

DESEQUILÍBRIOS GLOBAIS: UMA ANÁLISE SOBRE SUAS CAUSAS NO CONTEXTO DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

ARTIGO SUBMETIDO ÀS SESSÕES ORDINÁRIAS

Área 5 – DINHEIRO, FINANÇAS INTERNACIONAIS E CRESCIMENTO

Sub-Área – ECONOMIA MONETÁRIA E FINANCEIRA

RESUMO

Este artigo pretende analisar as causas dos desequilíbrios globais e suas consequências para economia mundial. A maior parte das análises concentra-se na ideia de que a causa dos desequilíbrios está na “superabundância global de poupança” (*global saving glut*). A superabundância de poupança seria consequência direta de políticas adotadas deliberadamente por algumas economias emergentes nos últimos anos, particularmente da China. Em contraposição a tese da superabundância de poupança, este trabalho levanta a hipótese de que as causas dos desequilíbrios encontram-se no arranjo financeiro desencadeado após o fim dos acordos de Bretton Woods em 1971, e que se exacerbou nas duas últimas décadas. Sob a chamada globalização financeira, esse arranjo promoveu um temerário boom de ativos e uma excessiva expansão do crédito com consequências negativas sobre a economia real, que foram materializadas na crise financeira de 2008. Será mostrado ainda que tais consequências tornam-se mais evidentes quando se analisa os fluxos brutos de capitais ao invés dos fluxos líquidos.

PALAVRAS-CHAVE: Desequilíbrios globais, globalização, Desregulamentação, crise financeira.

ABSTRACT

The aim of this paper is to analyze the causes of global imbalances and their consequences for the world economy. Most analysis focuses on the idea that the cause of the imbalance is in the "global saving glut". The “saving glut” would be a direct result of policies deliberately adopted by some emerging economies in recent years,

particularly China. In contrast to the savings glut thesis, this study raises the hypothesis that the causes of the imbalances are in the financial arrangement which was triggered after the end of the Bretton Woods agreements in 1971, and was exacerbated in the last two decades. Under the so-called financial globalization, this arrangement promoted a reckless boom in assets and an excessive expansion of credit with negative consequences on the real economy, which were embodied in the 2008 financial crisis. And will be shown further that such consequences become more evident when analyzing gross flows of capital instead of net flows.

KEYWORDS: global economic crisis, global imbalances, financialization.

DESEQUILÍBRIOS GLOBAIS E SEUS IMPACTOS NA ECONOMIA MUNDIAL: UMA ABORDAGEM HETERODOXA

1 - INTRODUÇÃO

Desde o fim dos anos 1990 a economia mundial vem se caracterizando por uma ampliação sem precedentes dos desequilíbrios globais. Não obstante seu declínio durante a crise financeira internacional de 2008, os desequilíbrios ainda permanecem enormes (IMF, 2011). Mas o problema não é novo. Na década de 1980 o debate sobre os desequilíbrios surgiu com força depois da virada na política econômica norte-americana (*Reaganomics*), que resultou na formação de grandes déficits fiscais e na conta de transações correntes, os chamados déficits gêmeos. Naquela ocasião, o acúmulo de déficits comerciais ocorria basicamente com o Japão, e a tese do *hard landing* do dólar passou a ganhar grande repercussão (Belluzzo, 2005). No entanto, ao contrário da situação anterior, quando os desequilíbrios estavam concentrados em um número reduzido de países, agora o problema alcança um conjunto mais amplo, em especial, várias economias periféricas.

Diferentemente da década de 1980 em que a culpa recaía sobre as políticas domésticas dos Estados Unidos, atualmente a mais popular interpretação a respeito dos desequilíbrios globais transfere a responsabilidade para as economias superavitárias do leste asiático. A eclosão da crise em 2008 e suas consequências acirraram esse debate. Vários autores entendem que tais desequilíbrios foram responsáveis pela crise financeira, e alertam que a sua permanência é uma ameaça à recuperação mundial ¹. Mas é o elevado déficit externo dos Estados Unidos, que começou a se formar a partir dos anos 2000, que está por trás da ideia que os desequilíbrios precisam ser solucionados, pois em algum momento a confiança no dólar será abalada e os agentes irão se recusar a continuar financiando os déficits.

Este trabalho levanta a hipótese de que as causas dos desequilíbrios encontram-se no arranjo financeiro que surgiu após a quebra unilateral dos acordos de Bretton Woods

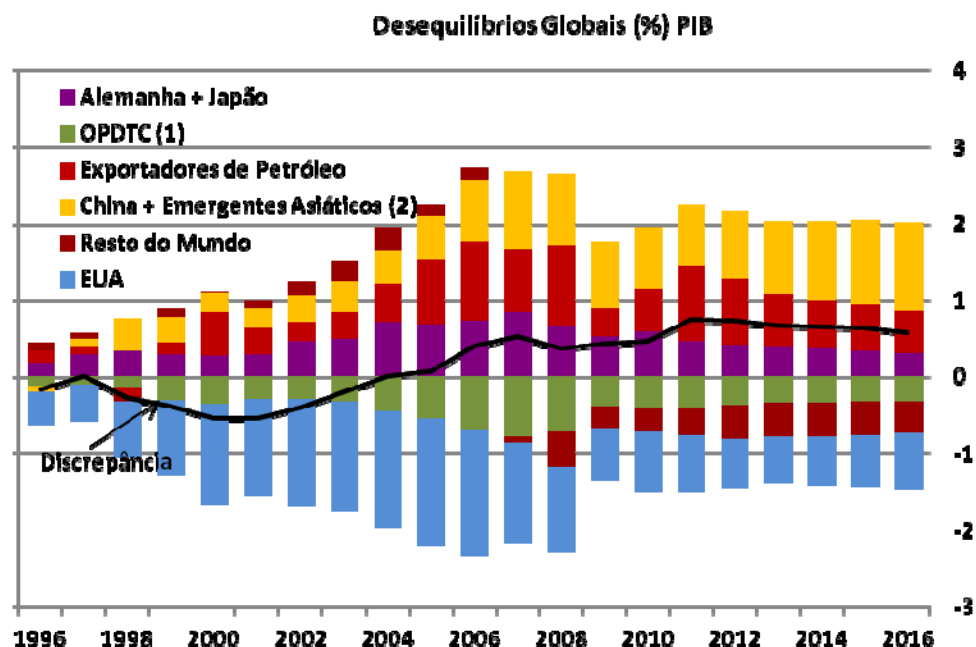
¹ Cf. Obstfeld, e Rogoff (2009), Blanchard e Milesi-Ferretti (2009) e Dunaway(2009).

