

# Tsunami Monetário – Ciclos Monetários Internacionais e Desafios para a Economia Brasileira

Tony Volpon

Março, 2016

## Trabalhos para Discussão



# 423

ISSN 1519-1028  
CGC 00.038.166/0001-05

|                          |          |        |       |      |         |
|--------------------------|----------|--------|-------|------|---------|
| Trabalhos para Discussão | Brasília | nº 423 | Março | 2016 | p. 1-38 |
|--------------------------|----------|--------|-------|------|---------|

# *Trabalhos para Discussão*

Editado pelo Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep) – *E-mail*: [workingpaper@bcb.gov.br](mailto:workingpaper@bcb.gov.br)

Editor: Francisco Marcos Rodrigues Figueiredo – *E-mail*: [francisco-marcos.figueiredo@bcb.gov.br](mailto:francisco-marcos.figueiredo@bcb.gov.br)

Assistente Editorial: Jane Sofia Moita – *E-mail*: [jane.sofia@bcb.gov.br](mailto:jane.sofia@bcb.gov.br)

Chefe do Depep: Eduardo José Araújo Lima – *E-mail*: [eduardo.lima@bcb.gov.br](mailto:eduardo.lima@bcb.gov.br)

Todos os Trabalhos para Discussão do Banco Central do Brasil são avaliados em processo de *double blind referee*.

Reprodução permitida somente se a fonte for citada como: Trabalhos para Discussão nº 423.

Autorizado por Altamir Lopes, Diretor de Política Econômica.

## **Controle Geral de Publicações**

Banco Central do Brasil

Comun/Dipiv/Coivi

SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 14º andar

Caixa Postal 8.670

70074-900 Brasília – DF

Telefones: (61) 3414-3710 e 3414-3565

Fax: (61) 3414-1898

*E-mail*: [editor@bcb.gov.br](mailto:editor@bcb.gov.br)

As opiniões expressas neste trabalho são exclusivamente do(s) autor(es) e não refletem, necessariamente, a visão do Banco Central do Brasil.

Ainda que este artigo represente trabalho preliminar, citação da fonte é requerida mesmo quando reproduzido parcialmente.

*The views expressed in this work are those of the authors and do not necessarily reflect those of the Banco Central or its members.*

*Although these Working Papers often represent preliminary work, citation of source is required when used or reproduced.*

## **Divisão de Atendimento ao Cidadão**

Banco Central do Brasil

Deati/Diate

SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 2º subsolo

70074-900 Brasília – DF

DDG: 0800 9792345

Fax: (61) 3414-2553

Internet: <<http://www.bcb.gov.br/?FALECONOSCO>>

# Tsunami Monetário – Ciclos Monetários Internacionais e Desafios para a Economia Brasileira\*

Tony Volpon\*\*

## Resumo

*The Working Papers should not be reported as representing the views of the Banco Central do Brasil. The views expressed in the papers are those of the author(s) and do not necessarily reflect those of the Banco Central do Brasil.*

Este ensaio analisa o lugar central da China na determinação dos ciclos monetários internacionais desde a crise asiática de 1997. Em um primeiro momento, o padrão de acumulação chinês, baseado na repressão do consumo, gerou um excedente de oferta sem contrapartida doméstica de demanda. A solução se encontrou no estabelecimento de um padrão de *deficit* e *superavit* comerciais entre a China e países associados contra países consumidores, especialmente os Estados Unidos, um arranjo que redistribuiu demanda e oferta agregada entre países de forma mutualmente benéfica. Mas, do lado financeiro, houve um descasamento progressivo de riscos que acabou levando à crise financeira mundial de 2008. Especificamente, os países superavitários, pela acumulação de reservas em seus bancos centrais, aceitaram cobrir o risco cambial, mas não o risco de crédito dos países consumidores. Esse risco de crédito “residual” foi sendo acumulado no sistema financeiro, que teve explosivo crescimento até a crise de 2008. Com a eclosão da crise, esse sistema de intermediação comercial e financeiro desmontou. Para tomar seu lugar na tentativa de gerar novas fontes de demanda agregada, e com restrições políticas à expansão fiscal, cada membro do sistema, a seu modo, substituiu os arranjos pré-crise com medidas excepcionais de política monetária. Isso gerou “tsunamis” de capitais externos no período pós-crise, especialmente para países emergentes. Apesar de restabelecerem os níveis de liquidez global, essas políticas não restabeleceram os níveis de crescimento e intercâmbio do período pré-crise.

**Palavras-chave:** China, Brasil, crise financeira internacional, fluxo de capitais, desequilíbrios globais.

**Classificação JEL:** F42, F44

---

\* Agradeço aos comentários de Ricardo Gallo, Márcio Garcia, Alexandre Pundek, Luiz Awazu Pereira, Bruno Saraiva e Altamir Lopes.

\*\* Diretor de Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos (Direx) do Banco Central do Brasil.

## Introdução

Este trabalho visa relatar, de forma sintética, tendências relevantes da economia na última década, considerando a inserção da China nas relações de comércio internacional, os impactos dos ciclos financeiros, as razões da crise financeira de 2008 e as perspectivas e desafios a serem enfrentados pela economia global.

Acredito que tal entendimento é essencial para contextualizar o debate sobre os rumos da economia brasileira e a complexa interação entre fatores domésticos e externos. Esse debate tem adquirido importância adicional devido à surpreendente virada de expectativas sobre os rumos da economia global neste início de 2016.

## Inserção da China na globalização

Nas últimas décadas, a ascensão econômica da China pode ser considerada um dos fatos históricos mais representativos para o mundo. Seus efeitos diretos e indiretos permeiam as tendências da economia deste milênio.

A China, em 2001, passou a figurar como o participante mais expressivo no contexto de relações comerciais e financeiras, das quais resultou, para vários países, nova referência de *deficit* e *superavit* em conta-corrente. Trocou-se o excesso de consumo de alguns pelo excesso de poupança de outros. Uma corrente global alimentava a troca de bens, financiada pela troca de ativos financeiros, com acumulação de reservas nos países superavitários e de dívidas nos países deficitários. A poupança deslocou-se de países pobres para países ricos.

A tese que gostaria de defender pode ser resumida da seguinte maneira: apesar de o modelo global de *deficit* e *superavit* ter sido benéfico durante muitos anos para todos os envolvidos, houve descasamento entre os riscos acumulados pelos países financiadores e os riscos acumulados no sistema financeiro. Essa assimetria gerou crescente fragilidade financeira, que levou à crise de 2008. A crise não ocorreu devido à natureza dos instrumentos financeiros utilizados para dividir e distribuir esses riscos ou a mudança no padrão de comportamento do mercado (que sempre foi e será especulativo), **mas sim a uma estrutura de compartilhamento de riscos na qual países superavitários aceitaram cobrir o risco cambial, mas não os riscos de crédito**, que estavam sendo gerados pelos países deficitários. O que de fato desencadeou a crise foi um acúmulo insustentável dentro do sistema financeiro global do risco de crédito residual, fruto da acumulação de reservas e financiamento do consumo dos países avançados por alguns países em desenvolvimento, principalmente a China.

Depois da crise, o modelo de *deficit* e *superavit* em conta corrente diminuiu sua importância fortemente, com graves efeitos sobre o crescimento econômico e o grau de intercâmbio comercial global, o que representou retrocesso da globalização em várias frentes. Em resposta a isso, cada membro do sistema tentou, a seu modo, substituir os arranjos do sistema pré-crise com medidas excepcionais de política monetária, fiscal e parafiscal. Restrições reais e políticas sobre a adoção de políticas fiscais em muitos países desenvolvidos levaram, nesse período, à sobrecarga sobre a política monetária. Com o encolhimento da liquidez em dólar, como consequência do sistema de *deficit* e *superavit* globais, cada país tentou encontrar seu substituto doméstico. Ainda assim, houve efeitos sobre a liquidez global, especialmente para os países emergentes que

sofreram com “*tsunamis*” de capitais externos. Isto é, essas medidas restabeleceram elevados níveis de liquidez do sistema sem restabelecer o nível de crescimento e intercâmbio mundial.

