

## A crítica demolidora de Michael Pettis à teoria e à política económica neoliberal



Seleção e tradução de Júlio Marques Mota

## 22. O défice comercial dos EUA não é provocado pelo baixo nível de poupança nos EUA



Por Michael Pettis



Publicado por  em 8 de agosto 2018

Um artigo recente de Joseph Stiglitz sugere que os Estados Unidos têm um défice na balança corrente porque os americanos economizam muito pouco para financiar o investimento interno. De facto, pode ser exactamente o contrário: os americanos podem estar a poupar muito pouco precisamente porque os Estados Unidos vivem numa situação de défice da balança corrente.

O economista Joseph Stiglitz publicou recentemente um [artigo interessante no Project Syndicate](#) intitulado "The US is at Risk of Losing a Trade War with China." Fiquei surpreendido. Fico sempre surpreendido quando ouço as

peças defenderem que os países em situação de déficit como os Estados Unidos arriscam perder mais com uma guerra comercial do que os países que têm excedentes comerciais (que não é certamente o que a história sugere). Pessoalmente, suspeito que é assim porque muitos comentadores simplesmente não compreendem porque é que a China é tão suscetível a uma guerra comercial e porque é que Pequim está tão preocupada. Por outro lado, concordo com muito do que Stiglitz diz no seu artigo sobre tarifas (como eu também o costumo fazer). Isto inclui o ponto principal do artigo - que as tarifas aduaneiras poderão ter um impacto limitado ou mesmo adverso sobre os desequilíbrios globais dos Estados Unidos e da China, mesmo que pretensamente possam melhorar os desequilíbrios bilaterais. No seu artigo Stiglitz começa por dizer:

*O "melhor" resultado da estreita focalização do Presidente Donald Trump sobre o déficit comercial dos Estados Unidos com a China seria a melhoria no equilíbrio bilateral, compensado por um aumento de uma quantidade igual no déficit americano com algum outro país (ou países). De facto, a redução significativa do déficit comercial bilateral vai ser difícil.*

Os leitores regulares do meu blog sabem que apresentei muitos argumentos semelhantes. Em abril de 2017, por exemplo, expliquei porque é que as tentativas desajeitadas para reduzir o grande [déficit comercial americano com o México](#) muito provavelmente farão aumentar o déficit americano para com o resto do mundo, mais do que reduzirão o déficit americano com o México. Isso pode inicialmente parecer contraintuitivo, mas não há nada de complicado sobre a lógica que gera esse processo. Isto só parece contraintuitivo porque os modelos de comércio internacional que a maioria das pessoas tem em mente envolvem pressupostos implícitos que eram verdadeiros, de facto, mas que agora já deixaram de o ser. Como esses pressupostos quase nunca são explicitamente apresentados, é fácil deixar de reparar até que ponto as mudanças na dinâmica do comércio global e do investimento tornaram obsoletos os antigos modelos de comércio internacional que ainda animam os debates de hoje.

A mesma dinâmica se aplica ao comércio com a China, como Stiglitz aponta. Se bem que as tarifas sobre as importações chinesas sejam suscetíveis de reduzir o déficit comercial bilateral dos americanos com a China, é pouco provável que reduzam o déficit global dos Estados Unidos ou que venham a reduzir o excedente global da China. As tarifas só irão provocar mudanças nas estruturas do comércio mundial que podem aumentar marginalmente os preços em alguns bens, mas que não afetam as causas subjacentes dos desequilíbrios.