em 1971 pelo governo norteamericano. Esse arranjo encontrou terreno fértil após a vitória de uma série de governos conservadores nos Estados Unidos e Europa no começo dos anos 1980 e com o fim da guerra fria na década seguinte. As políticas adotadas promoveram um temerário boom de ativos e uma excessiva expansão do crédito com consequências negativas sobre a economia real, que foram materializadas nas diversas crises financeiras nas últimas duas décadas. Portanto, trata-se de um problema estrutural, que não pode ser entendido fora do contexto da globalização financeira

Além desta introdução este artigo está dividido em mais três seções. Na segunda seção discutiremos a tese da superabundância de poupança que se tornou a principal explicação para o fenômeno dos desequilíbrios globais. Na terceira seção descreveremos sucintamente as transformações no sistema financeiro internacional, ocorridas com o advento da globalização financeira, e discutiremos a questão dos fluxos brutos de capitais, argumentando que este é um conceito fundamental para uma explicação mais realista sobre as causas dos desequilíbrios globais. Por fim, na última seção, as considerações finais.

2 – SUPERABUNDÂNCIA GLOBAL DE POUPANÇA

As causas dos desequilíbrios globais foram alvo de intensos debates na última década, e permanecem como uma das principais discussões no âmbito da economia internacional. Em termos gerais, os desequilíbrios globais podem ser conceituados da seguinte forma: o acúmulo de déficits e superávits em conta corrente que surgiram na economia global a partir dos anos 1990, em que alguns países caminham com elevados déficits (Estados Unidos, Reino Unido, Grécia, Itália, Portugal e Espanha), enquanto outros países caminham com elevados superávits (China, Japão, economias do Leste Asiático Alemanha e exportadores de petróleo) (IMF, 2009, p.34).



Fonte: FMI (World Economic Outlook)

Mas ainda que o problema atinja diversos países, na prática o debate está voltado principalmente para dois países nos quais os desequilíbrios estão mais concentrados: Estados Unidos e China. Os Estados Unidos são a maior e mais importante economia do mundo e concentram em termos absolutos os maiores déficits. Por sua vez, segundo várias interpretações, a China é a responsável central pela manutenção desse déficit, principalmente por utilizar sua política cambial de maneira desleal. Aqui trataremos da interpretação sobre as causas dos desequilíbrios globais que ganhou maior repercussão: a tese da “superabundância global de poupança” (*global saving glut*)².

Inicialmente, a explicação mais aceita para o desequilíbrio nas contas externas dos Estados Unidos dizia que esse era o resultado da baixa poupança (excesso de gastos) do governo, das famílias e empresas norte-americanas. A explicação ganhou

² De acordo com Visco (2009), além da tese da “superabundância global de poupança”, no campo ortodoxo/liberal há pelo menos mais duas interpretações principais para essa situação: o “Bretton Woods II” e a acumulação de reservas internacionais devido à falta de alternativas nos mercados financeiros das economias periféricas (*global asset shortage*). Conforme veremos mais à frente, o *global asset shortage* pode ser considerado complementar a tese do excesso de poupança.

força no início da década de 2000, devido aos déficits orçamentários no governo Bush Jr. A ideia foi definida por Summers (2004, p.6):

“In fact, net investment has declined over the last four or five years in the United States, suggesting that all of the deterioration of the current account deficit can be attributed to reduced savings and increased consumption rather than to increased investment”.

Mais tarde o próprio Summers em palestra realizada em 2006 abandonou a ideia da baixa poupança como explicação principal para o fenômeno. O problema é que, segundo a teoria ortodoxa, uma baixa taxa de poupança implicaria em alta taxa de juros. Porém, as taxas de juros mundiais permaneciam baixas.³

“Real interest rates globally are low not high from a historical perspective. If the dominant impulse explaining global events was delinching U.S. savings, one would expect abnormally high real interest rates, as with the twin deficits in the 1980s, not abnormally low real interest rates” (Summers, 2006, p.6).

O atual presidente do Fed (Banco Central dos Estados Unidos), Ben Bernanke, é um dos principais proponentes da tese da superabundância global de poupança. Na realidade foi através de um famoso discurso proferido em 2005 que Bernanke, na época governador do Fed, levantou a hipótese que depois passou a fazer parte da maioria das discussões sobre o assunto. No discurso ele afirmou que os constantes déficits em transações correntes dos Estados Unidos, devido a sua magnitude,⁴ não poderiam ser explicados somente por fatores domésticos (queda na poupança pública e privada dos agentes norteamericanos), mas principalmente por eventos ocorridos na economia mundial.