Hoje, alguns países, como os Estados Unidos da América (EUA) e a China, já iniciaram reversão dessas medidas, o que está gerando uma onda de forte volatilidade nos mercados globais. Vozes mais pessimistas alertam para a possibilidade de uma nova crise, uma possibilidade latente no cenário global. E, apesar de todas as medidas de política econômica tomadas nos últimos anos, as principais fragilidades estruturais permanecem e ainda não estamos evidenciando o retorno de um nível de crescimento satisfatório.

### **Transição incompleta**

A história da transição chinesa, do comunismo para uma forma excepcional do capitalismo, merece análise para mostrar como acabou impactando a economia global.

Instituições transitórias e experimentais foram a ponte entre o planejamento central e o mercado livre, representando a estratégia de dupla via, em que empresas capitalistas e estatais coexistem. Exemplo disso seriam as zonas econômicas especiais, voltadas principalmente às exportações. A China inovou, aumentando muito a escala dessas zonas, que acabaram ocupando quase toda a costa sudeste do país. Tais zonas marcaram o início da inserção chinesa na economia mundial como polos indutores de investimentos estrangeiros diretos, trazendo tecnologia de ponta. Enorme e disciplinada mão de obra passou a ser explorada, o que conferiu à China grande vantagem comparativa à época.

O estupendo sucesso dessa política de transição econômica fez emergirem, rapidamente, desafios políticos e econômicos. A crescente concorrência das novas instituições experimentais que, gradualmente tomaram mais espaço, causaram crise no setor estatal, cada vez mais deficitário e atrasado. A corajosa resposta da liderança chinesa seria a enorme reestruturação e encolhimento do setor estatal, iniciada em 1996. Em consequência, mais de 30 milhões de trabalhadores foram demitidos. Isso abriu enorme espaço para os anteriormente setores experimentais da economia ocuparem posição de liderança, causando, ao mesmo tempo, choque de competitividade no que ainda se conservava sobre controle direto do Estado.

Essa importante transição, ocorrida nos anos 90, abriu um capítulo na história da economia chinesa, com modelo econômico mais maduro e menos experimental. A economia daquele país passou a se caracterizar por maior escala e capacidade de inserção na economia global.

Foi significativa, nesse novo modelo, a mudança na relação entre a cidade e o campo. O redirecionamento de recursos às cidades, efeito da reestruturação do setor estatal, gerou forte excedente de trabalhadores, que derrubou o custo da mão de obra e, assim, subscreveu a competitividade do crescente setor de exportação de manufaturados. A China veio a ser, mais e mais, a fábrica do mundo. O fim do sistema coletivo na área

rural deixou 80% da população sem rede de proteção social<sup>1</sup>, o que foi forte incentivo à poupança. Sem proteção do Estado, o chinês sentiu necessidade de poupar para se aposentar, educar seus filhos, comprar sua moradia, cuidar de sua saúde e pagar os custos de qualquer emergência familiar. Altas taxas de poupança possibilitaram, em seguida, altíssimas taxas de investimento, dada a baixa absorção de recursos pelo governo central, muito menor que em muitos outros países emergentes, como o Brasil.

Constituiu-se, portanto, uma estrutura quase perfeita para maximizar o crescimento econômico: altas taxas de poupança, que se tornaram fontes de altas taxas de investimento, com exportação do excedente produzido, à base de altíssima competitividade internacional devido ao ínfimo custo do trabalho. Seria essa combinação a receita da ascensão global chinesa.

Nessa segunda fase da transição chinesa identificam-se várias semelhanças entre o modelo de crescimento e acumulação chinesa e o de outros países asiáticos, como o Japão e a Coreia. Veremos, a seguir, de forma esquemática, os pressupostos desse modelo que levou a China a ser a segunda maior economia do mundo.

O modelo é dotado de uma lógica relativamente simples: reprimir a renda familiar e o consumo para gerar altas taxas de poupança, que sustentam altas taxas de investimento. Os fatores de repressão seriam<sup>2</sup>:

- câmbio real depreciado, que diminui a renda real do consumidor;
- repressão salarial;
- repressão financeira ou sustentação artificial de baixas taxas de juros;
- ausência de rede de segurança social para toda a população;
- distorções nos preços da terra, energia e outros fatores de produção (e, portanto, subsídios diretos e indiretos ao setor corporativo).

Cada um desses recursos gerou transferência de renda dos consumidores ao setor corporativo. Uma taxa de câmbio artificialmente depreciada diminuiu a renda real dos consumidores e funcionou como subsídio ao exportador. A repressão financeira se deu com a compressão das taxas de juros nos depósitos, e, assim, obteve-se subsídio para tomadores de recursos emprestados, sendo a maioria empresas favorecidas pelo setor financeiro estatal. Há estimativas de que esses subsídios equivaleram a, pelo menos, 3,5% do Produto Interno Bruto (PIB), em 2009<sup>3</sup>. Distorções nos preços dos outros fatores de produção, como terra e energia, adicionaram 3,7% do PIB em subsídios. Tudo isso ajudou a sustentar não somente as empresas altamente competitivas do setor

---

<sup>1</sup> “Without resources the insurance system of “cooperative health services” collapsed as well. From coverage of 80% of the rural population, cooperative insurance dropped to cover less than 10% of the population by the mid-1980s.” Ver Naughton, 2007, p. 245.

<sup>2</sup> Ver Michael Pettis, 2013, p. 22. There is a widespread conception that China is an export-led economy. It isn't. It is a investment-led economy, but because fundamental to its growth model are policies that systematically force up the savings rate... China must resolve domestic demand imbalances by exporting”.

<sup>3</sup> Ver Yiping Huang *et al*, 2013, p. 25.

privado, mas o ainda expressivo setor estatal. Alguns analistas estimam que de 100% a 200% da rentabilidade do setor estatal veio desses subsídios<sup>4</sup>.

Sem dúvida, os resultados dessa estratégia foram fenomenais: entre 1993 e 2013, a taxa de crescimento médio da economia chinesa foi de 10,2%. Para chegar a esse crescimento, a China sustentou, nesse mesmo período, taxas médias anuais de investimento de 37,9% do PIB, com 3,4% do PIB de *superavit* em conta corrente e 23,6% do PIB de exportações.

Taxas desse tipo são insustentáveis, apesar de não haver consenso na literatura de quanto tempo surtos de crescimento desse tipo podem durar<sup>5</sup>. Igualmente preocupante é que não há casos conhecidos de países que conseguiram desacelerar essas taxas de acumulação de capital sem passar por algum período de crise, como ocorreu com várias economias asiáticas na crise de 1997, no Japão, a partir de 1989, ou no Brasil do “milagre econômico”.

Não que essa fonte de instabilidade em potencial fosse novidade para a própria liderança do Partido Comunista. Em 2007, o primeiro-ministro, Wen Jiabao, declarou, em famoso discurso, que o sistema econômico chinês era “instável, desbalanceado, descoordenado e insustentável”.

A China exportou uma fração crescente do seu PIB até a eclosão da crise de 2008. Depois, houve forte queda nas exportações, pelo fato de seus maiores mercados importadores, especialmente os EUA, entrarem em recessão. No entanto, não houve queda relevante nas taxas de investimento na China. O que, então, sustentou esses investimentos, senão o setor de exportação? Foi a expansão fortíssima do endividamento. Não podendo mais exportar o excedente de produção, a China resolveu redirecionar suas políticas para a expansão do crédito, com vistas a absorver a produção excedente, que antes estava sendo exportada, e para a expansão da sua infraestrutura e do seu mercado imobiliário. A troca da demanda externa pelo aumento ainda maior na taxa de investimento, que subiu de 40,5% do PIB em 2008 para 45,6% em 2012, foi o que salvou a economia da recessão com a eclosão da crise mundial de 2008.

