam as da instituição ou dos governos que o mesmo representa no Conselho do Banco Mundial.



Em segundo lugar, a queda dos preços das *commodities* – especialmente do petróleo – transferiu renda dos exportadores de *commodities* para os importadores. Contudo, no seu conjunto, apenas contribuiu moderadamente para a redução dos desequilíbrios.

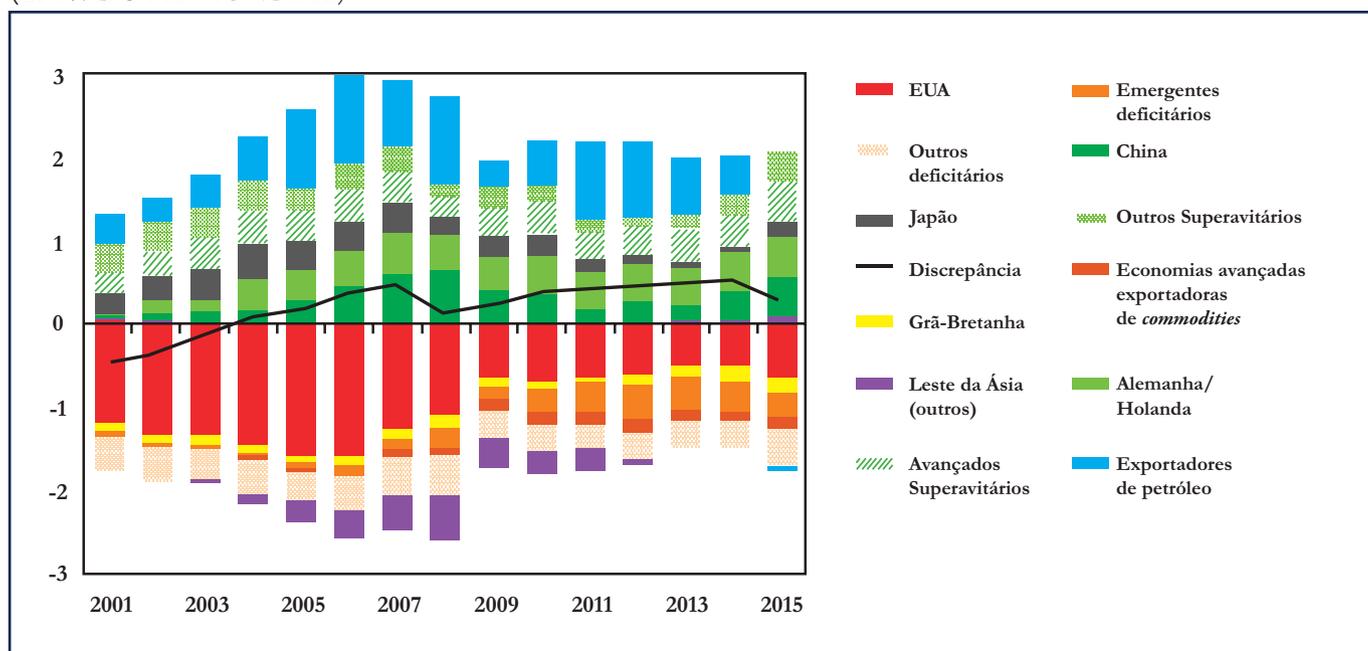
Terceiro, as perspectivas de normalização da política monetária nos EUA, bem como os temores sobre a sustentabilidade do reequilíbrio da China, contribuíram para a desaceleração das entradas de capital e das pressões de depreciação nos mercados emergentes (Canuto, 2016a).

No conjunto, maiores déficits dos EUA e superávits aumentados no Japão, na Zona do Euro como um todo e na China mais do que compensaram a queda nos superávits nos exportadores de petróleo, os menores déficits nos mercados emergentes deficitários e sua redução nos países devedores da Zona do Euro. Assim, os desequilíbrios globais em conta-corrente aumentaram no ano passado, ainda que “moderadamente”.

projetados para as políticas monetárias e à apreciação do dólar e da libra esterlina (pré-Brexit). Os déficits dos EUA e do Reino Unido se ampliaram, enquanto os superávits aumentaram no Japão e no conjunto de países devedores e credores da Zona do Euro (Gráfico 2).

Uma imagem de desequilíbrios globais mais elevados emerge, no entanto, caso se focalize nos excedentes crescentes de dois grupos de economias sistemicamente relevantes. O Gráfico 2 mostra como na Zona do Euro os déficits nos países devedores encolheram em par-

GRÁFICO 1
DESEQUILÍBRIOS EM CONTA-CORRENTE (2001-2015)
(EM % DO PIB MUNDIAL)



Fonte: IMF (2016a).