## Os americanos aforram muito pouco?

Mas fica por aqui todo o meu acordo com Stiglitz sobre como as tarifas afetam o comércio, uma vez que discordo da sua posição sobre o que impulsiona os desequilíbrios comerciais americanos e, mais genericamente, sobre a dinâmica de equilíbrio da balança de pagamentos. Stiglitz argumenta que os Estados Unidos têm estado a ter défices comerciais, principalmente porque os americanos aforram uma parcela demasiado pequena do seu rendimento <sup>1</sup>. De acordo com esta lógica, se Washington quer reduzir os seus défices, ele deve implementar políticas que forcem o aumento das poupanças nos Estados Unidos:

*Os Estados Unidos têm um problema, mas não é com a China. O problema é interno aos Estados Unidos: a América tem aforrado muito pouco. Trump, como muitos dos seus compatriotas, é imensamente míope. Se ele compreendesse um bocadinho de economia e uma visão de longo prazo, ele teria feito possível por aumentar as poupanças dos americanos. Isso teria reduzido o défice comercial multilateral.*

Os Estados Unidos têm realmente aforrado "muito pouco". Mas é fácil mostrar que, sob certas condições, aqueles que são a maioria de todos nós, talvez até mesmo Stiglitz, concordariam em caracterizar a poupança global de hoje - o baixo nível de poupança dos Estados Unidos é uma consequência automática das pressões sobre o equilíbrio da balança de pagamentos exercidas pelo exterior.

Na verdade, a mesma aritmética básica mostra que os Estados Unidos não podem aumentar as poupanças internas em relação ao investimento interno (ou seja, não podem reduzir o seu défice comercial) sem abordar os problemas que realmente se originam na China, e em todos os outros grandes países com excedentes comerciais. Os Estados Unidos, dito por outras palavras, não têm um défice comercial porque poupam muito pouco: poupam muito pouco porque têm um défice comercial.

Mais uma vez, eu sei que isso pode parecer no início incrivelmente contraintuitivo (e aqui, inevitavelmente, poderão mesmo dizer que é uma afirmação estúpida, que ninguém está a apontar uma arma à cabeça dos consumidores americanos e forçá-los a comprar uma televisão de ecrã plano).

---

<sup>1</sup> A referência nesta frase aos défices comerciais, o termo défice da balança corrente seria mais correto, mas para os fins deste ensaio, podemos ignorar a diferença entre os dois conceitos.

Mas, na verdade, esta afirmação decorre inexoravelmente da aritmética de base da balança de pagamentos.

Antes de avançarmos a explicar o porquê, devo salientar que Stiglitz não é o único que pensa que o baixo nível de poupança dos Estados Unidos é a causa dos défices comerciais americanos. Esta ideia tem constituído um consenso quase esmagador entre os economistas e analistas durante décadas. Em maio de 2017, por exemplo, dois outros eminentes economistas, George P. Schultz e Martin Feldstein, propuseram [uma explicação em 70 palavras](#) de "tudo o que cada um de nós precisa de saber sobre o comércio internacional..." Estes autores escreveram:

*Se um país consome mais do que produz, ele deve importar mais do que exporta. Isso não é nenhuma afirmação tola. Isso é aritmética. Se conseguirmos negociar uma redução do excedente comercial chinês com os Estados Unidos, teremos um aumento do défice comercial com algum outro país. As despesas federais incluídas no défice, uma ação massiva e continuada de poupança negativa [desentesouramento] são as culpadas. Controlem-se estas despesas e controlar-se-ão assim os défices comerciais.*

Enquanto Stiglitz argumenta que Washington deve implementar políticas que aumentem as poupanças nacionais para reduzir o défice comercial dos EUA, Schultz e Feldstein são mais específicos e muito mais ideológicos: eles afirmam que Washington deve reduzir a nível de poupança negativa provocada pela Administração, reduzindo o défice orçamental.

De qualquer forma, estes economistas concordam que apenas tomando medidas para forçar os americanos a pouparem mais - sejam as famílias americanas, as empresas, ou o governo- é que Washington pode reduzir o défice comercial americano. Eles argumentam que esta linha de raciocínio é a consequência inevitável das identidades contabilísticas que explicam a relação entre poupança, investimento e défices comerciais.

