

*José Gilberto Scandiucci Filho*¹

A experiência histórica e os livros-texto de economia ensinam que é muito difícil para qualquer economia nacional (com a exceção, talvez, dos Estados Unidos, que emitem a moeda internacional por excelência) conviver por muito tempo com desequilíbrios graves na conta corrente do balanço de pagamentos. O volume crescente de endividamento externo, corolário do excesso de absorção da economia doméstica em relação ao produto interno, conduziria, cedo ou tarde, a dificuldades na captação de recursos internacionais a baixo custo. O país deveria corrigir rapidamente o rumo de suas contas externas, sob pena de assistir a uma corrida contra a sua moeda nacional. A desvalorização da taxa de câmbio, seja estimulada *ex ante* pelas autoridades monetárias, seja o fruto *ex post* da corrida dos mercados internacionais, é o instrumento clássico de correção dos desequilíbrios.

A Espanha tem apresentado, nos últimos anos, volumes crescentes de déficit comercial e de transações correntes. Em 2005, o déficit comercial espanhol atingiu 77,8 bilhões de euros, o que corresponde a cerca de 8,6% do PIB. O déficit das transações correntes do balanço de pagamentos, por sua vez, não terá sido, em 2005, abaixo de 7,5% do PIB (ainda não foram divulgados os números de dezembro). Então a Espanha está à beira de uma crise de balanço de pagamentos?

A resposta a essa questão não pode ser imediata, pois é necessário ter presente um ingrediente adicional na nossa equação: a Espanha é membro da zona euro, isto é, integra uma área monetária mais ampla. Não há qualquer sentido em imaginar uma “crise cambial” na economia espanhola, pois o euro não é apenas a moeda nacional espanhola, mas uma moeda “plurinacional”. O valor do euro responde aos fundamentos e às especulações referentes ao conjunto dos doze países que o adotam e o PIB espanhol não alcança 12% do PIB da zona euro.

Desde o início, o processo de integração européia, ao confundir competências das autoridades nacionais e supranacionais, trouxe interessantes desafios de política econômica. A instituição da união monetária européia (UME) e a conseqüente criação do euro levaram esses desafios ao paroxismo, sobretudo no que se refere à possibilidade de manutenção de desequilíbrios “externos” em países que se encontram dentro das fronteiras da UME. Coube à Espanha o papel de primeiro experimento de déficits graves de transações correntes em uma economia monetária completamente integrada às de seus parceiros. O que deverá ocorrer com a macroeconomia espanhola no médio prazo?

* * * * *

¹ Doutor em Economia pelo Instituto de Economia (IE) da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp), professor do Instituto Rio Branco e diplomata da Embaixada do Brasil na Espanha. As opiniões expressas neste texto são de total responsabilidade do autor e não refletem necessariamente as posições de política externa do Ministério das Relações Exteriores ou de qualquer outro órgão do Governo brasileiro.

A recente divulgação dos principais dados estatísticos referentes ao ano de 2005 permite uma primeira avaliação do recente desempenho da economia espanhola no ano passado. Em linhas gerais, observaram-se a manutenção do ritmo de crescimento da economia espanhola e a redução das taxas de desemprego. Em 2005, o PIB espanhol cresceu provavelmente 3,5% (dado provisório do Banco de Espanha), atingindo o valor de cerca de 900 bilhões de euros. A economia vem há anos crescendo a taxas acima de 2,5%, desempenho que, embora modesto para os padrões asiáticos ou mesmo norte-americano, supera com folga as estatísticas da União Européia, o que tem acarretado a convergência do padrão de vida espanhol à média do continente. Se em 1995 o PIB per capita do país equivalia a 78,3% da média da UE-15 (isto é, o conjunto dos 15 países anterior à acessão, em 2004, dos 10 países do leste europeu), hoje já supera os 90%. A Espanha encontra-se atualmente entre as oito maiores economias do mundo e algumas organizações empresariais já manifestaram a legitimidade do país para ingressar no G-8.

O crescimento econômico tem contribuído para o aquecimento do mercado de trabalho. A taxa de desemprego aberto, outrora a maior preocupação macroeconômica da Espanha (22,1% em 1996), vem caindo sistematicamente (com exceção dos anos 2001-2003) e atingiu 8,4% no terceiro trimestre de 2005. É verdade que o valor relativamente baixo da taxa agregada de desemprego encobre algumas deficiências do mercado de trabalho espanhol, tais como a desigualdade de gênero (entre as mulheres o desemprego é de 11,2%, contra 6,5% para os homens) e a utilização generalizada da figura do “trabalho temporário” como modo de contornar os custos trabalhistas.