GRÁFICO 2
ZONA DO EURO – EVOLUÇÃO DE POSIÇÕES EXTERNAS (2005-2015)
(EM % DO PIB DA ZONA DO EURO)

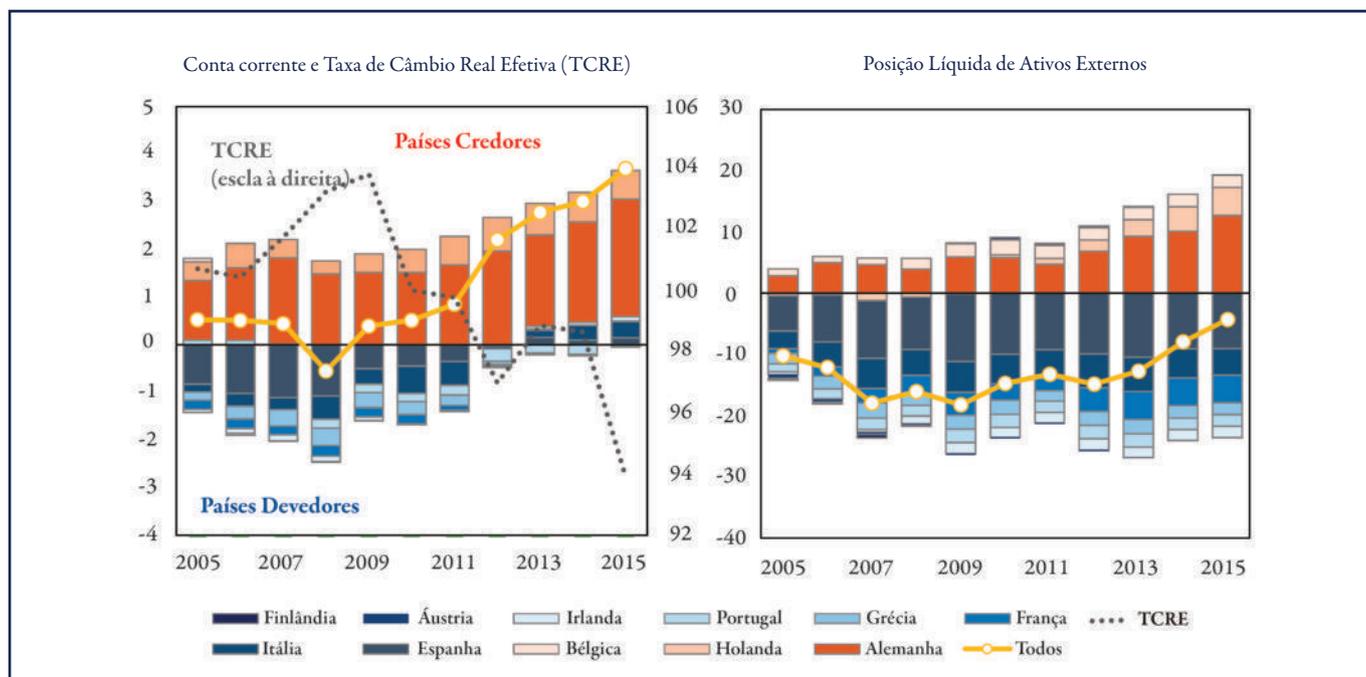
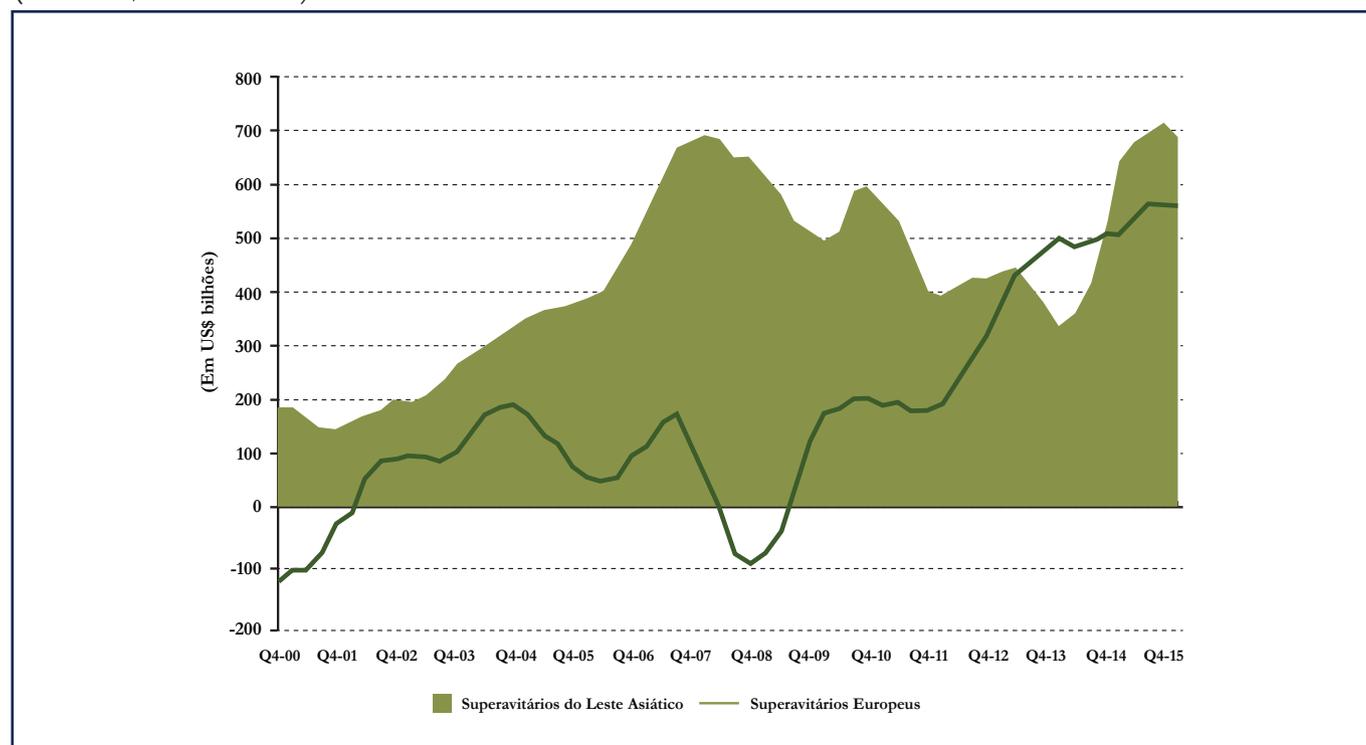