## **Um pressuposto escondido**

Tenho defendido muitas vezes que os economistas fazem demasiado facilmente declarações categóricas quando as deveriam fazer no condicional. Stiglitz, Schultz, Feldstein, e outros baseiam os seus argumentos sobre a identidade contabilística segundo a qual o défice da balança corrente de um país é sempre e exatamente igual ao excesso de investimento interno sobre a poupança interna. (Para aqueles que estejam interessados, na minha

resposta de maio 2017 ao artigo de Schultz e de Feldstein eu enumero e explico as equações muito simples que estão por detrás das identidades contabilísticas relevantes.<sup>2</sup>)

A questão é que o investimento americano é superior às poupanças dos americanos desde há décadas, e as identidades contabilísticas permitem-nos ver que, enquanto isso for verdade, os Estados Unidos devem ter um défice na balança corrente exatamente igual à diferença entre investimento e poupança. Reduza-se a diferença entre as duas grandezas, argumenta Stiglitz, e automaticamente reduziremos o défice americano. Isso é verdade por definição.

Porque muito poucos economistas recomendariam reduzir o investimento, Stiglitz toma então o que parece ser logicamente a etapa seguinte. Ele argumenta que, se os Estados Unidos desenvolvessem políticas que levassem a um aumento da poupança dos EUA, os níveis mais elevados de poupanças reduziriam a diferença entre o investimento americano e a poupança americana. Fazendo isto, por sua vez, reduzir-se-ia o défice da balança corrente dos EUA. Teoricamente, isso poderia talvez ser feito através da redução do défice orçamental, dificultando que os consumidores contraíam empréstimos, aumentando os lucros das empresas à custa dos trabalhadores ou aumentando a desigualdade de rendimentos de forma mais geral.

Mas há um pressuposto escondido subjacente a este tipo de análise. Acontece que as políticas que aumentam as poupanças internas no setor relevante da economia reduziriam a diferença entre investimento e poupança apenas se os investimentos americanos e a poupança fossem totalmente determinados pelas forças internas americanas. Se fosse esse o caso, isso também significaria que os americanos importam capitais estrangeiros especificamente para colmatar esta lacuna entre investimento e poupança. Posta a questão de uma maneira ligeiramente diferente, aumentar a poupança interna reduziria a diferença entre investimento e poupança apenas se os estrangeiros exportassem capital para os Estados Unidos, principalmente sob a forma de financiamento comercial, e apenas se este financiamento comercial fosse projetado especificamente para financiar o défice comercial

---

<sup>2</sup> N.E. Texto editado na presente série sob o número 11, em 15 e 16 de outubro, "Porque é que a redução do défice orçamental provoca a redução do défice comercial ou um aumento no desemprego?", <https://aviagemdosargonautas.net/2018/10/15/a-critica-demolidora-de-michael-pettis-a-teoria-e-a-politica-economica-neoliberal-11-porque-e-que-a-reducao-do-defice-orcamental-provoca-a-reducao-do-defice-comercial-ou-um-aumento-no-desemprego/> e seguinte.

ou para financiar a diferença entre o investimento interno americano e a poupança interna americana. (que seria da mesma ordem de grandeza).

Isto é como o mundo funcionava outrora, mas isso já não é verdade hoje. Os economistas muitas vezes não conseguem identificar explicitamente as hipóteses que permitem fazer com que os seus modelos funcionem. Esta é provavelmente a razão pela qual tantos economistas retêm um modelo obsoleto da dinâmica da balança de pagamentos.