O bom desempenho da economia espanhola não tem sido liderado pelos gastos governamentais; pelo contrário, há vários anos o cenário é de ajustamento das contas públicas. As despesas do setor público reduziram-se significativamente entre 1996 e 2001, passando de 43,7% para 38,3% do PIB e estabilizando-se nesse patamar; as receitas, por outro lado, sempre se mantiveram na casa dos 38%. A preocupação com o equilíbrio orçamentário era uma das bandeiras do governo conservador de José María Aznar, mas é interessante notar que a chegada ao poder dos socialistas não acarretou a deterioração das contas públicas. Superando todas as expectativas, Zapatero pôde anunciar um resultado positivo de 1% do setor público consolidado em 2005, estatística jamais atingida por Aznar. É verdade, porém, que os socialistas lograram o bom resultado graças às maiores receitas e não ao corte de despesas. Em 2005, o esforço de arrecadação do Governo Zapatero permitiu arrecadação recorde de 39,4% do PIB, contra 38,3% em 2004; as despesas, por outro lado, mantiveram-se constantes (38,4% do PIB nos dois anos).

* * * * *

Mas nem todos os dados de 2005 revelam-se favoráveis ao Governo Zapatero. A inflação continua a superar a média européia e em 2005 o diferencial ampliou-se: inflação de 3,7% contra 2,1% na zona euro. Os preços na Espanha aproximam-se rapidamente dos preços médios da zona euro, mas é curioso que a convergência não se manifeste de forma gradual: ao contrário, acelera-se no final de sua trajetória. Frente a essa anomalia, muitos analistas temem que a inflação não seja fruto apenas da convergência naturalmente originada pela unificação monetária, mas também uma resposta indesejável a desequilíbrios internos da economia espanhola.

Um dos desequilíbrios mais evidentes pode ser constatado a partir da decomposição setorial do PIB. O ciclo de crescimento da economia espanhola, que se verifica há sete ou oito anos, está assentado sobre o setor de serviços. A indústria de transformação e as atividades agropecuárias revelaram desempenho medíocre sistematicamente em todos os anos. A indústria raramente obtém taxas anuais de crescimento acima de 1% e a agricultura vem observando crescimento negativo, encolhendo suas atividades, mesmo com os subsídios da Política Agrícola Comum. No terceiro trimestre de 2005, por exemplo, quando comparado a igual período do ano anterior, a indústria cresceu 1,0% e o setor de agricultura e pesca 0,9%. Por outro lado, o setor de serviços cresceu 4,0% e a construção civil 6,2%. É notável o papel desempenhado pela construção civil no crescimento do PIB espanhol, o que pode explicar a queda nas taxas de desemprego aberto, visto que se trata de atividade com alto perfil empregador.

Em princípio, seria possível imaginar um cenário no qual a economia espanhola se concentrasse nos setores de serviços, sem que essa característica implicasse maior fragilidade de suas contas externas. Como membro de um mercado comum tão sólido e desenvolvido como a União Européia, à Espanha poderia caber o papel de fornecedora de serviços e, simultaneamente, importadora de bens industriais – da mesma forma que, dentro de um país, algumas cidades cumprem a função de pólo de serviços, sem qualquer atividade manufatureira significativa. O requisito necessário desse cenário hipotético seria o consumo recorrente de serviços por parte dos não-residentes, de forma que a renda gerada no estrangeiro pela exportação de mercadorias do resto da UE para a Espanha retornasse na forma de gastos em serviços. Em outras palavras, dentro de um mercado comum, a especialização de um país em serviços comercializáveis (“*tradables*”) poderia garantir o equilíbrio das transações correntes e, portanto, impedir o endividamento externo crescente.

O cenário acima, contudo, não corresponde à realidade espanhola. Antes de mais nada, é necessário recordar que a UE não constitui um mercado comum perfeito, justamente porque os setores de serviços não estão completamente integrados. Vários setores (serviços financeiros, distribuição de energia, serviços profissionais) contam com limites rígidos de circulação entre os membros da UE, situação que não será significativamente alterada com a recente aprovação da polêmica Diretriz Bolkestein (16/02/2006), tantas foram as emendas restritivas ao seu conteúdo e alcance. Nessas circunstâncias, não deveria a Espanha tentar arriscar estratégia de especialização nos setores de serviços.