GRÁFICO 3
SUPERÁVITS EM CONTA-CORRENTE DO LESTE ASIÁTICO E DA ZONA DO EURO
(EM US\$ BILHÕES)



lelo com a manutenção de excedentes nos países credores (com leve subida no caso da Alemanha). Embora a posição líquida de passivos dos devedores não tenha diminuído proporcionalmente, seu ajustamento da conta-corrente correspondeu a superávits crescentes da Zona do Euro em conjunto em relação ao resto do mundo. Setser (2016), por sua vez, chamou a atenção para a forma como as seis maiores economias do Leste Asiático – China, Japão, Coreia do Sul, Taiwan (China), Hong Kong (China) e Singapura – reverteram o declínio pós-crise financeira global de seus superávits e o nível destes estão atualmente em patamares superiores aos da Zona do Euro (Gráfico 3).

Essa dupla trajetória de superávits crescentes vem suscitando preocupações com o ressurgimento de crescentes desequilíbrios em conta-corrente como fonte de riscos para a economia global. Embora Eichengreen (2014) tenha declarado o fim da “era dos desequilíbrios globais”, mais recentemente outros acreditam estarem “de volta” e afirmam que “os crescentes desequilíbrios globais devem soar sinos de alarme” [HSBC, segundo Verma e Kawa (2016)]. Antes de abordarmos esta questão, no entanto, vale primeiro analisar como o perfil dos atuais desequilíbrios difere daquele anterior à crise financeira global.

OS DESEQUILÍBRIOS GLOBAIS EVOLUÍRAM

A “era dos desequilíbrios globais” até 2008 (Gráfico 1) teve em seu núcleo dois processos distintos, embora combinados.

Por um lado, o crescimento impulsionado pelo crédito, gerado pelas bolhas de ativos nos EUA e seu efeito-riqueza, intensificou a tendência já presente de uma absorção doméstica (particularmente o consumo) crescendo mais rapidamente do que o produto interno bruto (PIB). Isso resultou na queda das taxas de poupança pessoal e em aumento significativo dos déficits em conta-corrente (Canuto, 2009; 2010).

Por outro lado, a acelerada transformação estrutural e o rápido crescimento na China ocorreram com níveis de poupança e investimentos elevados e crescentes, fazendo-se acompanhar de superávits em conta-corrente cada vez maiores (Canuto, 2013a).

Duas observações sobre esses processos distintos, porém combinados, se fazem necessárias. Primeiro, o déficit bilateral dos EUA com a China no período, na verdade, encolhe um terço quando medido em termos de valor agregado, em decorrência do fato de que a China tor-

nou-se um elo final de cadeias de valor com estágios intermediários fornecidos do exterior (Canuto, 2013b). O desequilíbrio bilateral entre os EUA e a China constituiu, portanto, um canal de vendas de bens e serviços para além da China.

Em segundo lugar, embora muitas vezes tais processos sejam vinculados como imagens no espelho um do outro – como na hipótese de um “excesso de poupança” ou de reservas externas na Ásia causando baixas taxas de juros e aumento dos preços dos ativos nos Estados Unidos (Bernanke, 2005) – as bolhas de ativos dos EUA estiveram mais fortemente associadas ao “excesso de elasticidade do sistema monetário e financeiro internacional” do que a superávits em conta-corrente da Ásia (Borio e Disyatat, 2011), (Borio, James e Chin, 2014). Os desequilíbrios globais em conta-corrente não servem como explicação para a crise financeira global originada nos EUA.

Mais relevante quantitativamente na formação de bolhas de ativos nos EUA foi o processo pelo qual bancos europeus captavam recursos no mercado monetário nos EUA e sustentavam – diretamente ou não – posições em ativos tóxicos. Enquanto ocorria o uso de seus balanços como instrumento de alavancagem, nos balanços de pagamentos os fluxos brutos de recursos de curto prazo dos EUA, para a Europa faziam-se acompanhar por saídas correspondentes de financiamento de longo prazo na direção inversa, com correspondentes saldos diminutos nas contas de capitais.