Do ponto de vista agregado, percebe-se que apesar do aumento de 5% do PIB na taxa de investimento, o crescimento nesse período retraiu de 9,6% em 2008 para 7,7% em 2013. Se houvesse eficiente alocação de capital, seria de se esperar que o aumento na taxa de investimento levasse a aumento da taxa de crescimento. Afinal, havia mais recursos sendo aplicados em novos fatores de produção. O fato de a taxa de crescimento cair durante esse período é indicação de que estava ocorrendo desperdício de recursos. A economia chinesa investia mais, mas marginalmente estava colhendo menos crescimento por cada unidade de investimento. Isso é muito preocupante, dado que o aumento do potencial econômico feito por esses investimentos seria, em tese, o que iria

---

<sup>4</sup> Ver Pettis, 2013, p. 78.

<sup>5</sup> No caso da China, por exemplo, Barry Eichengreen argumentou, em 2012, que a experiência internacional indica alta probabilidade de desaceleração do crescimento econômico quando a renda *per capita* atinge US\$17 mil, algo que aconteceu neste ano. Ver Eichengreen, Barry; Park, Donghyun; Shin, Kwanho. When fast growing economies slow down: international evidence and implications for China, *Asian Economic Papers*, 11:1, Spring 2012.

pagar a enorme dívida acumulada para financiar esses investimentos. Isso significa que, para cada unidade adicional de dívida constituída, havia uma unidade cada vez menos produtiva de capacidade adicional. Isso não é, no limite, sustentável.

Podemos chegar às seguintes conclusões: a economia chinesa, antes da crise, sustentava altas taxas de crescimento devido a um sistema de subsídios ao setor corporativo pago pelos consumidores. Esse mesmo sistema, que garantia forte competitividade corporativa, reprimiu a expansão do consumo da população. Assim, a economia gerava excedente produtivo exportado para o resto do mundo, principalmente para os EUA. Não podendo contar com a solução pautada na demanda externa depois da crise e enfrentando risco de recessão, que poderia colocar em risco a sobrevivência do regime, o governo chinês optou por expandir a já altíssima taxa de investimentos como expediente de emergência.

Hoje, com os crescentes problemas de sobre-endividamento nos setores de infraestrutura e do mercado imobiliário, o desafio da transição está ainda mais difícil. O regime já havia percebido que o sistema atual era insustentável. Infelizmente, qualquer possibilidade de transição mais suave do modelo de crescimento pautado em investimentos e exportações para um modelo norteado pelo consumo foi postergada pela crise de 2008. Como medida de urgência, o regime decidiu expandir os investimentos. Infelizmente essa medida de urgência viciou a economia ainda mais em crescente endividamento.

A situação inspira cuidados. De um lado, a queda consistente do *superavit* em conta corrente (recentemente revertida devido ao choque positivo nos termos de troca relacionado à queda global nos preços das *commodities*) indicaria perda de competitividade em setores transacionáveis, especialmente no de manufaturados. Apesar de enfrentar forças desinflacionárias e recessivas nos últimos anos, o governo chinês manteve o yuan atrelado ao dólar americano, o qual tem experimentado tendência de alta secular desde 2014. A desvalorização do yuan em agosto de 2015 não alterou esse quadro de forma substancial, à custa de uma fuga de capitais que já chega a superar um trilhão de dólares.

Tendo em vista os problemas do pesado endividamento de vários setores, o mais adequado seria o afrouxamento das condições monetárias: juros em queda com câmbio mais fraco e ajuda para reestruturar dívidas em moeda forte. Mas a restrição externa não está possibilitando que isso seja feito de forma adequada, o que coloca mais pressão no crescimento econômico. As recentes liberalizações da conta de capital parecem impedir a China de conseguir escapar do dilema de manter a taxa de câmbio controlada e ter a política monetária independente.

A possibilidade de recorrer a intervenções pontuais – como as feitas na bolsa de valores recentemente – e a um grande estoque de ativos que podem ser vendidos para aumentar o espaço fiscal confere às autoridades chinesas graus de liberdade que poucos países têm. Mas isso parece estar sendo uma dádiva perigosa, já que a tentação de suprir mecanismos de mercado por intervenção estatal acaba resolvendo um problema imediato ao custo de causar outros problemas no futuro. Ao mesmo tempo, a transição gera complexo jogo de posicionamento entre os agentes econômicos, já que implica perdas relativas e custos a setores organizados com grande influência política. O risco hoje é que a complexidade da interação de várias agendas de reforma e ajuste que

podem estar em conflito no curto prazo e novos e inesperados desafios, até mesmo sociais, acabam prevalecendo sobre a já comprovada eficiência gerencial da classe governante chinesa.

## **Impactos sobre a América Latina e o Brasil**

A ascensão chinesa tem como referência um processo que alguns analistas chamam de “fragmentação da produção”. Vale à pena citar um estudo do *Asian Development Bank Institute*, que explica bem a origem e o funcionamento desse processo:

A fragmentação da produção no leste asiático começou na segunda metade dos anos 80, devido à vontade das multinacionais japonesas de aumentar sua competitividade dentro do mercado regional, colocando diferentes processos e plantas onde eles tinham uso mais eficiente. Essa tendência tem sido facilitada por mudanças como a queda das tarifas de importação sobre manufaturados, a criação de zonas de exportação e a promoção de Investimento Direto Estrangeiro (IDE) voltado a exportações, como novas tecnologias de transporte e comunicação (...) Países engajados em redes de produção regionais têm se especializado nas partes da cadeia de suplementos baseada na dotação de recursos, capacidades tecnológicas e vantagens comparativas. Ajudado pelo baixo custo da mão de obra e por uma política de forte apoio a investimentos estrangeiros, a China tem sido o local favorito para IDE voltado às exportações. Junto com a realocação das etapas finais de produção das economias maduras da Ásia para a China, as importações de partes e componentes de outros países asiáticos têm crescido rapidamente com a exportação de produtos da China para os países avançados<sup>6</sup>.

Que lugar é reservado à América Latina nesse processo que revolucionou a economia mundial? Este estudo nota a falta de integração regional em cadeias de produção na América Latina – no leste da Ásia, as trocas comerciais regionais representaram, em 2007, cerca de 50% de todas as exportações e importações, e, na América Latina, isso foi em torno de, somente, 20%. Há também pouca sofisticação tecnológica nas exportações latino-americanas (mensurado por um índice da produtividade associado à especialização das exportações de cada país), o que tem relegado o nosso continente ao papel de ser provedor de matérias-primas para a Ásia.

A avaliação de que o lugar da América Latina nessa reordenação da estrutura produtiva mundial seria a de mero provedor dos frutos da terra é ratificada em uma série de extensos estudos promovidos pelo Banco Mundial. Os estudos confirmam que já há maior correlação entre as taxas de crescimento da América Latina (especificamente o Cone Sul/países exportadores de *commodities*) e da China, devido às externalidades da demanda, isto é, aos efeitos indiretos da atividade chinesa sobre as economias da região, principalmente a alta nos preços das matérias-primas. O aumento direto das exportações para a China seria significativo, mas como efeito de segunda ordem. A demanda maior por *commodities* estaria levando a América Latina a “um padrão de especialização (...) voltado para a produção de recursos naturais (...) empurrando o setor de manufaturados

---

<sup>6</sup> Ver Masahiro Kawai e Fan Zhai, PRC-Latin America Economic Cooperation: going beyond resource and manufacturing complementarity. Asian Development Bank Institute Working Paper Series No. 137, April 2009. Para análise detalhada e comparativa: ver Fukunari Kimura, Mitsuyo Ando, The Economic Analysis of International Production/Distribution Networks in East Asia and Latin America: the implications of regional trade agreements, IADB Working Paper, May 2004.

de alguns países para atividades intensivas em mão de obra com baixos salários e pouca capacitação”<sup>7</sup>.

Os dados também mostram que a China, de fato, tem conquistado mercados da América Latina no setor de manufaturados. Pelos cálculos desses estudos, se a competitividade chinesa tivesse sido estável desde 1995, as exportações de manufaturados da Argentina, do Brasil, do Chile e do México teriam sido de 0,5%-1,2% maiores entre 1995 e 2000 e 1,1%-3,1% maiores entre 2000 e 2004<sup>8</sup>. Considera o Banco Mundial:

A expansão das exportações chinesas tem tido um efeito negativo significativo sobre as exportações da América Latina. Os efeitos têm se concentrado, principalmente, nas exportações industriais do México para a América do Norte desde 1995. Além disso, a China tem deslocado a América Latina nos setores exportadores com maiores níveis salariais<sup>9</sup>.