Segundo Bernanke, na década de 1990 aconteceu uma combinação de forças que criou um aumento da oferta de poupança mundial que poderiam explicar tanto os déficits em transações correntes dos Estados Unidos como as relativamente baixas taxas de juros de longo prazo no mundo (Bernanke, 2005). Uma dessas forças está no envelhecimento da população em alguns países desenvolvidos, motivo importante para ampliação da poupança global. A outra razão provém do forte aumento no preço do

³ Segundo Catão e Mackenzie (2006), as taxas de juros baixas atualmente não são anormais quando observado sob uma perspectiva histórica, Cf. também Macfarlane (2005).

⁴ Em 2006 alcançou a marca recorde de 6 % do PIB, segundo o FMI (IMF, 2011).

petróleo no mercado internacional, uma vez que favoreceu diretamente as nações exportadoras que, na sua maioria, são economias em desenvolvimento. No entanto, o comportamento da poupança nesses países e o aumento no preço do petróleo, ainda que importantes, não explicam a maior parte do aumento da poupança global.

A superabundância de poupança seria consequência direta de políticas econômicas deliberadas adotadas a partir de 1996 por algumas economias periféricas, com dois objetivos principais⁵: i) aceleração do crescimento induzido por exportações e; ii) a acumulação de reservas internacionais. Bernanke (2005) entende que essas mudanças são consequência da série de crises financeiras ocorridas durante os anos 1990. As reservas internacionais serviriam como forma de auto-seguro contra futuras crises⁶. De acordo com Blanchard e Milesi-Ferretti (2009), seja como forma de auto-seguro ou para aumentar as exportações, estas são estratégias que provocam distorções sistêmicas na economia mundial e precisam ser evitadas.

A questão central é que o excesso de poupança nos mercados emergentes é depositado nas economias avançadas, principalmente nos Estados Unidos, provocando déficits em transações correntes e depreciando as taxas de juros de longo prazo. Além disso, o excesso de poupanças induz a uma expansão temerária do crédito com graves consequências à estabilidade econômica. Assim, a estratégia de algumas economias periféricas criou, no início do século XXI, um novo padrão nas relações internacionais, em que a economia mais avançada do mundo é também receptora líquida de capitais⁷. Essa condição é a responsável pelas turbulências na economia mundial e pela desvalorização do dólar (Wolf, 2009).

Contudo, Bernanke (2007) avaliava que existiam motivos para crer que os desequilíbrios globais não eram necessariamente um problema, pelo menos no curto prazo. Em primeiro lugar, porque se tratava, em grande medida, de um fenômeno de

⁵ De acordo com Macfarlane (2005), o nome mais apropriado seria “falta de investimento”, “(...) because there has not really been an increase in world savings, only a distribution”. Cf. também Wolf (2009, p.66).

⁶ Blanchard e Milesi-Ferretti (2009, p.10), sugerem que, no caso da China, em razão do montante extraordinário de reservas acumuladas, é difícil justificar a decisão de acumular reservas apenas por motivos de segurança.

⁷ Vale observar que os Estados Unidos vêm operando com déficits em transações correntes desde o começo dos anos 1970. Apenas em 1991 o déficit foi revertido, mas voltaram a incorrer nos anos seguintes.

mercado e, no caso específico dos Estados Unidos, os desequilíbrios refletiam a capacidade de atração do seu sistema financeiro⁸. E ainda que alguns governos intervenham nos mercados cambiais e invistam parte dos seus lucros nos Estados Unidos, “the supply of capital from foreign governments is not as large as that from foreign private investors”(Bernanke, 2007). Em segundo lugar, do ponto de vista das economias do leste asiático que sofreram crises financeiras na segunda metade dos 1990s, os desequilíbrios significavam aumento das exportações e, conseqüentemente, recuperação do emprego e da renda. Por outro lado, por conta dos déficits comerciais, os Estados Unidos assistiram sua demanda agregada aumentar sem que houvesse pressões inflacionárias. Por último, apesar do elevado déficit em transações correntes não ser sustentável indefinidamente, os passivos externos ainda não eram um grande peso para os Estados Unidos (Bernanke, 2007).

Todavia, no longo prazo, Bernanke apontava que, devido ao tamanho dos déficits externos, chegará o momento em que os investidores preferirão não mais financiar os Estados Unidos. Ou seja, necessariamente ocorrerá um ajuste no futuro que provavelmente causará perturbações à economia mundial, e que será tanto maior quanto mais tempo perdurar os desequilíbrios globais (Bernanke, 2007).

Portanto, algumas medidas deveriam ser tomadas a fim de reordenar gradualmente a economia mundial. A principal delas: a redução dos déficits em transações correntes dos Estados Unidos deveria acontecer por meio de uma modificação na política econômica dos países superavitários, que então forçasse a diminuição de suas poupanças (Bernanke, 2007). De acordo com Bernanke, medidas nesse sentido incluiriam reformas no setor financeiro, aumento considerável dos gastos do governo em infra-estrutura, no meio ambiente, segurança social e valorização do câmbio⁹. No caso específico da China, isso implicaria em eliminar (ou reduzir) os

⁸ Quanto à especialidade dos mercados financeiros norteamericanos, Krugman (2008) afirma que a crise das hipotecas *subprime* demonstrou que tais mercados são caracterizados menos pela sofisticação e mais pelo sofisma. Realmente, é bastante questionável a conclusão de Bernanke (2007) de que um dos atrativos do mercado financeiro norteamericano esteja nas suas salvaguardas legais, quando se tem vista as recorrentes falhas de regulação dos últimos anos. Provavelmente um dos principais atrativos esteja justamente na falta de regras que elevam a rentabilidade, apesar dos maiores riscos envolvidos (Serrano, 2008, p.115). Algo que, aliás, o próprio Bernanke veio a reconhecer (Rampell, 2010).