Um paralelo entre China e EUA pode ser estabelecido dentro da Zona do Euro, incluindo sua experiência posterior com um “segundo mergulho” da crise financeira global. A entrada em vigor do euro como moeda comum em 2000 foi seguida por uma convergência de prêmios de risco dos países-membros em direção aos níveis alemães e para fluxos bancários transfronteiriços em condições extremamente favoráveis. Consequentes bolhas de ativos criaram efeitos-riqueza e excesso de absorção doméstica – para além do inchaço da intermediação financeira – no sul da Europa e na Irlanda e à subsequente crise da dívida privada e fiscal. O padrão de desequilíbrios em conta-corrente intra-Zona do Euro apresentados no Gráfico 2 foi principalmente uma consequência da euforia ocorrida em condições de “excesso de elasticidade” do seu sistema financeiro.

O superciclo das *commodities* também ajudou a moldar os desequilíbrios globais neste período, visto no Gráfico 1. No entanto, em grande parte foi consequência do extraordinário crescimento global anterior à crise, durante o qual as economias emergentes – com PIBs de maior intensividade no uso

de *commodities* – mantiveram tendências de crescimento acima das economias avançadas (Canuto, 2010).

Enquanto esse padrão de desequilíbrios globais se desdobrava antes do colapso financeiro global em 2008, muita discussão ocorreu sobre seu próprio potencial para desencadear uma crise caso disparasse algum tipo de “parada súbita” nos fluxos. Os superávits em conta-corrente da China foram impulsionados por níveis depreciados de sua taxa de câmbio, sustentados apenas com o acúmulo de reservas externas. A mesma evolução foi interpretada por alguns como a expressão de um excesso de poupança não acompanhado por disponibilidade doméstica suficiente de ativos seguros e líquidos como os títulos do Tesouro norte-americano.

Independentemente da ênfase de causalidade estabelecida entre, de um lado, estratégias de crescimento via exportação e, de outro, a combinação de excesso de poupança e escassez de ativos seguros e líquidos, os analistas se dividiam em dois campos, como descrito por Eichengreen (2014). Alguns analistas temiam uma possível crise de confiança no dólar levando fluxos de capital a uma parada súbita, enquanto outros viam os desequilíbrios como uma troca mutualmente benéfica de bens asiáticos baratos por ativos líquidos seguros e líquidos. Nesta segunda visão, os desequilíbrios poderiam gradualmente se dissolver à medida que as estratégias de crescimento via exportações chegassem ao esgotamento e/ou o desejo de acumulação de ativos se aproximasse da saciedade.

De qualquer modo, a crise aconteceu antes que a disputa fosse resolvida e os desequilíbrios globais começaram a atenuar na sequência. As taxas de poupança pessoal nos EUA começaram a subir, níveis domésticos de alavancagem financeira declinaram, o dólar desvalorizou e o déficit em conta-corrente dos EUA recuou de quase 6% do PIB em 2006 para níveis muito mais baixos a partir de 2009. Ao mesmo tempo, a China iniciou seu “grande rebalanceamento”, com o objetivo declarado de mover-se do modelo de crescimento orientado para as exportações e sustentado com investimentos ao redor de 50% do PIB, em direção a outro com maior peso de serviços e do consumo doméstico, o que incluiu uma apreciação cambial e menores metas de taxa de crescimento. Isso não correspondeu à mudança imediata de trajetória, já que a cautela contra uma aterrissagem forçada no período pós-crise global se fez acompanhar de um surto de investimentos imobiliários e em infraestrutura como componente da transição (Canuto, 2013a).

Como já abordamos, os déficits também diminuíram na Zona do Euro na sequência de sua crise da dívida.

O declínio dos preços das *commodities*, por seu turno, também ajudou a reduzir os desequilíbrios globais.

Portanto, os desequilíbrios globais não provocaram uma crise e voltaram em configurações diferentes. Dado que não se espera – nem se deseja – que saldos em conta-corrente sejam necessariamente zero, como avaliar se o recente aumento “moderado” detectado pelo FMI e que abordamos inicialmente pode ser mau presságio? Os que manifestaram preocupação com o aumento dos excedentes no Leste Asiático e na Zona do Euro têm boas razões para tal?

Para responder a essas perguntas, será útil analisarmos a seguir o exercício de julgamento do FMI sobre se tais desequilíbrios globais recentes foram “excessivos”, ou seja, inconsistentes com “fundamentos e políticas desejáveis” (IMF, 2016a, Quadro 1).

QUÃO DESALINHADOS COM OS FUNDAMENTOS TÊM SIDO OS DESEQUILÍBRIOS EM CONTA-CORRENTE MAIS RECENTES?

