

Fim do Privilégio Exorbitante?

Márcio G. P. Garcia¹

No debate sobre as consequências das políticas do novo governo dos EUA, tem ganhado corpo o temor de que os EUA venham a perder a hegemonia econômica global, associada ao “Privilégio Exorbitante”. A expressão deve-se ao então Ministro das Finanças, e posteriormente Presidente da França, Valéry Giscard d’Estaing, há mais de 60 anos.

Originalmente, o privilégio exorbitante referia-se à posição central que o dólar ocupava no acordo de Bretton Woods, então vigente. Desde o fim do sistema de taxas fixas de câmbio no início dos anos 70, com o enorme crescimento dos fluxos de capitais e dos investimentos internacionais, a expressão passou a se referir aos altos retornos que os EUA passaram a auferir em seu ativo externo líquido.

Os residentes dos EUA têm enormes investimentos externos, e o resto do mundo tem ainda maiores investimentos nos EUA. Só que os investimentos externos dos EUA rendem muito mais do que os do resto do mundo nos EUA. Ou seja, os EUA agem como um grande banco de investimentos, captando recursos do resto do mundo a taxas baixas e reinvestindo-os no resto do mundo a taxas mais elevadas.

Esse diferencial dos rendimentos é uma medida do privilégio exorbitante. A medida, entretanto, é sujeita a muitos problemas na sua aferição, resultando em estimativas bastante discrepantes, além de variantes no tempo. No capítulo 10 do *Handbook of International Economics* (volume 4), Gourinchas (economista chefe do FMI) e Rey (London Business School) estimam e reportam estimativas do privilégio exorbitante, que variam 0,72 a 6,9% ao ano. Seja como for, os residentes dos EUA têm ganhos relevantes nos seus investimentos internacionais líquidos, o que possibilita a manutenção de déficits elevados em conta-corrente.

Ter déficits persistentes na conta-corrente do balanço de pagamentos significa, grosso modo, viver além de suas possibilidades, ou seja, os residentes dos EUA gastarem sempre mais do que produzem. Quem não gostaria de viver assim?

Trump, tudo indica, não gosta desse privilégio. A motivação anunciada de suas “tarifas recíprocas” é tentar eliminar o déficit na balança comercial de bens, que é a parte mais importante do déficit em conta corrente nos EUA. Ele está convencido de que uma nação é espoliada por outra quando importa mais do que exporta. Em termos econômicos, isso não faz sentido.

A motivação do tarifaço, hoje parcialmente congelado após várias idas e vindas, é trazer de volta a indústria que se mudou dos EUA para a Ásia (ainda que em grande parte de propriedade de residentes nos EUA). E, claro, trazer de volta os bons empregos com que sonham os eleitores fiéis de Trump, homens brancos de 40 a 60 anos, com grau de instrução secundário. Infelizmente, nada disso ocorrerá.

¹ Professor Titular, Departamento de Economia da PUC-Rio, Pesquisador Afiliado da MIT Sloan School of Management, Pesquisador Sênior do CNPq e Cientista Nosso Estado da FAPERJ, escreve mensalmente neste espaço. (<https://sites.google.com/view/mgpgarcia>).

A combinação de tarifas elevadas com a expansão fiscal que Trump tenta passar no Congresso vai, sim, provocar inflação e, talvez, recessão, ou seja, estagflação. A dívida pública dos EUA em proporção do PIB já está em nível recorde. Com um déficit público elevado, a previsão é que a dívida continue a subir rapidamente. Isso vem assustando os mercados, como se comprovou com o recente *downgrade* dos EUA pela Moody's. A S&P já havia retirado a almejada classificação AAA dos EUA em 2011, e a Fitch, em 2023. Pela primeira vez, na história, nenhuma grande agência classificadora tem os EUA no patamar máximo.

O mercado de *treasuries* é de longe o maior e mais líquido do mundo. Isso lhe confere grande solidez, pois é difícil imaginar destinos alternativos para tanto capital. Não obstante, alguns movimentos vêm causando preocupação. Países têm diversificado suas alocações de reservas internacionais, fugindo do dólar. Em especial, a China caiu recentemente para o terceiro lugar na detenção de títulos públicos dos EUA, abaixo do Japão e do Reino Unido.

Recentemente, os títulos mais longos dos EUA, de 10 e 30 anos, vêm caindo de preço, ou seja, gerando rendimentos mais altos. O gráfico mostra a evolução recente dessas duas taxas. O spread entre elas também vem aumentando, denotando aumento de risco fiscal de longo prazo.

E, para culminar, o dólar vem se depreciando. O movimento após o “liberation day” (2 de abril) mostrado no gráfico é claro, juros para cima e dólar para baixo. Tal movimento é o oposto do que sempre vigorou para a moeda de reserva, o dólar. Em tempos de crise, o dólar se apreciava e os juros dos *treasuries* caíam, como ocorreu até mesmo na grande crise financeira internacional de 2008, originada no sistema financeiro dos EUA.

A apreciação do dólar aliada ao aumento dos preços dos *treasuries* em tempos de crise costumava gerar uma grande transferência de recursos para fora dos EUA. A esse seguro que os EUA ofereciam ao mundo, antípoda ao privilégio exorbitante, Gourinchas e Rey chamaram de dever exorbitante. Segundo seus cálculos, durante a grande crise de 2008, os EUA transferiram US\$ 2 trilhões ao resto do mundo.

Com o padrão de reação que o dólar e o mercado de *treasuries* vêm exibindo, o seguro provido pelo dever exorbitante passaria a não mais existir. E, consequentemente, tampouco, o outro lado da moeda, o privilégio exorbitante. Muita água há de passar debaixo dessa ponte, mas o risco até há pouco tempo impensável do fim do privilégio exorbitante tornou-se relevante.