Esses resultados são corroborados por um estudo que mostra que 94% da produção e da exportação de manufaturados na América Latina, e 95% das exportações com alto conteúdo tecnológico estão sob ameaça chinesa<sup>10</sup>. Como se pode ver, não são somente os países desenvolvidos que têm sofrido com a constituição de um sistema integrado de produção de manufaturados centrado na China. Deve-se lembrar que esses cálculos foram feitos antes de 2011, quando começou a grande estagnação da produção industrial brasileira e a crise generalizada de crescimento, que parece ter-se espalhado para a maioria das economias emergentes nos anos seguintes. Isso significa que, até durante o período no qual a economia e a indústria nacional se desenvolviam bem, há fortes evidências de que a China já estava afetando negativamente a indústria do continente sul-americano.

Mas houve o outro lado da moeda. Simultaneamente, a indústria sofria progressiva perda de densidade e importância relativa, e os benefícios da maior demanda por matérias-primas na região foram muitos, especialmente durante a fase áurea de 2004 a 2011. Para entender esse período, não se deve deixar enganar por argumentos que desprezam a importância da China. No caso do Brasil, por exemplo, em 2013 19% das exportações foram destinadas à China e em torno de 30%, aos EUA e à União Europeia. Para o continente sul-americano, e o Brasil não escapa disso, 70% de todo o crescimento nas exportações tem sido de *commodities*, sendo a China o fator determinante na demanda global e na alta de preços dos produtos que são exportados<sup>11</sup>.

A melhora nos termos de troca, efeito mais contundente da ascensão chinesa sobre a economia brasileira, não somente fortaleceu as condições externas, como também gerou forte efeito riqueza, isto é, tornou o Brasil mais rico. A produção e a exportação de *commodities*, dois pontos fortes da economia brasileira, têm custo pouco variável. Então, boa parte do aumento de preços passa diretamente para o lucro, a ser repartido entre capital, trabalhadores e governo. Simplificando, seria como se o Brasil recebesse

---

<sup>7</sup> Ver Daniel Lederman *et al.*, 2009, p.7.

<sup>8</sup> Ver Lederman *et al.*, 2009, pg.147.

<sup>9</sup> Ver Lederman *et al.*, 2009, p.179.

<sup>10</sup> Ver Kevin P. Gallagher e Roberto Porzecanski, 2010, p. 7-8

<sup>11</sup> Indirectly through increased demand and the resulting price increases, China was indirectly responsible for much of the Latin American export boom. Ver Gallagher e Porzecanski, 2010, p. 23.

muito mais para, essencialmente, produzir as mesmas coisas. Seria como se um assalariado, sem ter de fazer nada diferente, fosse contemplado com grande aumento.

Deve-se lembrar que esse efeito é multiplicado pelo fato de que o mercado o calcula no seu valor presente, isto é, o efeito de renda imediato se multiplica várias vezes. Isso explica, por exemplo, o fortíssimo aumento no valor patrimonial de empresas ligadas ao setor. Há também, dada a forte tributação de renda e lucros das empresas no Brasil, efeito mais do que proporcional na arrecadação de impostos, o que explica por que a receita cresceu mais do que o PIB durante esse período e por que estamos vendo o mesmo efeito ao contrário hoje.

Ser mais rico em um ambiente de baixa incerteza possibilitou acionar elementos importantes: os mercados de crédito e de capitais. Com expansão do crédito, o Brasil conseguiu alavancar e, assim, multiplicar o efeito riqueza inicial. A forma como isso se deu, durante esse período, envolveu vários agentes: do consumidor comum, que compra seu primeiro carro com empréstimo, ao empresário, que conseguiu fazer lançamento de ações de sua empresa na bolsa. O entusiasmo com o Brasil, visto como um importante complemento da economia chinesa, foi fortemente potencializado por um mercado financeiro que acreditou que tudo havia mudado para melhor e para sempre. Ao mesmo tempo, ocorreu a expansão fiscal voltada principalmente ao consumo com expansão dos programas de transferência de renda, sendo esses aceitos como direitos adquiridos pela população e pelo sistema político e legal, o que constituiu uma estrutura de gastos permanentes e crescentes no orçamento estatal.

O início dessa tendência de alta nos termos de troca foi providencial por várias razões. Primeiro, ao receber mais pelas nossas exportações, poderíamos importar uma quantidade maior com deterioração menor nas nossas contas externas. Isto é, se seríamos mais bem pagos por cada unidade de exportação, seríamos capazes de importar maior quantidade de bens e serviços. Isso moderava a deterioração da nossa conta corrente apesar do aumento das importações.

Moderava, mas, como se pode ver, não interrompia. Voltamos eventualmente a ser o que normalmente somos: uma economia deficitária em sua conta corrente. Os anos de *superavit* duraram pouco ante a decisão de consumir e não poupar boa parte do efeito riqueza da época. Mas aí surge o segundo elemento, benéfico, do aumento dos termos de troca: facilidade de financiamento do *deficit*, afastando a restrição externa, o que leva a uma situação em que todos ganham.

A razão é simples: já nessa época, ficou claro que a China estava se tornando o motor do crescimento mundial, com impactos positivos, proporcionalmente maiores, em países como o Brasil, cuja economia é complementar à do gigante asiático, algo que vimos na primeira seção. Comentou alguns anos depois o economista Keneth Rogoff para o jornal inglês *Financial Times*: “O Brasil tem tudo o que a China não tem.”

Sendo assim, investidores rapidamente começaram a ver o Brasil, especialmente seu muito competitivo setor mineral e agrícola, como grandes oportunidades de investimento. Éramos, para muitos, um derivativo da China. Isso, aliado à extensão territorial do Brasil, dava a ele lugar garantido entre os países emergentes então mais visados e queridos pelo mercado, o seleto grupo dos BRICS.

Até aí poderíamos argumentar que a subsequente especialização da nossa pauta exportadora em *commodities*, o acelerado crescimento do setor de serviços voltado ao consumo interno e a decadência da nossa indústria seriam, todos, efeitos benéficos da expressão da nossa vantagem comparativa internacional e complementariedade com a ascendente economia chinesa. Especialmente depois da rápida recuperação da crise financeira global e do acelerado crescimento de 2010, muitos começaram a ver essa nova situação como duradoura, removendo, assim, restrições de gastos e investimentos para o setor privado, governo e consumidores. No entanto, infelizmente, um ano depois do milagroso 2010, a economia chinesa começou a desacelerar, arrastando o preço das *commodities* e nossos termos de troca para baixo, iniciando-se um período de baixo e frustrante crescimento na economia brasileira. Demorou, mas acabamos redescobrimo o que nossa história mostrou repetitivamente: ciclos de alta dos preços de *commodities* nunca duram para sempre.

### ***Tsunami*: superoferta**

Quando, em março de 2012, a presidente Dilma Rousseff falou em *tsunami* monetário, ela acertou na descrição do que estava ocorrendo no mundo naquele momento.

Porém, aquilo a que a presidente chamou de *tsunami* foi a última manifestação de um processo de longa data. O *tsunami* monetário em 2012 era consequência de uma tentativa inovadora, e perigosa, das autoridades monetárias mundiais de substituir o sistema de relações comerciais e financeiras pré-crise. Esse conjunto de relações – que ironicamente foi alvo de grande preocupação e debate – possibilitou o acelerado crescimento mundial daqueles anos, que implicou um tipo de *tsunami*, apesar de não ser somente monetário. Estamos, ainda hoje, tentando reerguer o que funcionou muito bem, mas de maneira insustentável, entre a crise da Ásia de 1997 e a crise financeira mundial de 2008.