Não se espera que economias nacionais exibam necessariamente saldos nulos em conta-corrente zero ou estoques líquidos de ativos externos próximos de zero. Em decorrência de fatores “fundamentais”, em qualquer período de tempo a absorção doméstica – consumo e investimento – pode ser maior ou menor que o PIB local, com correspondentes entradas ou saídas de capital:

- (i) diferenças nas preferências intertemporais e nas estruturas etárias de suas populações significam diferentes proporções de consumo doméstico em relação ao PIB;
- (ii) diferenças nas oportunidades de investimento também tendem a induzir a fluxos de capital;
- (iii) diferenças nos níveis de desenvolvimento institucional, nos *status* de moedas locais como ativos de reserva e outras características idiossincráticas também geram fluxos e desequilíbrios de capital;
- (iv) fatores cíclicos – incluindo flutuações nos preços das *commodities* – também podem causar aumentos e declínios transitórios nos saldos; e
- (v) as posições em termos de ativos externos líquidos dos países têm também uma contrapartida em termos de pagamentos de serviços em suas contas correntes.

Quando os desequilíbrios globais em conta-corrente – e correspondentes taxas de câmbio reais efetivas (TCREs) – refletem aqueles fundamentos, as economias estão em lugar melhor do que estariam na autarquia (isoladas com saldos zero). No entanto, há situações em que esses desequilíbrios podem ser considerados excessivos e os países deveriam reduzi-los, conforme abordado em Blanchard e Milesi-Ferretti (2010; 2011).

Quando desequilíbrios são provocados por distorções domésticas, sua remoção tende a beneficiar diretamente a economia em questão. Por exemplo, este é o caso em que déficits são mais elevados em decorrência de uma regulação financeira leniente alimentando aumentos insustentáveis do crédito ou de políticas fiscais excessivamente frouxas. É também o caso de excedentes que refletem uma poupança privada extremamente elevada devido à falta de seguridade social, bem como o de investimentos reprimidos pela falta de intermediação financeira eficiente. Vale a pena notar que, enquanto déficits excessivos enfrentam eventualmente uma escassez de financiamento externo, os superávits em excesso sofrem pressões menos automáticas para se dissipar e, portanto, podem persistir por mais tempo.

Para além de tais casos associados a distorções domésticas, porém, como assinalaram Blanchard e Milesi-Ferretti (2011), há também situações em que a interdependência multilateral das economias impõe como desejável uma restrição a déficits e superávits em conta-corrente. Déficits insustentáveis de grandes economias financeiramente integradas são um tal caso, uma vez que alguma crise a elas associada pode desencadear efeitos transfronteiriços em ampla escala.

Blanchard e Milesi-Ferretti (2011) salientam, também, duas situações em que superávits podem ser considerados excessivos:

- (i) Quando os superávits em conta-corrente resultam de estratégias deliberadas de contenção da demanda agregada doméstica e de desvalorização deliberada da taxa de câmbio, em detrimento de concorrentes estrangeiros. Contudo, cabe observar que, dado que fluxos de poupança e investimento são determinados simultaneamente ao balanço em conta-corrente, é sempre difícil obter evidência conclusiva quanto ao peso de tais estratégias em relação a outros determinantes do saldo em conta-corrente.
- (ii) Quando um aumento do superávit de uma economia ocorre, enquanto outras enfrentam dificuldades para absorvê-lo sem sofrer efeitos adversos e duradouros sobre sua demanda doméstica e produção.

“

Enquanto déficits excessivos enfrentam eventualmente uma escassez de financiamento externo, os superávits em excesso sofrem pressões menos automáticas para se dissipar e, portanto, podem persistir por mais tempo

”

É o caso quando parte do mundo está aprisionada em alguma “armadilha de liquidez” – incapaz de recorrer à redução das taxas domésticas de juros como política de ajuste – e/ou enfrenta obstáculos para usar políticas fiscais compensatórias.

O *External Sector Report* do FMI tem como objetivo avaliar até que ponto os saldos em conta-corrente e as correspondentes TCREs estão fora de linha com os “fundamentos e políticas desejáveis”, bem como se estoques de ativos externos líquidos estão evoluindo dentro de limites sustentáveis. O que mostrou o último relatório?