⁹ Na visão de Dunaway (2009, p.10), a política cambial chinesa exerce uma influencia negativa sobre os demais países do leste asiática, pois estes são obrigados a manter suas moedas desvalorizadas em

controles de capitais, algo semelhante ao que aconteceu com o Japão na segunda metade dos anos 1980s quando aceitou valorizar o ien após as pressões do governo norteamericano (Tavares e Belluzzo, 2004, p.132).

A hipótese de que um ajuste é inevitável, e que poderá trazer consequências imprevisíveis, é compartilhado por vários autores, entre eles Knight (2006), Wolf (2009) e Bergsten (2007). Este último, por exemplo, chegou a afirmar que, “The huge and growing international trade and current account imbalances centered on the US external deficits and net debtor position, represent the single greatest threat to the continued prosperity and stability of the United States and world economies” (Bergsten, 2007).

Por outro lado, Cooper (2005 e 2006), discorda de que a solução estaria na diminuição da poupança dos países superavitários. Em primeiro lugar porque o excesso de poupança é estrutural devido ao processo de envelhecimento em sociedades ricas, como a Alemanha e Japão¹⁰. Além disso, segundo Cooper (2005), a possível valorização cambial dos países superavitários, além de não atenuar os desequilíbrios globais, ao contrário, poderia precipitar uma crise financeira internacional. Deste modo,

“If the dollar declines significantly, as many analysts suggest it must, leading to significant declines in the export competitiveness of key surplus countries, we are likely to see an increase, not a reduction, in the propensity to save in those countries, as well as decline in investment” (Cooper, 2005, p.3).

Os Estados Unidos atraem a poupança do resto do mundo, ainda que com retornos menores, porque possuem um mercado financeiro menos volátil, mais seguro e desenvolvido que os mercados emergentes (Cooper, 2005, p.4). Ou seja, não é surpresa que o mundo invista 10% ou mesmo 15% de suas poupanças em ativos norteamericanos, o que sugere que seus déficits em transações correntes permanecerão ainda por um longo tempo.

resposta a pressão competitiva da China. Na realidade, “a moeda chinesa transformou-se, assim, em um símbolo da concorrência desleal dos novos capitalismos asiáticos que se desenvolvem sem respeitar as regras do jogo do compromisso neoliberal”. (Brunhoff, 2005, p.82).

¹⁰ Vimos anteriormente que Bernanke (2005) concorda que parte do excesso de poupança decorre do envelhecimento da população, mas não explica a maior parte desse aumento.

Entretanto, Borio e Disyatat (2011), Borio (2011) e Bibow (2008) chamam a atenção para as inconsistências de dois elementos da tese: i) a presunção de que os fluxos líquidos de capitais dos países com superávits em transações correntes contribuíram para que os países deficitários financiassem um boom de crédito doméstico e; ii) que um aumento da poupança nos países superavitários deprime as taxas de juros mundiais, particularmente nos ativos denominados em dólar, os preferidos para os investimentos dos países superavitários.

Em relação ao primeiro elemento, os autores lembram que a conta de transações correntes e os fluxos líquidos de capitais revelam pouco sobre o financiamento. Eles expõem alterações nos ativos líquidos de um país decorrentes do comércio de bens e serviços. Porém, omitem as modificações nos fluxos brutos de capitais (entradas mais saídas), incluindo todas as transações que envolvem apenas ativos financeiros, nas quais constituem a maior parte da atividade financeira entre os países (sobre este ponto voltaremos mais adiante). Some-se a isso que, a conta de transações correntes mostra muito pouco sobre o papel que um país desempenha como tomador ou prestador de recursos. Nem até que ponto seus gastos com investimentos são financiados por fontes externas e sobre o impacto dos fluxos de capitais nas condições financeiras domésticas (Borio e Disyatat, 2011; Borio, 2011). Por último, ainda podemos incluir: tampouco releva a capacidade que o país tem em sustentar seu déficit externo.

Quanto ao segundo elemento, está subjacente na tese da superabundância de poupança que as taxas de juros são formadas através de fluxos de gastos sustentados por fatores reais, na forma de propensão a poupar e investir. Conhecida como “teoria dos fundos emprestáveis”, em nenhum momento essa teoria representa de maneira realista a determinação das taxas de juros nos mercados financeiros (Bibow, 2008, p.17). Mas segundo a tese do excesso de poupança é ela que explica porque as taxas de juros estão deprimidas no mundo: um aumento da poupança nas economias periféricas inundou o mercado financeiro internacional, resultando em excesso de poupança sobre o investimento no mercado. Borio e Disyatat (2011, p.20) lembram que as taxas de juros de mercado refletem fatores monetários e financeiros. Elas são o resultado da interação entre a política de juros adotada pelo banco central, as expectativas do mercado sobre as

taxas de juros futuros e os prêmios de risco que, por sua vez, são influenciados pela oferta de ativos financeiros e preferências dos agentes econômicos¹¹.

3 – SOBRE O PAPEL DAS FINANÇAS NOS DESEQUILÍBRIOS GLOBAIS

Uma visão alternativa sobre as causas dos desequilíbrios globais precisa levar em conta algumas características fundamentais do movimento de expansão do capitalismo mundial ocorrido nas últimas décadas. Essa expansão, denominada por vários autores de globalização financeira¹², tem origem entre o final dos anos 1960 e começo dos 1970. A emergência do Euromercado, o fim dos acordos de Bretton Woods em 1971 e a adoção do regime de câmbio flutuante a partir de 1973 podem ser considerados como acontecimentos símbolo dessa nova era (Belluzzo, 1997). Deste modo, em contraste com a tese da superabundância de poupança, autores como Borio e Disyatat (2011), Borio (2011), Shin (2012), Johnson (2009) e Belluzzo (2005), buscam explicar o fenômeno dos desequilíbrios globais a partir de uma perspectiva que coloca o *modus operandi* do atual do sistema financeiro internacional em evidência.