## **Porque é que o capital realmente flui para os Estados Unidos?**

Há, de facto, duas explicações muito diferentes quanto à razão que leva a que o fluxo de poupanças estrangeiras flua para os Estados Unidos, e cada uma delas tem implicações completamente diferentes:

1. Uma primeira explicação pressupõe que os desequilíbrios comerciais ou de capitais se originam nos Estados Unidos, talvez porque os americanos poupem muito pouco e consomem demasiado, caso em que o resto do mundo responde e se acomoda a estes desequilíbrios. De acordo com esta explicação, os Estados Unidos têm necessidades internas de investimento que não podem ser satisfeitas por poupanças internas, de modo que os americanos devem fazer subir o custo do capital para atrair poupanças externas para financiar a diferença entre o investimento [pretendido] e a poupança [disponível]. Este foi quase certamente o caso durante grande parte do século XIX.
2. Uma segunda explicação pressupõe que os desequilíbrios comerciais ou de capitais se criam no estrangeiro. Pensa-se que os Estados Unidos se acomodam, se adaptam, se moldam a esses desequilíbrios, em parte porque tem mercados de capitais profundamente líquidos com uma governança altamente credível, e em parte por causa do seu papel de amortecedor de choque de capitais do mundo. De acordo com esta explicação, os países com excesso de poupanças - habitualmente, devo acrescentar, por causa de políticas que suprimem o seu consumo interno - têm poupanças que excedem as suas necessidades de investimento interno e devem exportar essas poupanças excedentárias e terem pois excedentes comerciais e evitar o desemprego. Estes países excedentários preferem exportar uma parcela substancial das suas poupanças para os Estados Unidos e, como o fazem assim, forçam o custo do capital a descer.

A primeira explicação — que foi válida para a maior parte da história moderna — pressupõe que a maioria dos fluxos de capital consiste essencialmente em finanças comerciais. A segunda explicação — que provavelmente já era válida

no final do século XIX e que agora se tornou válida novamente desde o final do século XX — pressupõe que a maioria dos fluxos de capital são impulsionados pelos bancos centrais, fundos soberanos, fugas de capital e pelos investidores a gerirem o seu capital. O pressuposto é que estes fluxos de capital representam decisões de investimento independentes baseadas em expectativas de risco e de retornos de capital.

Qualquer que seja a explicação correta, é claro que o mundo deve equilibrar-se em cada momento do tempo. E a menos que acreditemos que o equilíbrio é alcançado por uma coincidência extraordinária em cada ponto no tempo, a causalidade deve fluir num sentido ou noutro. Não há nada na identidade contabilística que nos diga qual o sentido da causalidade que se verifica, mas que a causalidade existe, isso é certo.

É totalmente incorreto supor, no entanto — como a maioria dos economistas implicitamente fazem — que é o resto do mundo que se acomoda automaticamente aos desequilíbrios dos EUA. Poderia facilmente ser o inverso. E eu penso que é muito provável que seja mesmo o inverso que se deve tomar como verdadeiro dado que as taxas de juro geralmente não sobem em paralelo com o aumento dos défices comerciais dos Estados Unidos. As taxas de juros sugerem muito fortemente que o capital não é sugado do exterior para os Estados Unidos mas, pelo contrário, é forçado do exterior para os Estados Unidos.

Mais importante ainda, os fluxos de capitais para os Estados Unidos não consistem apenas em finanças comerciais. Em vez disso, este afluxo consiste essencialmente em decisões de investimento independentes impulsionadas por bancos centrais, fundos de riqueza soberana, fuga de capitais e investidores que gerem o seu capital. Por causa da profundidade e da qualidade de seus mercados financeiros, os Estados Unidos atuam como um investidor de último recurso, absorvendo as poupanças estrangeiras excedentárias que procuram um porto seguro.

Qualquer que seja a explicação que o leitor possa preferir, o que quero salientar é que não estou a afirmar que uma explicação seja verdadeira sobre a outra. Prefiro insistir no facto de que qualquer modelo de comércio internacional deve reconhecer explicitamente que um mundo em que as importações de capitais dos EUA são determinadas no estrangeiro, por países e investidores que procuram gerir as suas poupanças excedentárias, funciona de forma muito diferente de um mundo em que as importações americanas de capitais são determinadas internamente, como um reflexo das taxas de poupança americanas estruturalmente baixas que exigem ao país ter de importar capital estrangeiro.