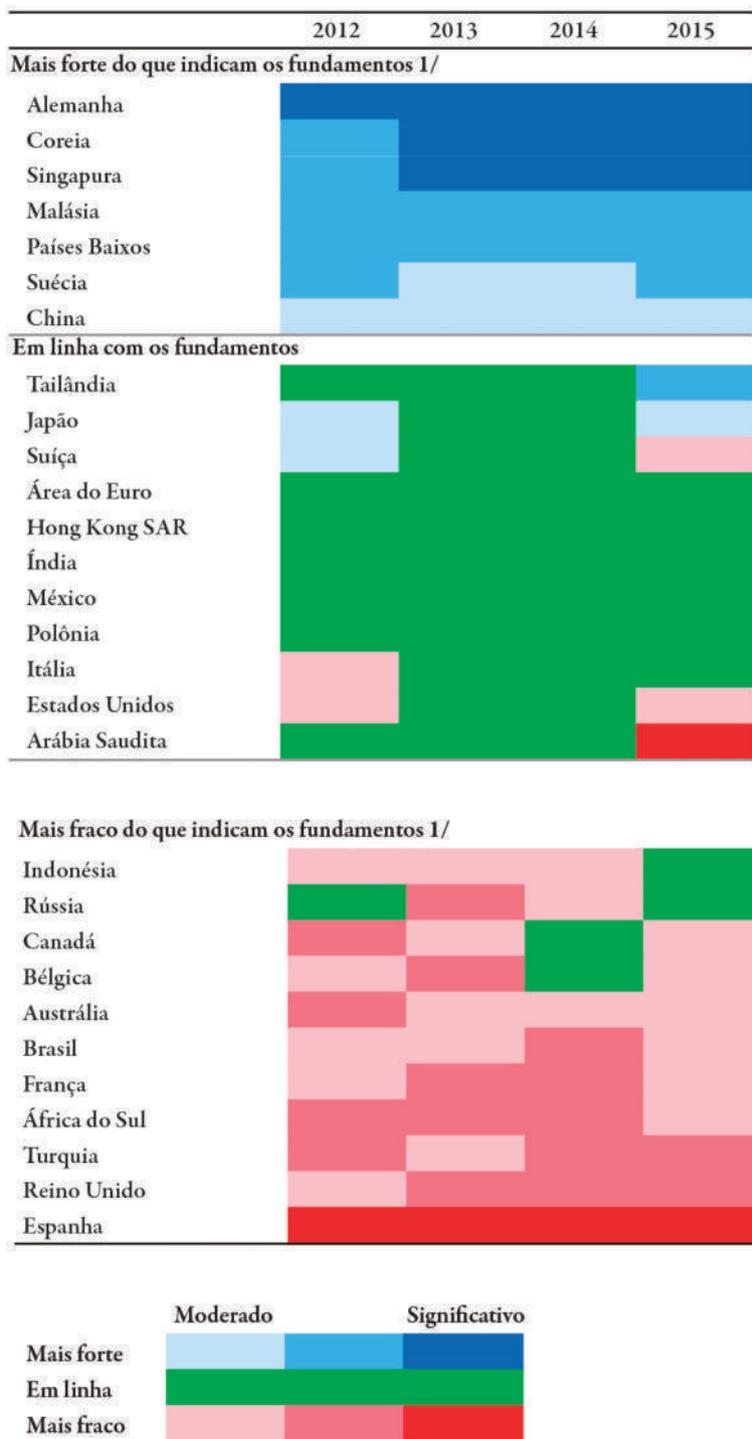
O Gráfico 4 apresenta sua avaliação de quão intensamente as economias individuais vêm exibindo saldos em conta-corrente, e correspondentes TCREs, em desacordo com seus “fundamentos”, isto é, os fatores que em condições normais os levariam a apresentar desequilíbrios em conta-corrente dentro de determinadas faixas especificamente estimadas para cada país. Mais forte (mais fraco) corresponde a uma TCRE “desvalorizada” (“supervalorizada”). Mais forte (mais fraco) também significa que um saldo em conta-corrente está maior (menor) do que aquele “consistente com os fundamentos e as políticas desejáveis” (IMF, 2016a, Quadro 1).

O relatório do FMI observa que a evolução para menores desequilíbrios após a crise financeira global parou e movimentos recentes dão motivos para preocupação (IMF, 2016a, p.23):

Primeiro, as economias com posições externas consideradas “substancialmente mais fortes” (Alemanha, Coreia do Sul, Cingapura) ou “mais forte” (Malásia, Holanda) permaneceram como tal nos últimos quatro anos. Também foi notável a mudança para posições mais fortes nos casos da Tailândia e do Japão.

Segundo, na parte inferior da distribuição, enquanto alguns países reduziram – ou suprimiram – graus de “fraqueza”

GRÁFICO 4
SALDOS EM CONTA-CORRENTE EM RELAÇÃO A FUNDAMENTOS



1/ Mais forte (fraco) implica “subvalorização” (“supervalorização”). O agrupamento reflete a avaliação predominante dos países em 2012-2015.

(Rússia, Brasil, Indonésia, África do Sul e França), outros lá permaneceram (Espanha, Turquia, Reino Unido).

Terceiro, as tendências em curso dos desequilíbrios em transações correntes estariam levando à ampliação de alguns casos de desequilíbrio nas posições líquidas de ativos externos acumuladas desde a crise financeira global. Enquanto a posição líquida de ativos externos da China se encaminharia para a estabilidade, outras grandes economias acentuariam fortemente suas situações enquanto devedoras (EUA, Reino Unido) e credoras (Japão, Alemanha, Holanda). Além disso, a situação líquida de ativos externos de alguns países no centro da crise do euro continuaria altamente negativa apesar dos anos de ajustamento de fluxos, com elevado desemprego e baixo crescimento.

Em nossa opinião, embora não haja razão para recear algum tipo de colapso nos grandes fluxos financeiros através das fronteiras, os desequilíbrios globais não desapareceram como uma questão, pois revelam que a recuperação econômica global pode ter sido aquém da possível devido à assimetria contida na combinação de superávits excessivos em alguns países, e o desempenho macroeconômico, abaixo do potencial em muitos outros. O fim da “era dos desequilíbrios globais” parece ter sido declarado muito cedo. O argumento de Lord Keynes sobre a assimetria dos ajustamentos entre economias deficitárias e excedentárias continua a ser mais forte do que nunca.