Entre 1997 e a crise de 2008, houve aumento significativo das relações financeiras internacionais, que podemos conceituar melhor como troca mútua e benéfica de *deficit* e *superavit* comerciais e financeiros. Isso possibilitou o ingresso de milhões de trabalhadores (grande parte, asiáticos) no mercado mundial, aumentando a oferta agregada global. Do outro lado, essa troca de *deficit* e *superavit* também favoreceu a expansão da demanda agregada global, especialmente em países desenvolvidos, principalmente nos EUA. Para encontrar mercados para seus produtos, os pobres tiveram de financiar os ricos. Contudo, por mais estranho e irracional que isso pareça, foi algo em que, por um bom tempo, todos saíram ganhando, até mesmo o Brasil.

Esse sistema de relações escondia em si uma contradição inerente e cumulativa. Os países superavitários, como a China, estavam dispostos a fornecer sua poupança para financiar os *deficit* em conta corrente dos países deficitários e dispostos a aceitar o risco cambial proveniente do acúmulo de ativos denominados em dólares em suas reservas internacionais.

A demanda por financiamento nos países deficitários veio principalmente do setor privado, gerando passivos no setor privado, e não no setor público. Esses passivos –

essas dívidas – não tinham somente risco cambial, mas também risco de crédito. No entanto, como a decisão de prover poupança, no caso de alguns países, como a China, foi uma decisão de Estado, uma escolha da política econômica, e não uma decisão do poupador chinês, essa provisão de poupança foi feita nos seus bancos centrais, por meio de acumulação de reservas. Bancos centrais, em grande parte, não aceitam risco de crédito. Assim, ocorreu profundo e crescente descasamento entre provisão de poupança e acumulação de risco cambial (do lado dos poupadores, caso a moeda de denominação das reservas perdesse valor) e o risco de crédito (do lado dos tomadores de recursos). Houve ampla e barata provisão de poupança por países emergentes superavitários para países desenvolvidos deficitários. Ainda assim, o risco de crédito acabou sendo um resíduo desse processo cumulativo de financiamento dos ricos pelos pobres.

Então, para onde foi esse risco de crédito indesejado? Para o mercado financeiro global. O inchamento do mercado financeiro durante esses anos (e a “financeirização” crescente da economia) foi devido, essencialmente, à necessidade de colocar esse risco de crédito, que se tornou residual durante o período de crescente integração mundial, em algum lugar do sistema.

Muito da tão criticada engenharia financeira feita durante esse período – que muitos acreditam haver causado a crise mundial –, na verdade, respondeu a essa necessidade de cindir a provisão de poupança feita pelos países superavitários do risco de crédito gerado no financiamento dos consumidores dos países deficitários. O mercado financeiro não constituiu do nada esses instrumentos em um impulso de tornar os mercados mais complexos e opacos, mas respondeu a uma necessidade dos poupadores superavitários em não aceitar o risco de crédito implícito na reciclagem de sua poupança para países deficitários.

Está aqui a verdadeira causa original da crise financeira global. Havia, antes da crise, um sistema de relações que beneficiava a todos, mas, infelizmente, existia um risco residual de crédito que precisava ser colocado em algum lugar no sistema. O mercado financeiro, cuja função precípua é intermediar riscos, foi, nesse caso, um agente que acabou acumulando riscos internamente, fugindo da sua função clássica.

Essa acumulação de riscos foi eficiente durante um tempo, porque o processo de acumulação elevou os valores dos ativos: o que todos compram tem seu preço elevado. Assistimos a um ciclo de expansão de crédito global que fez os preços dos ativos subirem, inflando, por um tempo, os lucros dos bancos e de outros agentes financeiros, o que favoreceu a compra de mais ativos. Essa época foi, não apenas de crescimento global acelerado, mas também de formação de diferentes “bolhas” especulativas de todo o tipo e de hipertrofia do sistema financeiro global.

Como ensinou Hyman Minsky, esse processo de acumulação é inerentemente instável, porque gera crescente alavancagem, constituída pelo otimismo dos sucessos recentes. Assim, ao mesmo tempo em que os preços sobem, há crescente fragilidade financeira.

### **Demanda e oferta agregada global**

O desenrolar dessa nova fase da globalização implicou enorme aumento na oferta agregada global. Um dado mostra isso claramente: estudo feito pelo *McKinsey Global Institute* em 2012 estimou que, entre 1980 e 2010, 1,7 bilhão de novos trabalhadores ingressaram na economia global, vindos principalmente da China<sup>12</sup>.

Temos de olhar agora como se formou a contrapartida a esse enorme aumento na oferta agregada global nos últimos vinte anos. Devemos contar a história da demanda agregada global.

Um dos resultados canônicos da teoria econômica é que há relação positiva entre a renda ganha por um fator de produção e sua escassez relativa. Aplicado à economia internacional, esse resultado sugere que investimentos em países emergentes devem render mais, dado a escassez do fator capital nesses países. Isso implica que deveria haver fluxo positivo de investimentos de países ricos para países pobres (pobres porque são pobres de capital).

Historicamente, isso tem sido o que normalmente observamos. Conhecemos bem a questão de ciclos de investimento ligados, no caso do Brasil, a produtos agrícolas: ciclo do café, ciclo da borracha e outros. Cada ciclo gera euforia e muito investimento estrangeiro, seguido de superoferta, crise e depressão econômica. A tão desejada industrialização da nossa economia no século XX foi, em grande parte, nossa maneira de tentar escapar das consequências desses ciclos.

Foi assim também nos anos 90. Os países emergentes aumentaram seus *deficit* em conta corrente, a partir de 1991. O ciclo dos anos 90 decorreu de forma clássica. Primeiro, houve grande afrouxamento monetário nos EUA, caindo a taxa *fed funds* de 9,75% em 1989 até 3% em 1993. De acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), nesse período, a taxa de crescimento dos países emergentes foi de uma mínima de 2,4% em 1992 – ano de recessão nos EUA – para 5,08% em 1997. Mas, já em 1994, os EUA iniciaram um processo de aperto monetário, que levou a *fed funds* de 3% para 6% em 1995, deflagrando um processo de crise nos países emergentes, que se iniciou pelo México, no final de 1994.

As crises financeiras dos anos 90 marcaram profundamente os países emergentes. Atraídos pelas aparentes vantagens da entrada de capital estrangeiro (e esquecidos das lições da crise da dívida dos anos 80), muitos países aceitaram aumentar seus *deficit* em conta corrente, utilizando poupança externa para crescer mais rapidamente. Porém, os efeitos do aperto monetário americano de 1994, com a parada súbita na entrada de dinheiro estrangeiro, que provocou a necessidade de fortes, e recessivos, ajustes patrocinados, muitas vezes, pelo FMI, levaram muitos a questionar a conveniência de ter grandes *deficit* em conta corrente.

---

<sup>12</sup> Ver Daniel Alpert, 2013, p. 11.

Nesse período, foram significativas as consequências econômicas e políticas para o Brasil, começando pela adoção do sistema de bandas cambiais em março de 1995 em resposta à volatilidade causada pela crise do México.

Assim, em 1998, um fato peculiar e inédito começou a ocorrer: países emergentes, a despeito de expressivas entradas de capital estrangeiro, começaram, ao mesmo tempo, a ter *superavit* em suas contas-correntes.

Este período foi assim descrito por Martin Wolf, do *Financial Times*:

Entre 1983 e 1991, os mercados emergentes como um todo ficaram (com suas contas correntes) perto de zero. (Depois do primeiro ciclo que levou a crise dos anos 80) Veio um segundo ciclo com generoso financiamento de mercado para os emergentes. E, desta vez, com forte participação asiática ... Aí veio a crise do leste da Ásia. Já em 1998 o *superavit* agregado dos países Asiáticos chegou a 4,7% do PIB – uma virada incrível de 6,8% do PIB em somente dois anos ... A América Latina também estava caindo mais e mais em *deficit*. Mas essa tendência também se reverteu em 1998, quando o *deficit* da região chegou a 4,4% do PIB, e rapidamente a região voltou a ter *superavit* (com o crescimento caindo de 5,2% em 1997 para zero em 1999).

