

Déficits em conta corrente

28 FEV 2001
VALOR

“Quanto mais estável for o financiamento, maiores poderão ser os déficits.” Por **Rudiger Dornbusch**

Duas décadas de crises econômicas ensinaram algumas lições sobre onde estão as principais vulnerabilidades financeiras dos mercados emergentes: taxas de câmbio desalinhadas, déficits em conta corrente insustentáveis, bancos capengas, que não conseguem suportar um surto de taxas de juros altas, dívidas de curto prazo altas em relação às reservas.

E há outra lição: quando qualquer uma dessas fragilidades entra em ação, quase sempre as outras também o fazem, e essa é a razão por que as crises são tão explosivas. O Brasil foi uma exceção na última vez.

Não existe para nenhum desses pontos de vulnerabilidade um teste rigoroso do que é fraco e perigoso e do que é sólido e seguro. Em dezembro passado, a Turquia estava encostada nas cordas: uma crise bancária menor levou, em poucos dias, a uma perda vertiginosa de reservas e, em nenhum momento, a questão de um colapso da moeda, dos bancos e da dívida pública foi uma possibilidade real.

Em estudo recente do professor Sebastian Edwards da UCLA, o ilustre especialista em América Latina analisou déficits em conta corrente da maneira mais abrangente. Ele pesquisou um enorme conjunto de dados — 30 anos e inúmeros países. Três conclusões parecem se impor. Grandes déficits não duram, déficits financiados por empréstimos de curtíssimo prazo não duram e déficits sem contrapartida produtiva não duram. Isso não surpreende, mas é bom saber que um olhar na história confirma nossas opiniões preconcebidas.

O que é um déficit grande? O déficit em conta corrente latino-americano mediano nos últimos 30 anos ficou em 4,1%, em comparação com 3,1% na Ásia e 5,3% na África. Algum número perto de 4% se impôs na tradição oral pós- crise asiática dos responsáveis políticos do FMI e dos investidores — 4% é sólido, mais é perigoso. Quanto sentido há nesse número? Um pouco. Se uma economia estiver crescendo, ela pode decerto aumentar seu passivo total sem elevar sua relação entre dívida e PIB. Um país com uma relação de dívida externa de

40% crescendo a 4% poderia suportar um déficit em conta corrente de 1,6%, sem elevar a sua relação da dívida.

O exemplo suscita uma questão importante: a regra de 4% para déficits em conta corrente não atingirem níveis perigosos não é seguramente um nível de tolerância para um período prolongado de tempo, mas deve ser a exceção. Na média, os déficits precisam ser menores. Caso contrário, a dívida continua aumentando e, em algum momento, suscitará questões sobre a oportunidade do crédito. Foi isso o que aconteceu na América Latina: déficits grandes demais, longos demais, em economias com crescimento precário e, agora, existe uma imensa questão da dívida que ressurgiu toda vez que ocorre uma crise num mercado emergente.

A segunda questão do teste é como os déficits são financiados. Quanto mais estável for o financiamento, maiores poderão ser os déficits. Financiamento estável significa fluxos renovados de investimento direto, financiamento instável é financiamento bancário de curto prazo e tudo o mais fica entre esses dois extremos. Não é de surpreender que os países em crise são aqueles que financiam grandes déficits com empréstimos de curto prazo. Quando os credores se

retraem, as reservas não são suficientes para saldar a dívida e financiar o déficit, e uma crise completa da moeda e do crédito surge da noite para o dia. Quando déficits moderados são financiados por investimentos diretos, não há problemas com credores e não há problema de crise. Mesmo taxas cambiais desalinhadas são relativamente benignas.

A terceira questão é se os déficits são usados para investimento ou consumo. Como era de se esperar, o perigo está nos

O Brasil é um exemplo de país para o qual simplesmente continuar no rumo atual não é uma opção, não para sempre

deficits que não geram a receita externa extra para o serviço da dívida. Esse é o caso para “booms” de consumo ou gastos públicos perdulários. Ao contrário, o investimento produtivo, notadamente no setor exportador, cria as receitas e exportações potenciais com que pagar o serviço da dívida futuro e se esquivar de crises. Não surpreende que as maiores crises que se pôde acompanhar tinham

como contrapartida grandes ostentações de consumo, inclusive de bens importados duráveis, na esteira da liberalização do comércio e do crédito.

Onde fica o Brasil nessas três questões? Primeiro, o déficit é e tem sido grande. Nesse momento, ele está perto da taxa referencial de 4% com poucas perspectivas de cair. A luz amarela está acesa, mas apenas isso. O déficit foi financiado, no passado, por uma acumulação substancial de dívidas de curto prazo. O Brasil tem a mais alta relação entre dívida de curto prazo e amortizações a reservas (juntamente com a África do Sul) — 207%, em comparação com apenas 134% no México ou 109% na Argentina.

O Brasil é um exemplo de país para o qual simplesmente continuar no rumo atual não é uma opção, não para sempre. O déficit, seu financiamento e seu uso são insustentáveis. Isso não significa que alguma coisa vai dar errado amanhã de manhã, mas sim que se tem permitido o crescimento de uma vulnerabilidade potencial que poderá se transformar num risco ao crescimento e à estabilidade financeira.

Rudiger Dornbusch, economista, é professor do MIT (Massachusetts Institute of Technology).