Neste último caso, Stiglitz estaria correto em argumentar que as políticas que forçam a poupança americana a aumentar devem reduzir a diferença entre investimento e poupança e, por isso mesmo, deve reduzir o déficit da balança corrente. No caso anterior, no entanto, o excedente da balança de capital dos EUA (ou seja, as importações de capital estrangeiro) é determinado pelas condições no exterior que, por sua vez, determinam a diferença entre o investimento e a poupança americana. Neste caso, porque as políticas destinadas a aumentar as poupanças internas não têm nenhum efeito previsível sobre o excedente da balança americana de capital, a diferença entre o investimento e a poupança nos Estados Unidos permanecerá inalterada, assim como o déficit da balança corrente.

### **Será que um aumento da poupança dos EUA levará o investimento a aumentar?**

Para colocar a questão em termos mais simples, assumamos por um momento que os estrangeiros têm \$100 como poupança excedentária que eles decidiram investir nos Estados Unidos. Obviamente, isso cria um excedente na balança de capital [entrada de capital] dos EUA e no montante de \$100 e um déficit correspondente na balança corrente de \$100<sup>3</sup>; Isso também requer

---

<sup>3</sup> Nota de tradutor. Tomemos uma situação no início de um período a que chamamos de t1 e em que vai haver investimento direto estrangeiro nos USA.

Confrontemos então o início e o fim do período já com o investimento estrangeiro materializado para aumentar a produção, aumento este que se produzirá a partir do período t2 nos USA.

Suponhamos que a Toyota, antecipando 500 milhões de lucros no Japão, contrai um empréstimo no Japão desse montante junto da banca a fim de investir nos USA. O banco concede-lhe um crédito desse montante em ienes que são depois trocados em dólares.

Este dinheiro, antecipação dos seus lucros no período é investimento no início de t1 nos Estados Unidos e isto significa dinheiro feito a partir de nada (thin air) a transformar-se em capital produtivo. Considere-se tudo o resto constante.

O investimento americano e feito por americanos é, por hipótese, igual à poupança americana. Neste caso a balança de capitais regista uma entrada de 500 milhões. O investimento total na América aumenta de 500 milhões aos quais não corresponde nenhuma poupança americana americano.

Vejamos o que se passa com a relação (S-I). Esta diferença assumia o valor zero no final do período t0 e assume o valor -500 milhões no final do período t1. Investiu-se pois 500 milhões a mais do que foi gerado pela poupança americana. Porém a poupança corresponde ao valor dos produtos que foram vendidos menos o valor do que foi consumido improdutivamente. Donde, por definição, só pode ser comprado como bens de investimento pelos americanos o que foi produzido e não consumido improdutivamente, ou seja, o valor de S então materializado em bens de investimento. Nada mais pode ser materializado em bens de investimento para além de S. Mas o investimento global (Ia+Ie) materializado nos Estados

que o investimento americano exceda a poupança americana exatamente de \$100.

O que aconteceria se, como propõe Stiglitz, Washington implementasse políticas projetadas para aumentar as poupanças dos EUA em, digamos, \$20? Se os estrangeiros continuassem a direcionar \$100 do seu excesso de poupança para adquirirem ativos dos EUA, a diferença entre o investimento dos EUA e a poupança dos EUA não cairia para \$80, como Stiglitz supõe. Esta diferença ainda permaneceria em \$100, porque essa diferença é determinada pela decisão do exterior de investir \$100 nos Estados Unidos.