Com a ascensão de governos conservadores, na Inglaterra com Margaret Thatcher em 1979 e nos Estados Unidos com Ronald Reagan em 1980, foi dado o grande impulso no rumo da globalização financeira. Acompanhada de uma virada para uma ideologia antiestado e um retorno da confiança na capacidade auto-reguladora do mercado, o capital financeiro, a mais geral e abstrata da riqueza capitalista, ganhou status permanente na valorização e expansão do capital. A ampliação dos déficits gêmeos dos Estados Unidos na primeira metade da década de 1980 cumpriu papel central nesse processo ao dotar os agentes privados em todo mundo de títulos de grande liquidez e de reserva universal (Belluzzo, 2005).

¹¹ Aqui não é o caso de analisarmos com maior profundidade os problemas teóricos com o conceito de poupança externa. Mas vale a pena destacar que a ideia de que déficits em transações correntes é o resultado das decisões de investir ou de poupar é incorreta. Na realidade, contabilmente o conceito de poupança externa mede unicamente o déficit em transações correntes da economia como um todo, e nada mais. Nesse sentido o próprio conceito é equivocado, uma vez que parte do déficit é constituída por remessas de juros e lucros, que não acrescem poupança a economia. Cf. Serrano (2000) e Tavares (1982).

¹² Cf., por exemplo, Frenkel (2003), Chesnais (1998 e 2005) e Ferrari Filho e Paula (2004).

A desregulamentação financeira desencadeada durante esse período trouxe uma profunda transformação nos sistemas financeiros das economias avançadas. As medidas seguidas pelos governos conservadores puseram fim aos controles sobre movimentos de capitais, entendidas como fundamentais no antigo sistema de Bretton Woods. Outras medidas foram aprovadas com o objetivo de dismantelar regulamentações monetárias e financeiras internas que vigoravam desde o período entre guerras, “cuja primeira consequência, no começo da década de 1980, consistiu na rápida expansão dos mercados de bônus interligados internacionalmente” (Chesnais, 1998, p.25).

A desregulamentação ensejou a criação de novos instrumentos financeiros numa velocidade jamais vista. O mercado financeiro internacional inseriu-se na busca de novas formas de expandir os serviços financeiros em decorrência da diminuição das restrições às atividades das instituições. Uma grande parte das decisões de investimento empresarial passou a ser realizada dentro do espírito especulativo de curto-prazo (Scholte, 2005, p.168).

A alta mobilidade de capitais e a inexistência de uma instituição com instrumentos capazes de coordenar o sistema monetário e financeiro internacional fez com que o sistema de taxas de câmbio flutuante se caracterizasse por forte instabilidade. Isto se revela no brutal aumento das operações financeiras sobre as moedas e no desenvolvimento de novos instrumentos financeiros para cobertura de riscos, especialmente os chamados derivativos, ligadas à variação das moedas e juros. Os derivativos permitem aos agentes a eliminação de riscos decorrentes das oscilações de preços dos ativos financeiros ao transferir os riscos para outros agentes, garantindo um aumento da previsibilidade (Farhi, 2001).

Todavia, de forma contraditória, os mercados de derivativos servem à especulação realizada através de apostas nas variações de câmbio, de preços e de taxas de juros, e também porque facilitam o acesso ao mecanismo de alavancagem. Consequentemente, o risco de crises sistêmicas se elevou bastante, já que os agentes podem operar com um volume extraordinariamente maior de recursos que os disponíveis à vista e pela capacidade de acentuar a volatilidade dos ativos. Em momentos de forte instabilidade os agentes tendem a diminuir sua alavancagem e liquidarem posições em diferentes mercados. De tal modo, a generalização desses instrumentos financeiros modificou a configuração das crises financeiras, trazendo

sérias implicações para o ajuste do balanço de pagamentos dos países (Farhi, 2001, p.56).

Um dos aspectos cruciais desse ambiente de excessiva volatilidade é constituição do chamado “sistema financeiro sombra” (shadow bank system). Esse sistema é formado por entidades como bancos de investimentos e fundos de *hedge*, que são sustentadas por instituições financeiras e mantidas fora de seus balanços. De acordo com Morris (2008, p.37), no começo de 2007 o volume de empréstimos dos “bancos sombra” era maior que todo o sistema bancário tradicional dos Estados Unidos. Um sistema que, deve-se ressaltar, sequer presta contas as autoridades reguladoras¹³.

Outra questão central a ser destacada refere-se ao conceito de fluxos brutos de capital. Isto porque conforme Johnson (2009), a análise dos fluxos líquidos tende a evidenciar a contribuição de países como a China, que mantém elevados superávits em transações correntes, para formação dos equilíbrios globais.

O aumento dos fluxos brutos de capitais na economia mundial nas últimas décadas provocou um desligamento dos fluxos de capitais com as necessidades de financiamento dos desequilíbrios na conta de transações correntes dos países (Carneiro, 1999, p.63; BIS, 2011). Ou seja, mesmo aqueles países que estejam com a conta de transações correntes em equilíbrio podem receber fluxos de capitais de grande magnitude. Por isso, os fluxos brutos de capitais é um indicador sobre a integração financeira que permite um exame mais confiável sobre a economia mundial ao invés dos fluxos líquidos adotado na maioria das análises (Das, 2010, p.170; Johnson, 2009; Shin, 2012; Borio e Disyatat, 2011). De tal modo, quando se verifica que são os fluxos brutos de capitais que dominam as mudanças no balanço de pagamentos, desenha-se um quadro mais claro sobre as reais causas dos desequilíbrios globais.