O relatório do FMI sugere uma “recalibração” de políticas macroeconômicas, trocando o “desvio de demanda externa” por “medidas de estímulo à demanda doméstica”. Este seria particularmente o caso para os países – incluindo a Zona do Euro como um todo – que atualmente podem implementar políticas fiscais expansionistas e que estão recorrendo primordialmente a políticas monetárias não convencionais de afrouxamento quantitativo e juros básicos negativos, as quais têm se tornado na margem cada vez mais ineficazes.

Há que se reconhecer a existência de dúvidas sobre até que ponto as políticas fiscais nacionais podem gerar efeitos de estímulos de demanda transfronteiras. Grandes fluxos de poupança – como os lucros das empresas alemãs ou norte-americanas – podem não ser fáceis de redistribuir.

Daí a prioridade a ser dada às reformas estruturais específicas a cada país lidando com seus obstáculos ao crescimento e ao rebalanceamento em conta-corrente. Tal objetivo poderia ser auxiliado por deslocamento transfronteiriço de *pools* de poupança atualmente estacionados em ativos de baixo retorno. Paradoxalmente, os desequilíbrios globais exigem mais investimentos diretos externos e comér-

cio exterior num momento em que eventos políticos em economias avançadas vêm refletindo reação negativa de parcela significativa de sua população a respeito não apenas da migração como também da integração comercial (Brexit, eleições nos EUA) (Canuto, 2016b).

POLÍTICA MACROECONÔMICA E COMERCIAL NO FUTURO GOVERNO DE DONALD TRUMP E SUA CONTRAPARTIDA EM DESEQUILÍBRIOS GLOBAIS

A julgar pela reorientação da política macroeconômica pré-anunciada pelo futuro presidente dos EUA, Donald Trump, e pelo peso de sua economia no mundo, o quadro dos desequilíbrios globais poderá passar por choques nos próximos anos. Mesmo de forma preliminar, é possível estabelecer dois possíveis cenários, cuja definição dependerá das opções assumidas pela política comercial, acompanhando a reorientação macroeconômica.

O futuro presidente Trump e sua equipe anunciaram uma plataforma macroeconômica com forte impacto potencial: um grande impulso fiscal via gastos em infraestrutura, cortes de tributos sobre empresas e uma agenda de desregulamentação (financeira e ambiental) (Canuto e Cavallari, 2016). Tais componentes subjazem a meta declarada de elevação do crescimento econômico dos EUA para os 4% ao ano, bem acima dos 2% potenciais estimados pelo FMI (IMF, 2016b).

Detalhes importantes ainda estão por ser preenchidos. Por exemplo, quanto do US\$ 1 trilhão em investimentos prometidos em infraestrutura ficará a cargo do setor público ou de parcerias público-privadas (PPP) e, portanto, quanto recairá sobre déficits e dívida do setor público. Conforme sugerido por diferentes experiências ao

“

Os desequilíbrios globais não desapareceram como uma questão, pois revelam que a recuperação econômica global pode ter sido aquém da possível devido à assimetria contida na combinação de superávits excessivos em alguns países, e o desempenho macroeconômico, abaixo do potencial em muitos outros

”

redor do mundo, inclusive nos EUA, aumentos súbitos nos investimentos públicos não são facilmente implementáveis. O aumento dos investimentos em infraestrutura tomará algum tempo para ser implementado e seus respectivos efeitos serão sentidos com defasagem, tanto do lado da demanda, quanto do lado da oferta.

Da mesma forma, dado que as corporações dos EUA já dispõem nesse momento de amplas reservas de liquidez sem investi-las em novos ativos fixos, a redução tributária sobre elas terá efeito sobre seus gastos a depender da presença ou não de condicionalidades em termos de contrapartidas em investimento local. Alusões a esse respeito têm sido oferecidas no caso de repatriação de lucros.

Há também dúvidas quanto ao alcance dos impactos da desregulamentação. No caso financeiro, levando-se em consideração o clima favorável no congresso e alhures a reformas na regulação Dodd-Frank, pode-se esperar um alívio na carga regulatória que vem inibindo o crédito bancário nos últimos anos. A desregulamentação ambiental também poderá facilitar investimentos na área energética, em particular no petróleo e gás de xisto.

Supondo-se que, com efeito, a demanda agregada seja estimulada, restam dúvidas quanto à atual capacidade de resposta pela oferta doméstica. Afinal, taxas baixas de desemprego involuntário e um ritmo ascendente de atividade econômica ao final do governo Obama serão parte de seu legado. Na hipótese de se apresentarem limites de oferta, o efeito macroeconômico será em larga medida distribuído entre maior inflação e crescimento de importações. A intensa apreciação do dólar nas semanas que se seguiram aos anúncios do programa de Trump reforça a possibilidade de vazamentos potenciais de demanda via compras externas.