Além disso – ou talvez por causa disso –, a conta de serviços é tradicionalmente superavitária no balanço de pagamentos espanhol, mas estabilizou-se na casa dos 22 bilhões de euros desde 2001. O saldo da conta de turismo internacional, que já financiou mais de 100% do déficit comercial, não aumenta há anos e atualmente cobre apenas 35% do desequilíbrio do balanço comercial. É verdade que os ingressos na conta de turismo não cessaram de aumentar, mas o crescimento da renda per capita e a valorização do euro têm incentivado igualmente as viagens de espanhóis ao exterior. As transferências ao exterior aumentam, em função das remessas de imigrantes aos seus países de origem: em 2005, a conta de transferências será provavelmente deficitária (em 1 bilhão de euros), contrariando os resultados positivos históricos, quando os espanhóis no exterior eram muito mais numerosos do que os imigrantes na Espanha.

Frente a esse quadro, observam-se déficits crescentes do balanço de transações correntes, que em 2004 foi de 44,4 bilhões de euros (5,3% do PIB) e em 2005 deverá superar a casa dos 70 bilhões de euros (7,5% do PIB). Volta-se, assim, à pergunta inicial: será sustentável essa situação de endividamento externo crescente?

* * * * *

A união monetária europeia garante à Espanha o financiamento automático dos déficits em transações correntes. As taxas de juros praticadas nos mercados financeiros são praticamente idênticas em toda a zona euro. A liquidez na região depende das taxas básicas fixadas pelo Banco Central Europeu, e não das condições financeiras de um país-membro em particular. Em outras palavras, a oferta de financiamento externo é infinitamente elástica. A reversão do quadro de endividamento crescente espanhol não será ocasionada, portanto, pela redução drástica dos fluxos externos, tal como seria previsível numa economia com moeda própria. Ocorrerá, isso sim, pelas decisões autônomas dos agentes domésticos e para tanto é necessário avaliar: (i) a evolução da produtividade da economia espanhola; e (ii) a estrutura de suas dívidas e de suas correspondentes carteiras de ativos, em particular a sensibilidade de ambas às eventuais variações das taxas de juros. Vejamos.

Déficits prolongados em conta corrente não significam necessariamente que a economia nacional é pouco competitiva. A estrutura das importações poderia, por exemplo, revelar uma alta participação de máquinas e equipamentos de alta tecnologia, o que contribuiria para a modernização do parque produtivo. Nesse cenário hipotético, o déficit exterior poderia ser definido como a contrapartida dos investimentos externos na economia doméstica.

Mas esta não é a realidade espanhola. O fraco resultado da indústria, já citado acima, revela a baixa competitividade da economia, bem como as dificuldades em enfrentar o desafio tecnológico mundial. A produtividade da economia espanhola cresce abaixo na média europeia e, portanto, o diferencial com a UE vem crescendo, ao invés de diminuir. A baixa produtividade da indústria espanhola reflete-se claramente nos resultados da balança comercial, cujos saldos negativos são crescentemente alarmantes. No final das contas, o dinamismo concentrado apenas no setor de serviços e os persistentes déficits comerciais são duas faces da mesma moeda.

O Banco de Espanha publicou interessante estudo recentemente, em que oferece uma estimativa da evolução da produtividade da economia nacional. Os resultados são mostrados na Tabela 1.

TABELA 1. Taxa de crescimento de indicadores de produtividade, média anual (%)

	Produção por ocupado	Produção por hora trabalhada	Produtividade total dos fatores
Total			
1981-1995	2,34	3,12	0,84
1996-2002	0,76	1,35	0,13
Indústria			
1981-1995	2,89	3,44	0,61
1996-2002	0,92	1,04	0,16
Serviços			
1981-1995	1,14	2,07	0,46
1996-2002	0,12	1,04	- 0,10

FONTE: Banco de Espanha.

Como pode ser notado, a taxa média de crescimento da produtividade da economia espanhola é muito baixa, sobretudo nos últimos anos. Nessas circunstâncias, tudo indica que o endividamento externo da economia espanhola, a depender do perfil importado, continuará a crescer.

Mas por quanto tempo persistirá o déficit? É preciso recordar que déficits de transações correntes significam aumento do endividamento externo, o qual, por sua vez, certamente tem por contrapartida o endividamento líquido dos nacionais espanhóis em relação ao sistema financeiro. O país absorve mais do que produz e, portanto, na média, a população necessariamente está se endividando. Viu-se que o setor público tem apresentado resultados superavitários em suas contas, o que contribuiu para a redução sistemática do estoque da dívida pública no mercado. Assim, é o setor privado espanhol que vem acumulando estoques crescentes de compromissos financeiros.