Seguindo Johnson (2009), Shin (2011) e Borio e Disyatat (2011) é possível levantar alguns pontos fundamentais que se contrapõem a hipótese do excesso de poupança. Em primeiro lugar, deve-se observar que a enorme expansão dos fluxos brutos de capitais nas últimas duas décadas, ocorreu principalmente entre as economias

¹³ A formação do sistema financeiro sombra foi a maneira que os bancos encontraram para aumentar suas operações sem precisar reservar os coeficientes de capital requeridos pelos Acordos de Basiléia. Cf. Cintra e Farhi (2008).

avanzadas¹⁴. Ainda que a participação no comércio das economias centrais tenha se reduzido, a participação nas transações financeiras aumentou apesar da crise financeira global em 2008.

Por outro lado, a conta de transações correntes dos Estados Unidos não jogou papel fundamental na entrada de fluxos de capitais antes da crise financeira: os fluxos brutos de capitais que entraram e saíram dos Estados Unidos foram muito maiores que o déficit em transações correntes. Como pode-se observar na tabela abaixo, em 2007, os Estados Unidos receberam US\$ 2.064,6 trilhões. Ou seja, muito superior ao déficit em transações correntes que foi de US\$ 710 bilhões.

(Tabela 1) Financial Inflows, Excluding Financial Derivates (US\$ bilhões)

	2007	2008	2009	2010
Total	2.064,6	431,4	335,8	1.245,7
Official	481,0	554,6	437,3	349,7
Private	1.583,6	-123,2	-144,4	896,0
Direct investment	221,2	310,1	158,6	236,22
Securities	672,2	-2,7	-10,9	376,8
U.S Treasuries	66,8	162,9	-14,9	256,4
Other Securities	605,4	-165,6	4,0	120,4
U.S currency	-10,7	29,2	12,6	28,31
Reported by U.S. banks	517,6	-428,3	-317,1	177,1
Other nonbank	183,2	-31,5	12,4	77,4

Fonte: Bureau of Economic Analysis (2011)

¹⁴ Os fluxos brutos de capitais passaram de algo em torno de 10% do PIB mundial em 1998 para 30% em 2007 (Borio e Disyatat, 2011, p.13). De acordo com Lane and Milesi-Ferretti (2008, p.3), a criação do euro foi um fator importante pelo crescimento das transações financeiras entre as economias centrais, já que eliminou o risco cambial entre os participantes da área do euro.

(Tabela 2) Transações Correntes – EUA (US\$ bilhões)

1999	-301.653	2005	-745.773
2000	-416.342	2006	-800.621
2001	-396.596	2007	-710.304
2002	-457.245	2008	-677.134
2003	-519.097	2009	-376.551
2004	-628.521	2010	-470.898

Fonte: FMI (World Economic Outlook)

Assim sendo, ainda que os Estados Unidos não apresentassem déficits em transações correntes o fluxo de capitais para o país teria sido bastante considerável. Isto não acontece por acaso, pois decorre da capacidade do seu sistema financeiro, o mais líquido e profundo do mundo e sua atuação “como prestamista e devedor de última instância” (Belluzzo, 1997, p.188). Ademais, a Europa foi a principal fonte de capitais para os Estados Unidos¹⁵, principalmente o Reino Unido, e não a China, o Japão e outras economias periféricas como sugere a tese da superabundância de poupança.

É também importante avaliar a origem dos fluxos financeiros: se são de fontes oficiais ou de investidores privados. Embora a discussão dos desequilíbrios globais tenha enfatizado o papel das fontes oficiais de recursos (principalmente do governo chinês), a maior parte dos influxos brutos de capitais para os Estados Unidos tem origem no setor privado. Por exemplo: dos US\$ 2.064,6 trilhões que os Estados Unidos receberam em 2007, US\$ 1.583,6 trilhão foi de investidores privados (Tabela 1).

De fato, a análise dos fluxos líquidos não capta possíveis rompimentos dos empréstimos bancários entre os países, nem prevê corretamente quais as fontes de tensões. Fluxos de capital de grande magnitude precisam ser acomodados pelo país, o que pode afetar gravemente o sistema financeiro nacional, não obstante em termos líquidos, os capitais que permanecem no país não pareçam muito significativos. E quanto menos regulado, mais dramática tende a ser as consequências. Além disso, os

¹⁵ Em 2006 o déficit do Reino Unido alcançou 3,4% do PIB (IMF, 2011).

fluxos líquidos também podem esconder grandes discrepâncias em termos de composição, como por exemplo, em relação ao volume de investimento externo direto e de investimento em portfólio, além de outras características dos fluxos de capitais, como por exemplo, a maturidade e a composição de moedas.

O exame sobre os fluxos brutos de capitais após a crise mostra seu caráter errático. Em 2008 houve uma ligeira queda nos desequilíbrios globais, porém os fluxos brutos diminuíram fortemente, sobretudo pela contração dos fluxos nas economias avançadas. Após a intensa retração em 2008 e 2009, já em 2010 os Estados Unidos atraíram um fluxo bruto de US\$ 1.245,7 trilhão, enquanto sua conta transações registrou um déficit de “somente” US\$ 470,9 bilhões. Todavia, deve-se ressaltar que, em nenhum momento o papel do dólar como moeda de reserva internacional foi colocado em dúvida. O temor do FMI, e de vários analistas, que uma crise poderia suscitar um ajustamento abrupto e desordenado em consequência de uma forte redução na demanda por títulos norteamericanos, provocando um brusco realinhamento da taxa de câmbio (*disruptive adjustment*), não ocorreu (IMF, 2006). Ao contrário, no auge da crise do *subprime* houve um forte aumento da demanda por títulos norteamericanos e valorização do dólar.