Como é possível que a poupança aumente sem se contrair a diferença entre investimento e poupança? Acontece que se Washington fosse implementar políticas projetadas para aumentar a poupança interna dos EUA em \$20, e se a diferença entre investimento e poupança permanecesse em \$100, existem basicamente duas maneiras pelas quais as novas políticas poderiam ser acomodadas (ou alguma combinação das duas):

1. No primeiro caso, o investimento americano subiria de \$20 dado que os americanos tirariam proveito da maior poupança nacional para aumentar o investimento interno. Isto seria verdade se os Estados Unidos fosse um país em desenvolvimento em que o investimento desejado excederia o investimento real, e um país limitado por poupanças internas e externas insuficientes. Nesse caso, as poupanças e os investimentos aumentariam em \$20, e o déficit da balança corrente manter-se-ia inalterado.
2. Mas no segundo caso, se as poupanças são já abundantes e as taxas de juro são baixas, na medida em que todo o investimento desejado foi financiado, o investimento dos Estados Unidos não iria aumentar. Se a diferença entre o investimento americano e a poupança interna permanece inalterada (e o investimento não sobe), então as poupanças não podem aumentar. Isto significa que as políticas projetadas para aumentar o nível

---

Unidos é o Investimento feito por americanos ( $I_a$ ) mais o investimento vindo do exterior, ( $I_e$ ) sendo este último financiado pela entrada de capitais que serve para comprar os bens que constituíram o investimento direto japonês nos USA. A balança de capitais americana apresenta um excedente de 500 milhões e a balança comercial apresenta um déficit de 500 milhões, que corresponde aos bens de investimento aplicados nos Estados Unidos e que não foram produzidos nos USA. A balança de capitais comanda aqui a balança comercial.

Por outro lado, vamos assumir que os japoneses da Toyota compraram via empresas de import-export os 500 milhões de bens do estrangeiro, do Japão mais precisamente para simplificar. As empresas japonesas recebem os 500 milhões de dólares que vendem aos bancos. Os bancos japoneses recebem os 500 milhões de dólares e neutralizam as suas contas em dólares. A Toyota, por sua vez teve os seus lucros de 500 milhões de dólares em ienes com os quais pagou aos bancos o empréstimo feito a partir de nada.

De novo, a balança de capitais comandou a balança comercial.

de poupança dos EUA em \$20 podem somente fazer com que as poupanças aumentem \$20 numa parte da economia e simultaneamente levar a que a poupança de uma outra parte diminua exatamente na mesma quantidade.

Esta é a parte complicada de que quase nunca se fala. As políticas destinadas a aumentar a poupança só o farão se a poupança adicional financiar investimento adicional ou for exportada para o estrangeiro. Caso contrário, estas políticas simplesmente levam a que as poupanças subam num setor da economia e diminuam num qualquer outro, como expliquei em maio de 2017 num texto intitulado "Porque é que um excesso de poupança não aumenta a poupança" <sup>4</sup>.

Há dois pontos importantes a assinalar aqui. Primeiro, se o excedente da balança de capitais dos EUA for determinado por condições no exterior — que é quase certamente o caso — as políticas projetadas para aumentar a poupança dos EUA não terão nenhum impacto sobre o défice comercial dos EUA. Isto porque (contrariamente à opinião convencional), no mundo de hoje, a balança de capital impulsiona a balança comercial, e não o contrário. Novamente, isto pode parecer contra intuitivo mas eu expliquei porque razão este deve ser o caso num texto de fevereiro de 2017 intitulado "Estará Peter Navarro errado sobre o comércio internacional?"<sup>5</sup>

Em segundo lugar, isto não significa que as políticas projetadas para aumentar as poupanças nos EUA não terão qualquer impacto na economia. O que importa é se estas políticas resultam ou não num investimento mais elevado. Se o fizerem, a economia dos EUA fica provavelmente melhor. Esta é a economia básica pelo lado da oferta. Mas se estas políticas não resultam num investimento mais elevado, então é quase certo que a economia dos Estados Unidos ficará pior do que estava.

Antes de explicar porque é que estas políticas deixariam a economia dos EUA em pior situação do que antes, deixem-me explicar porque é que é improvável

---

<sup>4</sup> N.E. Texto publicado na presente série, sob o número 4, em 27 e 28 de setembro, vd. <https://aviagemdosargonautas.net/2018/09/27/a-critica-demolidora-de-michael-pettis-a-teoria-e-a-politica-economica-neoliberal-4-porque-e-que-um-excesso-de-poupanca-nao-aumenta-a-poupanca-1a-parte-por-michael-pettis/> e seguinte.