Entre o final de 2002 e o terceiro trimestre de 2005, o estoque de dívida externa das instituições financeiras espanholas passou de 308 bilhões de euros para 515 bilhões; o restante do setor privado aumentou sua dívida externa de 106 para 244 bilhões. No plano interno, o financiamento aos domicílios espanhóis passou de 377 bilhões (dos quais 254 bilhões para habitação) para 640 bilhões de euros (465 bilhões para habitação). São números que mostram um crescimento entre 80% a 120% em três anos.

O processo de endividamento do setor privado espanhol certamente respondeu à brusca redução das taxas de juros, no momento de entrada na união monetária, no ano de 1999. A Espanha estava habituada a taxas de juros relativamente elevadas, na casa dos 8-10%, visto que os mercados internacionais não depositavam sobre a peseta o mesmo grau de confiança atribuído ao marco alemão ou ao franco francês. O euro, por sua vez, já nasceu como uma moeda internacional de elevado prestígio, razão pela qual nunca foi necessário ao Banco Central Europeu aplicar taxas básicas de juros acima de 4,75% ao ano. Para a Espanha, cujas taxas de inflação não convergiram imediatamente à média europeia, o resultado foi um longo período de taxas reais bastante baixas e mesmo negativas. Os espanhóis aproveitaram a conjuntura favorável para aumentar rapidamente os seus gastos, sobretudo no financiamento habitacional. Observou-se um verdadeiro “boom” do mercado imobiliário, cujos preços aumentaram até 35% ao ano, dependendo da região.

Mas é certo que esse quadro não deverá persistir por muito tempo. Em algum momento, os cidadãos espanhóis, ou seus credores domésticos, passarão a se preocupar com o estoque de suas dívidas em relação à sua capacidade de pagamento. Haverá, então, uma tentativa de saldar as dívidas, isto é, de poupar com a finalidade de amortizar os empréstimos passados.

O problema é que nenhuma economia logra, na prática, reduzir seus gastos sem a diminuição simultânea de sua renda. Não parece possível orientar imediatamente a poupança agregada para a produção e exportação de bens comercializáveis. A rigidez da economia real impede a transformação automática da estrutura produtiva e isso é ainda mais verdadeiro no caso espanhol, em que a produtividade da indústria é bastante baixa para os padrões europeus.²

² Uma discussão interessante sobre a “rigidez” da economia real, que impede o desvio automático da diminuição do gasto para o setor externo, pode ser encontrada nos escritos de John Maynard Keynes da primeira metade dos anos 20 sobre o problema das reparações alemãs.

A reversão do comportamento do setor privado poderá trazer, portanto, uma espiral deflacionária de preços e salários, até o momento em que a maior competitividade das mercadorias domésticas permita o aumento do volume exportado e o início do processo de retomada do produto sem aumentar o endividamento líquido dos agentes.

Para agravar essa situação, nota-se que a estrutura de passivos e ativos dos agentes domésticos é amplamente desfavorável a eventuais subidas das taxas de juros. As dívidas são sempre indexadas às variações das taxas de juros, o que significa que seu volume responderia positivamente a pressões contracionistas do Banco Central Europeu. Por outro lado, a maior parte dos ativos espanhóis, contrapartida do endividamento crescente, é representada por imóveis, cujos preços tradicionalmente evoluem inversamente aos movimentos dos juros. Nesse caso, o eventual aumento da taxa básica de juros fragilizaria a estrutura de ativos/passivos do cidadão espanhol, em suas duas pontas.

Em síntese, o argumento aqui é o de que, como membro da zona euro, a correção do desequilíbrio externo da Espanha não deverá ocorrer pelo mecanismo clássico de corte das linhas externas de financiamento, acompanhado de desvalorização cambial. A correção deverá brotar do comportamento autônomo de gasto e de endividamento dos agentes domésticos. Analisando por outro ângulo, verifica-se que o desaparecimento dos instrumentos de política cambial, corolário da união monetária, coloca toda a carga do ajustamento sobre os preços e salários, com custos sociais muito maiores. Os estudos sobre o antigo padrão-ouro devem se retomados, para compreender os verdadeiros efeitos de desequilíbrios externos no seio de uma união monetária.