De qualquer forma, o que precisa ser sublinhado é que quando o foco da análise passa a ser os fluxos brutos ao invés da conta de transações correntes, os fatores financeiros ganham proeminência. A questão passa a ser o que sustenta os desequilíbrios globais. Nesse sentido, ao invés de “excesso de poupança”, Borio e Disyatat (2011) e Shin (2012), sugerem que há um “excesso de elasticidade” no sistema monetário e financeiro internacional¹⁶. Em termos gerais é a elevada “elasticidade” dos mercados financeiros globais que estimula a expansão desenfreada do crédito, a inflação de ativos e o endividamento de empresas e famílias. Fracas restrições provocam uma elasticidade excessiva no mercado financeiro, com booms de crédito e endividamento que a qualquer momento podem se tornar insustentáveis¹⁷.

¹⁶ Borio e Disyatat (2011, p.24) definem excesso de elasticidade como: “the degree to which the monetary and financial regimes constrain the credit creation process, and the availability of external funding more generally”. Shin (2012) denomina esse excesso de elasticidade de *global banking glut*, em contraposição ao *global saving glut*.

¹⁷ Isto não era considerado problema para o Fed, pois o endividamento crescente das famílias e das empresas, segundo Greenspan (2008, p.333), caminha de mãos dadas com o progresso.

Nesse cenário, acirrou-se a concorrência entre as instituições financeiras na busca de novos clientes em qualquer parte do mundo. A intensa transferência de ativos de um país ao outro, que não é captado pela conta de transações correntes (Shin, 2012), leva a intensa volatilidade das taxas de câmbio com todas as consequências sobre o balanço de pagamentos. Entre as consequências está os desequilíbrios globais, tendo o déficit em transações correntes dos Estados Unidos cada vez mais um caráter estrutural. Em períodos de crescimento da economia norteamericana esses desequilíbrios tendem a se agravar e a reduzir-se em períodos de recessão. Mas os desequilíbrios continuarão a fazer parte da economia global, assim como as recorrentes crises financeiras.

4 - CONCLUSÃO

A discussão sobre os desequilíbrios globais, tendo como tese mais aceita o excesso de poupança, esconde as causas principais das turbulências que a economia mundial vem sofrendo há pelo menos três décadas. Essa tese responsabiliza determinadas economias periféricas, secundariza o papel dos Estados Unidos e de outras economias desenvolvidas nos desequilíbrios globais e isenta o Fed por possíveis erros na condução da política monetária. Por sua vez, o maior peso ajuste recai sobre os países superavitários, particularmente sobre a China.

Entretanto, a origem dos desequilíbrios globais está nos mecanismos desenvolvidos no sistema financeiro internacional e na posição desfrutada pelos Estados Unidos no sistema monetário internacional, dois acontecimentos que se encontram interligados. O sistema financeiro norteamericano fornece liquidez ao sistema, enquanto atrai capitais de todo mundo em busca de valorização e segurança. Entre as consequências desse processo estão os desequilíbrios globais. Trata-se de um fenômeno intrínseco a atual estrutura do sistema, por isso não pode ser solucionado sem que se coloque um freio no “excesso de elasticidade” alcançado.

5 - BIBLIOGRAFIA

BELLUZZO, Luiz Gonzaga (2005). “O dólar e os desequilíbrios globais”. *Revista de Economia Política*, vol. 25, nº 3 (99), julho-setembro.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga (1997). Dinheiro e as Transfigurações da Riqueza. In: TAVARES, Maria da Conceição e FIORI, José Luís (org). *Poder e Dinheiro: Uma Economia Política da Globalização*. Rio de Janeiro: Vozes.

BERGSTEN, Fred (2007). The Current Account Deficit and the US Economy. Testimony before the Budget Committee of the United States Senate, February 1. Disponível em: <http://www.iie.com/publications/testimony/testimony.cfm?ResearchID=705>>. Acesso em: 09/03/2011.

BERNANKE, Ben (2005). The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>>. Acesso em: 15/09/2010.

BERNANKE, Ben (2007). Global Imbalances: Recent Developments and Prospects. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070911a.htm>>. Acesso em: 20/06/2010.

BIBOW, Jörg (2008). “The International Monetary (Non-) Order and the ‘Global Capital Flows Paradox’”. The Levy Economics Institute and Skidmore College, april.

BIS (Bank for international settlements) (2011) BIS Annual Report 2010/11. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2011e.htm>>. Acesso em: 05/02/2012.

BORIO, Claudio (2011). “Did global imbalances cause the financial crisis?” VOX - Research-based policy analysis and commentary from leading economists. Disponível em: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6795>>. Acesso em: 11/08/2011.

BORIO, Claudio e DISYATAT, Piti (2011). “Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?” BIS Working Papers, nº 346, may. Disponível em: www.bis.org/publ/work346.pdf>. Acesso em: 15/11/2011.

BLANCHARD, Olivier e MILESI-FERRETTI, Gian Maria (2009). “Global Imbalances: In Midstream?”. *IMF*, Research Department, Dec.

BURGER, John *et al* (2009). “Global Financial Stability and Local Currency Bond Markets”. Disponível em: http://faculty.darden.virginia.edu/warnockf/BWW_2009.pdf>. Acesso em: 05/06/2010.

CABALLERO, Ricardo (2006). “On the Macroeconomics of Asset Shortages”. NBER Working Paper’s n.12753, Cambridge. Disponível em: http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/cbc4/Caballero_paper.pdf>. Acesso em: 20/02/2011.

CARNEIRO, Ricardo (1999). “A globalização financeira: origem, dinâmica e perspectivas”. Texto para discussão, IE/Unicamp, nº90, out.

CATÃO, Luis e MACKENZIE, George (2006). “Perspectives on Low Global Interest Rates”. *IMF Working Paper*, mar.

CHESNAIS, François (1996). *A mundialização do capital*. Tradução por Silvana Finzi Foá. São Paulo: Xamã.