<sup>5</sup> N.E. Texto publicado na presente série sob o número 8, entre 4 e 10 de Outubro, vd. <https://aviagemdosargonautas.net/2018/10/04/a-critica-demolidora-de-michael-pettis-a-teoria-e-a-politica-economica-neoliberal-8-estara-peter-navarro-errado-sobre-o-comercio-internacional-1a-parte-por-michael-pettis/> e seguintes.

que o investimento venha a aumentar. Num mundo caracterizado por excesso de poupança, é pouco provável que exista uma quantidade significativa de investimento por realizar nos EUA por falta de poupança. Os Estados Unidos precisam de investir em infraestruturas, com certeza, mas a sua incapacidade em fazê-lo é política, não por falta de capitais. Na verdade, o capital está facilmente disponível para qualquer mutuário americano credível (e até para alguns não credíveis) com as taxas de juro mais baixas da história, nada menos do que isso. E, no entanto, ao invés de investir massivamente em projetos produtivos, as empresas americanas (e as da maioria das economias avançadas) recusam levantar dinheiro nos mercados de capitais para investir e, em vez disso, estão sentadas sobre montes de dinheiro para o qual elas parecem incapazes de encontrar utilização produtiva.

### **Aumentar a poupança americana significa maior desemprego ou mais dívida**

É por isso que é provável que as políticas destinadas a aumentar as poupanças dos EUA deixem a economia do país em pior situação. Se Washington fosse cortar o défice orçamental ou reduzir os impostos sobre os ricos, de modo a aumentar a desigualdade de rendimento, o resultado não seria nem um maior nível de investimento interno (como o afirmam os defensores da economia pelo lado da oferta) nem um défice da balança corrente menor (como diz Stiglitz). O resultado seria um desemprego mais elevado ou uma dívida mais elevada.

Porquê? Voltemos ao exemplo anterior. Suponha que Washington põe em prática políticas projetadas para aumentar a poupança dos EUA em \$20. Se os estrangeiros ou as condições no exterior determinam o excedente da balança de capitais dos EUA, não haverá redução no défice comercial dos EUA. Vivendo num mundo de poupanças em excesso significa que não há nenhuma procura de capitais não satisfeita para aplicar em investimento produtivo adicional americano que poderia, teoricamente, ser satisfeita pela existência de um aumento potencial \$20 na poupança, e se não há nenhuma procura de capitais não satisfeita para investimento isso significa que o investimento não pode aumentar.

Mas a diferença entre investimento e poupança deve permanecer inalterada (porque não houve alteração na quantidade de dinheiro que os estrangeiros investiram nos Estados Unidos). Sendo este o caso, as políticas projetadas para aumentar a poupança dos EUA em \$20 inevitavelmente só podem fazer com que as poupanças numa parte da economia aumentem em \$20 ao mesmo tempo que numa outra parte da economia geram uma diminuição da poupança exatamente do mesmo montante. A poupança nacional como um todo não pode

aumentar se o déficit comercial não se contrai ou se o investimento não aumenta.

Como é que podem as políticas que causam um aumento \$20 na poupança americana num setor da economia provocarem igualmente uma diminuição de \$20 de poupanças num algum outro setor da economia? Discuti esta questão já antes, talvez mais extensivamente num texto editado em maio de 2017 (vd. nota 4). Em poucas palavras, essas políticas podem resultar num aumento do desemprego, o que reduz a poupança interna ou então as políticas praticadas podem aumentar a dívida das famílias, reduzindo as taxas de juros, gerando a expansão de crédito ou levando à criação de efeitos de riqueza.