Então o mundo viu dois grandes ciclos de *deficit* em conta corrente nos mercados emergentes. O primeiro, no final dos anos 70 e início dos anos 80, levou a uma grande crise. O segundo ciclo no meio dos anos 90 foi maior, e levou a uma crise ainda pior. E aí os mercados emergentes efetivamente disseram “basta”. A partir desse momento, no agregado, os países emergentes têm tido *superavit* em suas contas correntes<sup>13</sup>.

Por que houve essa mudança por parte dos emergentes? Mais uma vez, citamos Martin Wolf :

(Os países emergentes) têm recusado a aceitar o dinheiro. Eles têm, mais ou menos, mandado o dinheiro de volta de onde veio, mantendo seus *superavit* em conta corrente. Os mercados emergentes têm resistido ao corolário lógico de grandes fluxos de capitais – *deficit* em conta corrente. E eles estão resistindo aos *deficit* por uma boa e compreensível razão: *deficit* em conta corrente levam a crises financeiras.<sup>14</sup>

Apesar do custo econômico e do trauma político pago pelos emergentes com as crises dos anos 90, essa explicação não convence totalmente, por uma razão: incorrer em *deficit* em conta corrente, pelo menos em níveis prudentes, não seria algo necessário para importar poupança e aumentar investimentos? No mundo onde estávamos ainda no processo de incorporar quase dois bilhões de novos trabalhadores à economia global, de onde poderia vir a demanda para consumir toda essa oferta, se os emergentes não queriam mais importar capital?

---

<sup>13</sup> Ver Martin Wolf, 2010, p. 39. Tradução do autor.

<sup>14</sup> Ver Wolf, 2010, p. 40. Tradução do autor.

## **A oferta não garante a demanda**

Uma pergunta esperada neste ponto da nossa análise seria: os 1,7 bilhão de novos trabalhadores que entravam na economia global não garantiriam incremento de demanda? Afinal, eles não seriam também consumidores?

Durante o período pré-1997, a resposta era, de certa forma, sim. Como vimos acima, o fato de uma economia ter *deficit* em sua conta corrente implica que sua demanda agregada está acima de sua oferta. Sendo assim, esse país estaria adicionando demanda ao mundo.

Mas as coisas mudaram a partir de 1997. Apesar de essa mudança ser atribuída aos emergentes na descrição dada por Martin Wolf, na verdade quem mudou mesmo o padrão foi a China. O Brasil, por exemplo, continuou a ter *deficit* em conta corrente durante todo esse período, até 2003.

Agora, lembre o que discutimos acima sobre a China: seu padrão de acumulação se baseou em várias repressões ao consumo, o que gerou altíssimas taxas de poupança e uma situação em que internamente a oferta superava a demanda.

Portanto, mais do que uma recusa consciente de países emergentes como um grupo a fluxos de capitais, a mudança de padrão pós 1997 foi um reflexo externo, na economia global, de um padrão interno de acumulação executado pelo governo chinês. A adoção de igual comportamento por outros emergentes tornou-se possível pelos efeitos causados pela expressão externa desse padrão de acumulação chinesa. A China, então, entrou no mundo e, com seu padrão de acumulação baseado na repressão ao consumo, gerou desequilíbrio estrutural entre a oferta e a demanda efetivas globais. Depois disso, de onde poderia vir a demanda necessária para essa nova oferta?

A resposta seria: do mundo rico e desenvolvido.

## **Reclamando de barriga cheia**

A partir de 1997, começamos a ver na economia internacional um crescente padrão de grandes *deficit* e *superavit* em conta corrente. Ocorria *deficit* em países ricos e *superavit* em países pobres, contrariando o bom senso econômico. Estava começando, então, o período dos desequilíbrios globais.

O debate sobre desequilíbrios globais gerou pequena indústria acadêmica e muita movimentação no mundo da diplomacia econômica internacional. Devemos notar que o termo desequilíbrio global já parte de uma conotação negativa: não é somente desequilíbrio, mas também é global! O que gerou tanto medo e ansiedade foi o fato de, na década de 1997-2007, ter ocorrido forte expansão do *deficit* em conta corrente dos EUA ante crescente, e quase simétrico, *superavit* na Ásia e em países exportadores de petróleo. Como escreve o economista Eswar Prasad:

Nas comunidades acadêmicas e dos formadores da política econômica, os crescentes *deficit* em conta corrente e a expansão dos *superavit* em conta

corrente da China começou a ser visto como tipificando o problema de “desequilíbrios globais”. A conotação negativa foi intencional, captando a visão de que o capital estava fluindo na direção oposta ao que é previsto por modelos econômicos convencionais e que a culpa era de políticas inadequadas tanto nos países avançados como nos emergentes.<sup>15</sup>

Um exemplo, entre muitos, que poderíamos citar, foi o modelo apresentado pelos economistas Maurice Obstfeld e Kenneth Rogoff em 2005<sup>16</sup>. Nesse modelo, que leva em consideração efeitos de equilíbrio geral entre países com graus de produtividade distintos, a aplicação empírica sugere que, para trazer o sistema global de volta ao equilíbrio, o dólar americano talvez tivesse de desvalorizar 30%! Um choque de magnitude, como eles mesmos alertam, semelhante ao que ocorreu nos anos 70, com o fim do sistema de Bretton Woods. Por muito tempo, o consenso entre muitos economistas era que esses desequilíbrios seriam resolvidos por eventual crise americana, que levaria a grande depreciação do dólar. Agora sabemos que se deu o oposto.

Assim, começou grande caçada aos culpados. Para os americanos, a culpa vem essencialmente das políticas mercantilistas dos países emergentes, particularmente da China. Para os emergentes, a culpa vem da falta de austeridade nos países desenvolvidos, que leva a excesso de consumo.

Uma maneira de entender como o sistema funcionou seria conceituar a ideia de cruzamento macroeconômico global, em que diferentes grupos de países se encontram<sup>17</sup>.

Partindo de 1995, dividimos o mundo em quatro blocos:

1. os poupadores – Aqui colocamos os países asiáticos, sendo a China o maior deles, junto com um grupo de exportadores de petróleo<sup>18</sup>. Esses países se tornaram os grandes provedores globais de poupança depois de 1997 (até 1995 ainda não eram os poupadores);
2. os outros emergentes – Aqui inserimos um conjunto de grandes países emergentes, sem necessariamente serem provedores de poupança globalmente. Abrange Brasil, Índia, Indonésia, África do Sul e Turquia;
3. EUA, Canadá e União Europeia – Aqui colocamos países que geraram *deficit* durante esse período;

---

<sup>15</sup> Ver Eswar Prasad, 2014, p. 43.

<sup>16</sup> Ver Maurice Obstfeld, Kenneth Rogoff, The Unsustainable US Current Account Position Revisited, NBER Working Paper 10869, November 2004.

<sup>17</sup> Essa ideia, retirei do livro do Daniel Alpert, citado acima.

<sup>18</sup> Especificamente: China, Singapura, Coréia, Malásia, Tailândia, Arábia Saudita, Catar, Nigéria, Rússia, Venezuela.

4. Japão – Destacamos o Japão fora do grupo asiático, por ser um país que gerou grandes *superavit* na sua conta corrente (como o resto da Ásia), mas com baixo crescimento (diferente do resto da Ásia).

Então, nessa época, os poupadores não estavam poupando, o que gerava pequeno *deficit* em conta corrente de -0,3% do PIB. O mesmo se dava nos países desenvolvidos, com *deficit* também pequeno de -0,6% do PIB (apesar de ser valor expressivo em dólares, US\$122 bilhões). Os emergentes também tinham *deficit*, mais expressivos em termos do seu PIB e menos em termos absolutos (US\$36 bilhões). Do outro lado, temos *superavit* no Japão, que financiava esses *deficit*.

Qual era a situação em 2006, no auge dos desequilíbrios globais?