De qualquer modo, trata-se de mudança acentuada no regime vigente de políticas fiscal e monetária. A normalização da política monetária pelo Federal Reserve rumo a juros mais altos e desova de títulos atualmente em carteira tende a ser acelerada, ao passo que a política fiscal deixará definitivamente a trajetória de consolidação forçada pelo congresso ao governo Obama em anos recentes. A rigor, os EUA se inscrevem no caso das economias há muito aconselhadas pelo FMI – e outros (Canuto, 2014) – a trocar afrouxamento monetário por políticas fiscais mais expansionistas: o apetite nos mercados monetários por títulos do Tesouro vem se mantendo longe de saciado e, desde que se fazendo acompanhar de sinais de reformas futuras para garantir uma eventual reversão de trajetória da dívida pública, maiores déficits públicos seriam facilmente absorvidos.

É na política comercial e no trato de desequilíbrios em conta-corrente que se abrem dois cenários: um cenário *soft* é o de que o governo Trump limite suas promessas de campanha a “torcidas de braço” pontuais com corporações, como por exemplo a oferta de concessões tributárias em troca de investimentos locais ou de substituição de importações dentro de cadeias de valor; o cenário *hard* seria o de estabelecimento de tarifas extraordinárias e outras restrições sobre importações – China e México foram objeto frequente de tais ameaças durante a campanha eleitoral.

No cenário *soft*, ter-se-á um estímulo de demanda para o resto do mundo, ainda que a custo de maiores desequilíbrios correntes norte-americanos sem dificuldades de financiamento. O cenário *hard*, por seu turno, contém elevados riscos de elevação substancial de preços da cesta doméstica de bens e serviços, além de exercer impacto negativo sobre a lucratividade de corporações. Adicionalmente, caso seguido de “guerras comerciais” com os países diretamente afetados, um resultado de “perde-perde” na economia global – como nos anos 1930 – poderia se materializar (Canuto, 2016b). Afinal, a economia dos EUA hoje em dia tem níveis de integração comercial e financeira com o resto do mundo tais que o que acontece neste também lhe afeta.

CONCLUSÃO

Desequilíbrios em conta-corrente na economia global voltaram à cena, ainda que com configuração distinta daquela que marcou a trajetória anterior à crise financeira global. Não como ameaça particular à estabilidade financeira global, mas principalmente por revelarem assimetrias no ajuste e na recuperação pós-crise entre economias superavitárias e deficitárias e, nos próximos anos, pelo risco de suscitarem ondas de protecionismo comercial.

“

Há que se reconhecer a existência de dúvidas sobre até que ponto as políticas fiscais nacionais podem oferecer efeitos de estímulos de demanda transfronteiras. Grandes fluxos de poupança – como os lucros das empresas alemãs ou norte-americanas – podem não ser fáceis de redistribuir

”

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BERNANKE, B. **The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit**, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, mar. 2005.
- BLANCHARD, O.; MILESI-FERRETTI, G.M. *Global Imbalances: in Midstream? In: BLANCHARD, O; SAKONG, I. (Org.). Reconstructing the World Economy*. Washington: International Monetary Fund, 2010.
- BLANCHARD, O.; MILESI-FERRETTI, G.M. **(Why) Should Current Account Balances Be Reduced?** IMF Staff Discussion Note SDN 11-03, mar. 2011.
- BORIO, C.; DISYATAT, P. *Global Imbalances and the Financial Crisis: link or no link?* BIS Working Papers 346, maio, 2011
- BORIO, C.; JAMES, H.; SHIN, H.S. **The International Monetary and Financial System: A Capital Account Historical Perspective**, Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper n. 204, out. 2014.
- CANUTO, O. *The Arrival of Asset Prices in Monetary Policy*, **Growth and Crisis Blog**, World Bank, 22 de out. 2009.
- _____. *Toward a Switchover of Locomotives in the Global Economy*. **Economic Premise** 33, World Bank, set. 2010.
- _____. *China, Brazil – Two Tales of a Growth Slowdown*. **Capital Finance International**, edição de primavera, 2013a.
- _____. *South-South Trade Through Value-Added Glasses*. **Huffington Post**, nov. 2013b.
- _____. *Macroeconomics and Stagnation: Keynesian-Schumpeterian Wars*. **Capital Finance International**, edição de primavera, 2014.
- _____. *China's Spill-Overs on Latin America and the Caribbean*. **Capital Finance International**, edição de verão, 2016a.
- _____. **Protectionist Creeps**. Project Syndicate, out. 2016b.
- CANUTO, O.; CAVALLARI, M. **Mr. Trump: can you deliver it?** Huffington Post, nov. 2016.
- EICHENGREEN, B. **A Requiem for Global Imbalances**. Project Syndicate, jan. 2014.
- IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **2016 External Sector Report**, jul. 2016a.
- _____. **United States Article IV Consultation**. IMF Country Report 16/226, jul. 2016b.
- SETSER, B. **The Return of the East Asian Savings Glut**. Council on Foreign Relations, Discussion Paper, out. 2016.
- VERMA, S.; KAWA, L. **Rising Global Imbalances Should Be Ringing Alarm Bells, Says HSBC**, Bloomberg, set. 2016.