CINTRA, Marcos Antônio Macedo e FARHI, Maryse (2008). “A crise financeira e o global shadow banking system”. *Novos Estudos, CEBRAP*, nº 82.

COOPER, Richard (2005). “Living with global imbalances: a contrarian view”. Policy Briefs in international economics. *Institute for International Economics*. Disponível em: <<http://www.iie.com/publications/pb/pb05-3.pdf>> Acesso em: 15/09/2009.

COOPER, Richard (2006). “Understanding global imbalances”. Disponível em <http://www.weforum.org/pdf/initiatives/IMCP_RichardCooper.pdf>. Acesso em: 15/09/2009

DAS, Dilip K. (2010). *Financial globalization: growth, integration, innovation and crisis*. New York: Palgrave Macmillan.

DUNAWAY, Steven (2009). “Global Imbalances and the Financial Crisis”. *Council on Foreign Relations*. Council Special Report, Nº 44, Mar. Acesso em: 10/02/2011. Disponível em: <http://www.cfr.org/publication/by_type/journal_article.html>.

FARHI, Maryse (2001) “Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial”. *Revista Economia e Sociedade*, No. 17. Campinas: IE/Unicamp, p. 55-79.

FERRARI FILHO, Fernando e PAULA, Luiz Fernando (orgs) (2004). *Globalização Financeira: Ensaio de Macroeconomia Aberta*. Petrópolis: Vozes.

FRENKEL, Roberto (2010). “Tres notas sobre las economías de mercado emergente y la crisis financiera internacional”. Iniciativa para la Transparencia Financiera, Lectoria nº 37 September. Disponível em: <<http://www.itf.org.ar/pdf/lecturas/lectura37.pdf>>. Acesso em: 12/03/2011.

FRENKEL, Roberto (2003). “Globalización y crisis financieras en América Latina”. *Revista de Economía Política*. São Paulo, vol.23, nº 3 (91), jul-set.

GREENSPAN, Alan (2008). *A era da turbulência: aventuras de um novo mundo*. Rio de Janeiro: Campus.

IMF (2011). *World Economic Outlook*, Sep: Slowing Growth, Rising Risks. Washington: International Monetary Fund.

IMF (2009). *World Economic Outlook*, April: Crisis and Recovery. Washington: International Monetary Fund.

IMF (2006). *World Economic Outlook (WEO): Financial Systems and Economic Cycles*. September, Washington: International Monetary Fund.

JOHNSON, Karen H. (2009). Gross or Net International Financial Flows: Understanding the Financial Crisis. *Council on Foreign Relations*, July. Acesso em: 20/09/2009. Disponível em: <http://www.cfr.org/publication/by_type/journal_article.html>.

KRUGMAN, Paul (2008). “Não chores por mim, América”. Disponível em: <http://www.mre.gov.br/portugues/noticiario/nacional/selecao_detalhe3.asp?ID_RESE_NHA=412030>. Acesso em: 10/08/2010.

LANE, Philip and, MILESI-FERRETTI, Gian Maria (2008): "The drivers of financial globalization," *American Economic Review*, vol. 98(2).

MACFARLANE, Ian (2005). “What are the Global Imbalances?”. Disponível em: <<http://www.bis.org/review/r050930e.pdf>>. Acesso em: 12/06/2010.

OBSTFELD, Maurice e ROGOFF, Kenneth (2009). “Global imbalances and the financial crisis: products of common causes”. nov. Disponível em: <elsa.berkeley.edu/~obstfeld/santabarbara.pdf>. Acesso em: 12/06/2010.

RAMPELL, Catherine (2010), “Lax Oversight Caused Crisis, Bernanke Says,” *The New York Times*, 4 January. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2010/01/04/business/economy/04fed.html>>. Acesso em: 10/02/2011.

SERRANO, Franklin (2008). “A economia americana, o padrão dólar flexível e a expansão mundial nos anos 2000”. In: MEDEIROS, Carlos *et al.* *O mito do colapso do poder americano*. Rio de Janeiro: Record.

SERRANO, Franklin (2000). “A soma das poupanças determina o investimento?” (<http://franklinserrano.files.wordpress.com/2008/03/a-soma-das-poupancas.pdf>).

SCHOLTE, Jan Aart (2005). *Globalization: a critical introduction*. New York: Palgrave Macmillan.

SHIN, Hyun Song (2012). “Global Banking Glut and Loan Risk Premium”. Disponível em: < http://www.princeton.edu/~hsshin/www/mundell_fleming_lecture.pdf>. Acesso em: 15/02/2012.

SUMMERS, Lawrence (2004) “The US current account deficit and the global economy” Per Jacobsson Lecture, International Monetary Fund, October. Disponível em: <www.perjacobsson.org/2004/100304.pdf>. Acesso em: 20/09/2009.

SUMMERS, Lawrence (2006). “Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation” L.K. Jha Memorial Lecture Reserve Bank of India Mumbai, India, march. Disponível em: <<http://ideas.repec.org/p/ess/wpaper/id1042.html>>. Acesso em: 20/09/2009.

TAVARES, Maria da Conceição et all (1982). “A questão da poupança; desfazendo confusões”. In: TAVARES, Maria da Conceição e DAVID, Maurício Dias (org). *A economia política da crise*. Rio de janeiro: Edições Aciamé.

TAVARES e BELLUZZO (2004). “A mundialização do capital e a expansão do poder americano”. In: FIORI, José Luis (org). *O poder americano*. Petrópolis, RJ: Vozes.

VISCO, Ignazio (2009). “The global crisis – the role of policies and the international monetary system”. Disponível em: <www.bis.org/review/r090715e.pdf>. Acesso em 15/06/2010.

WOLF, Martin (2009). *A reconstrução do sistema financeiro global*. Tradução por Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Campus.