A situação mudou radicalmente. Primeiro, há maior *deficit* (US\$843 bilhões ante US\$166 bilhões em 1995) e *superavit* (US\$785 bilhões ante US\$137 bilhões em 1995) no conjunto desses países. Segundo, de deficitários, os poupadores, entraram com peso, emprestando mais de 10% de seu PIB ao mundo, o equivalente a US\$618 bilhões, enviando boa parte dessa quantia ao mundo desenvolvido.

Mas há outra diferença crucial: o crescimento global, que, em 2006, foi de 5,25% ao ano, ante 3,3% em 1995.

E depois da crise? Em 2013 o sistema desinflou. Os poupadores mantiveram seu lugar no sistema, mas em proporção bem menor do seu PIB coletivo, poupando somente 4,3% do PIB. O mesmo ocorreu com os países deficitários, com redução de US\$231 bilhões de seus *deficit*, ante US\$813 bilhões em 2006. O Japão viu sua contribuição global cair tanto em termos relativos como em termos absolutos. E os emergentes, antes em situação confortável, apresentavam *deficit* expressivo, em parte por forte queda do seu crescimento, equivalente a US\$245 bilhões, ante US\$30 bilhões em 2006. E o mais importante: o crescimento do PIB global caiu para 3,0%.

Assim, podemos ver que a época dos desequilíbrios globais, que tanto preocupou a academia, mercado e políticos foi, na verdade, uma época de ouro na economia global. A relação positiva entre o tamanho agregado dos *deficit* e *superavit* comerciais e o crescimento econômico global não foi meramente um acaso, mas uma relação causal: a capacidade de diferentes países de reciclar sua poupança onde há oportunidades de investimento e consumo eleva a demanda agregada do conjunto. Em 2006, a enorme capacidade de oferta asiática tinha seu complemento na enorme demanda dos países desenvolvidos e na de alguns emergentes. O crescimento global certamente foi bem maior por causa desses *deficit* e *superavit*. Mais importante, é impossível pensar nos grandes avanços dos países emergentes nessa época, sem que isso tivesse ocorrido.

Isso porque, como nos ensinou Keynes, a oferta agregada realmente não estabelece necessariamente sua demanda. Mas, nesse caso, a oferta de fato determinou sua

demanda em razão do padrão de acumulação do modelo de crescimento escolhido pelo principal agente dessa época: a China.

Agora temos de entender como se deu essa reciclagem e seus efeitos sobre os mercados financeiros globais.

### **Poupança não é crédito**

Para entender como se deu essa reciclagem de poupança, é necessário distinguir o ato de provisão de poupança do ato da criação do crédito. Essa distinção, muito mal explicada nos livros-textos econômicos, gera todo tipo de confusão.

A criação de crédito em uma economia monetária é um ato de fortalecimento de poder de compra criado pelo mercado financeiro. Quando um banco decide conceder crédito, vale dizer, um empréstimo, ele deposita uma quantia de dinheiro na conta do seu cliente, que o transfere para o vendedor do bem (ou serviço) adquirido. O banco agora tem um ativo novo no seu balanço, o empréstimo. Mas, de onde veio esse dinheiro? De onde veio o *funding* da operação?

Muitas pessoas podem pensar que, antes de conceder o empréstimo, de constituir esse novo ativo, o banco deveria ter o mesmo valor de poupança já disponível. Assim, haveria limitação na criação de crédito, que teria que ser igual ao valor de poupança pré-existente: primeiro a poupança, depois o investimento.

Mas isso não é o que ocorre necessariamente. É possível que o banco tenha liquidez excedente do lado do seu ativo, por exemplo, aplicações em títulos do governo, e, assim, ele pode vender esses títulos para constituir o *funding* para a nova operação de crédito. Isso se configuraria como troca entre componentes do lado dos ativos do banco, sem mudança nos passivos.

Mas vamos tratar do caso mais interessante, no qual o banco não tenha essa liquidez excedente disponível. Nesse caso, haverá expansão do seu balanço, e não somente troca entre componentes de ativos existentes no balanço, que não muda de tamanho.

Até agora nosso banco tem um ativo, o empréstimo, mas precisa de um passivo, precisa de *funding*.

No entanto, esse mesmo banco já constituiu este *funding* quando pagou o vendedor do bem em nome do seu cliente. Essa transferência de recursos gera um depósito na conta do vendedor. Se o vendedor tem conta no mesmo banco, automaticamente o banco “casa” a geração do ativo (o empréstimo de quem comprou) com o passivo (o depósito de quem vendeu). Se o vendedor não tem conta no mesmo banco, haverá alguma transação interbancária para transferir esse montante como passivo para o banco que

originou o empréstimo<sup>19</sup>. Em ambos os casos, a criação do ativo gera, automaticamente, a criação de um passivo. É por isso que podemos dizer que a oferta de crédito (e dinheiro) em uma economia é algo endógeno ao sistema bancário e financeiro<sup>20</sup>.

Não existe nenhum limite à criação de dinheiro e crédito pelo setor bancário? De fato, existem vários limites prudenciais como limites de mercado.

Bancos centrais elaboram regulação prudencial que limita a criação de ativos. Isso se dá de várias maneiras, por exemplo, impondo a necessidade de o banco alocar capital próprio contra cada operação de crédito. Então, cada nova operação vai utilizar uma quantia de capital para cobrir riscos de perdas, o que limita a quantidade de ativos que o banco pode carregar no seu balanço. Por esse motivo, medidas prudenciais acabam tendo efeitos macroeconômicos.

Há também a necessidade de pagar o empréstimo concedido. Em um sistema bancário competitivo, bancos fazem empréstimos até o limite de achar o tomador marginal de recursos que terá condições prospectivas de pagar suas dívidas. Quem emprestar além desse limite, deve perder dinheiro.

Outra limitação imposta à criação de moeda seria a determinação do seu preço pela política monetária. Estabelecendo, pelo seu poder de mercado, a taxa de juros curta (no nosso caso, a taxa Selic, uma taxa de juros de um dia), um banco central ajuda a determinar o custo do dinheiro, influenciando (mas não determinando) a demanda e a oferta de crédito na economia. Se o banco central sobe o custo do dinheiro, diminui-se a demanda e, conseqüentemente, diminui a taxa de crescimento do crédito e a da economia, assim como, com alguma defasagem, a da inflação.

Então, não existe relação entre crédito, investimento e poupança? Alguns economistas, interpretando Keynes, argumentam que não. A poupança seria um resíduo do processo da determinação da demanda agregada na qual sempre haverá, *ex post*, igualdade entre o valor de investimento e o de poupança. Então, não precisamos nos preocupar com o valor de poupança, somente com o de investimento como fator de formação da renda.

Essa descrição está certa no seu sentido monetário, mas errada no seu sentido econômico. Com isso quero dizer que o ato do sistema monetário de criar, de forma endógena, crédito e moeda não gera poupança, mas sim poder de compra. Esse poder de compra é, então, usado para adquirir bens e serviços, e a provisão desses bens e serviços depende sim da provisão prévia de poupança: alguém teve de deixar de consumir para

---

<sup>19</sup>Esse “casamento” se dá diariamente no mercado interbancário, onde se “compra” e “vende” dinheiro, ou especificamente, bancos tomam ou dão recursos para fechar a posição de caixa. Havendo um descasamento (talvez bancos à procura de recursos por não ter seu crédito aceito no interbancário em que empréstimos são concedidos sem lastro), o banco central entra para “zerar o caixa” dos bancos, tomando ou dando recursos, usualmente vendendo ou comprando títulos.

<sup>20</sup> Para explanação detalhada de como o sistema bancário “cria” dinheiro, ver Money creation in the modern economy, *Bank of England Quarterly Bulletin*, March 2014.

estabelecer as condições produtivas para atender à demanda aumentada pela geração de crédito. Isto significa que há um limite “produtivo” que deve responder à demanda gerada pela elevação de poder de compra. Isso gera restrições intertemporais entre consumo, investimento e poupança, que se impõem no tempo. Não observar esses limites, certamente, leva a crescente desequilíbrio, manifesto normalmente pela alta da inflação e elevado *deficit* externo.