Este é o ponto principal que espero conseguir explicar aqui. As políticas que Washington implementaria para tentar aumentar as taxas de poupança americanas podem ter efeitos muito diferentes sobre a economia americana, alguns benignos, mas alguns muito prejudiciais. O resultado depende das condições subjacentes que estão implícitas nas hipóteses que estão por detrás do modelo de balança de pagamentos que utilizamos. Podemos resumir de um modo geral as hipóteses implícitas e suas consequências da seguinte forma:

1. Se os estrangeiros exportaram capital para os Estados Unidos principalmente para financiar o déficit da balança comercial americana, as políticas projetadas para aumentar a poupança americana fariam com que o déficit comercial americano se contraísse<sup>6</sup>.
2. Se os estrangeiros exportam o capital para os Estados Unidos principalmente para aplicarem o seu excesso de poupanças internas, e se o investimento desejado nos Estados Unidos exceder o investimento real, as políticas projetadas para aumentar o nível de poupança nos EUA farão com que o investimento americano aumente mas não terá nenhum impacto no déficit comercial.
3. Se os estrangeiros exportam capital para os Estados Unidos, principalmente para aplicarem o seu excesso de poupanças internas, e se não há escassez de capital nos Estados Unidos, o que significa que o investimento desejado no país está amplamente em consonância com o investimento efetivo, as políticas projetadas para aumentar a poupança nos EUA não terão nenhum impacto sobre o déficit comercial, mas irão

---

<sup>6</sup> Nota do Tradutor. Com efeito, aumentando a poupança, a investimento dado, diminui a necessidade de financiamento externo e diminuindo este diminui a entrada de capitais e consequentemente diminui o déficit comercial.

causar um aumento do desemprego nos Estados Unidos ou um aumento da dívida.

## **O que pode Washington fazer?**

Então, quais são as implicações políticas se Washington encara com seriedade a redução do déficit da balança corrente? Mais uma vez, depende de quais são as condições subjacentes que se aplicam à situação económica existente.

1. Se os estrangeiros exportaram o capital para os Estados Unidos principalmente para financiar o déficit comercial americano, Washington deve aplicar políticas que forcem ao aumento da taxa de poupança interna se quer reduzir o déficit comercial.
2. Mas se os estrangeiros exportam o capital para os Estados Unidos principalmente para aplicação das suas poupanças internas excedentárias, Washington deve aplicar políticas que tornem mais difícil que os estrangeiros coloquem o excesso das suas poupanças nos Estados Unidos ou políticas que tornem mais fácil aos americanos reenviar estes fluxos para o exterior. Somente reduzindo os fluxos líquidos de capital estrangeiro é que Washington será capaz de reduzir o déficit comercial. (Uma via para que Washington possa ser capaz de reduzir os fluxos de capital estrangeiro seria exigir que os bancos centrais deixem de acumular dólares nas suas reservas, mas sim que acumulem uma moeda sintética que seja apoiado por todas as principais moedas globais - talvez mesmo os Direitos de Saque Especiais (SDR) do Fundo Monetário Internacional.)

Se tenho razão, então não é certo que os Estados Unidos tenham um déficit da balança corrente porque os americanos poupam muito pouco. É exatamente o contrário: os americanos economizam muito pouco porque os Estados Unidos têm um déficit de balança corrente ou porque têm um excedente na balança de capital: as entradas de capital estrangeiro deprimem automaticamente a poupança americana.

Tão contra intuitiva quanto esta conclusão possa parecer, esta é a implicação de pressupostos muito plausíveis sobre o modo como o mundo funciona. A razão pela qual a maioria dos economistas não estão conscientes disso mesmo é simplesmente porque eles não tornaram explícitas as hipóteses que estão subjacentes nos modelos que utilizam. Consequentemente, não reconheceram como é que as mudanças nos mercados globais tornaram obsoletos os seus modelos.

Texto

disponível

em

<http://carnegieendowment.org/chinafinancialmarkets/77009>