### **Cisão de riscos e provisão de poupança**

Quem toma e fornece crédito não precisa, necessariamente, aceitar todos os riscos da operação. No caso acima, o banco cria um ativo (o empréstimo) que fica em seu balanço, e o dinheiro que fica no seu passivo. Fazendo isso, o banco corre vários riscos:

1. risco de crédito: o risco de a pessoa que tomou o empréstimo não poder pagar;
2. risco de juros: mudanças na curva de juros podem influenciar negativamente o valor dos ativos ou passivos do banco, independentemente de possíveis mudanças na capacidade de pagamento do devedor;
3. risco de liquidez (*funding*): há comumente descasamento de prazos entre ativos – mais longos – e passivos. Assim, o banco pode sofrer uma queda de seu *funding* antes de poder liquidar seus ativos; e
4. risco cambial: uma variação do risco de liquidez se o banco tomou *funding* em outra moeda.

O que ocorreu de novo nas últimas décadas foi o desenvolvimento de mercados e instrumentos financeiros para cindir cada um desses riscos, de tal maneira, que o provedor de um empréstimo pode se desfazer, em tese, de cada um desses riscos, a saber:

1. risco de crédito: *credit default swaps* (CDS), proteção contra risco de calote;
2. risco de juros: *interest rate swaps*, ou *swap* de taxa de juros;
3. risco de liquidez: várias modalidades de securitização; e
4. risco cambial: vários instrumentos de *hedge* (*swaps*, opções, futuros, contratos a termo).

A existência desses instrumentos foi fator-chave para possibilitar que, durante a época dos desequilíbrios globais, houvesse farta provisão de poupança pelos emergentes, que se transformava em poder de compra de um consumidor nos países desenvolvidos. Descreveremos um caso um pouco idealizado, para mostrar como esses mecanismos funcionam.

Vamos dizer que um consumidor americano use seu cartão de crédito para comprar bens que foram produzidos na China. Qual a corrente de riscos que esse ato de consumo cria? Como são distribuídos entre diferentes agentes do sistema financeiro?

O uso do cartão de crédito gera um ativo para o banco que está patrocinando o cartão, equivalente a um empréstimo. Como discutimos acima, dinheiro – dólares norte-

americanos – é creditado na conta do vendedor, mas, nesse caso, essa empresa está na China. Então, haverá uma operação de câmbio na qual se trocam os dólares pelo yuan chinês.

Quem fica com esse risco cambial (já que o empréstimo será quitado em dólares)? Lembre que argumentamos como, de alguma forma, pelo mercado interbancário, o depósito feito pelo banco que gerou o crédito na conta do vendedor tem de voltar ao banco como passivo. Nesse caso, na prática, quem compra os dólares e vende yuan para a empresa na China é o banco central chinês. Isso porque o banco central chinês limita a capacidade de empresas locais terem ativos em moeda estrangeira. Então, quem talvez faça a operação cambial seja um banco americano, que, para passar os recursos para a empresa na China, passa pelo banco central chinês.

Mas o banco central chinês devolve esses recursos ao sistema bancário americano, acumulando reservas. Na prática, isso implica comprar algum ativo de renda fixa com baixo risco, como um bônus do Tesouro americano. Dessa maneira, o banco central chinês fica com o risco cambial e inicia o processo de *funding* para a operação, já que ele compra um ativo de renda fixa – mas não o empréstimo original feito ao consumidor – e devolve dólares ao sistema financeiro americano.

Quem vendeu *Treasuries* aos chineses? De certa forma, tanto faz, porque, no equilíbrio geral, depois de talvez muitas transações, no final delas, alguém (que não é chinês) que vendeu *Treasuries* ao banco central chinês recebeu dólares e, com esses dólares, comprou o risco de crédito da operação original. Isso quer dizer que alguém ficou comprado no risco de crédito, ganhando um *spread* – um diferencial de retorno – entre o que paga a taxa do cartão de crédito e a taxa menor (por ser sem risco) das *Treasuries*, agora nas mãos do banco central chinês.

A maneira de ficar comprado no risco de crédito pode se dar por vários instrumentos, mas o mais simples seria a emissão, pelo banco, de um título ABS, ou *asset-backed securities*, que seria uma securitização de vários empréstimos de cartão de crédito, efetivamente retirando o risco de crédito e de *funding* do seu balanço.

Vamos a alguns números. Em 2002, a China possuía US\$217 bilhões em reservas. Hoje, ela detém em torno de US\$3,5 trilhões, já incluída a forte saída de divisas na primeira metade de 2015. A grande parte dessa acumulação se deu pela reciclagem de recursos oriundos dos *superavit* em conta-corrente da China.

No caso dos EUA, em 2013, de uma dívida bruta total de US\$16,8 trilhões, US\$5,6 trilhões estavam nas mãos de estrangeiros, a maioria bancos centrais<sup>21</sup>. Se olharmos para a dívida líquida de US\$12 trilhões (retirando *Treasuries* do sistema previdenciário), estrangeiros seriam detentores de 47% da dívida do governo americano.

---

<sup>21</sup> Ver Prasad, 2014, p. 91.

Nos EUA, no final de 2007, auge do período dos desequilíbrios globais, o estoque de endividamento tradicional, títulos do governo e de empresas, chegava a US\$12 trilhões. Mas o estoque de ativos securitizados era quase igual, US\$11,5 trilhões, sendo US\$2,5 trilhões em *asset-backed securities* (ABS) e US\$9 trilhões em *mortgage-backed securities* (MBS), representando hipotecas securitizadas<sup>22</sup>. Estava acumulado o risco de crédito do sistema.

Portanto, durante esse período de forte crescimento global e grandes *deficit* e *superavit* comerciais entre regiões, também foi construído enorme descasamento de posições. O mundo – na verdade, países asiáticos liderados pela China – ficaram comprados em *Treasuries* e, assim, dispostos a prover o *funding* necessário ao consumidor americano, aceitando o risco cambial e de juros, acumulando reservas em dólares. Mas não aceitavam o risco de crédito, representado por ABS, MBS e *collateralized debt obligations* (CDO), instrumentos de securitização do risco de crédito<sup>23</sup>.

Quem, então, ficou com esse risco de crédito? Além do sistema bancário tradicional, aqui entra o que hoje chamamos de *shadow banking system*, o sistema bancário paralelo.

### ***Carry trade global***

Olhando o equilíbrio geral do sistema global, notamos que a recusa dos provedores de poupança em aceitar risco de crédito – fruto do fato de a acumulação de passivos que se deu no âmbito de bancos centrais de países emergentes, que somente acumulam *safe assets* como *Treasuries*, gera descasamento dentro do sistema financeiro global. Havendo, na ponta final, a concessão de crédito, e, na ponta inicial, a provisão de *funding*, necessariamente, entre os dois, há um grupo de agentes que estão vendidos no *funding* e comprados no risco de crédito.

Tal estratégia se configura, conceitualmente, como um *carry trade*, ou uma operação na qual o investidor carrega um ativo de maior retorno (e risco), ficando vendido em outro ativo com custo menor, ganhando a diferença, ou *spread*, entre os dois.

Aqueles que conhecem os mercados de câmbio sabem que há um grupo de investidores que tem como estratégia básica operar *carry trade*. Mas aqui quero generalizar o conceito além de sua aplicação corriqueira. O que pretendo mostrar é que o sistema econômico e financeiro internacional antes da crise gerou um *carry trade* sistêmico

---

<sup>22</sup> Anton Brender e Florence Pisani, *Global imbalances and the collapse of globalized finance*, Center for European Policy Studies, 2010, p. 10.

<sup>23</sup> E verdade que bancos centrais compraram grande quantidade de MBS emitidos pelas agências hipotecárias americanas, como a Freddie Mae, que eram vistas como detentoras da garantia implícita do governo americano, mas somente porque eram vendidas como “quase” *Treasuries*, e foram, de fato, pagos pelo governo quando essas agências foram estatizadas depois da crise.

entre classes de ativos, como também em moedas. Um sistema de crédito paralelo, o *shadow banking system*, surgiu para intermediar a demanda por crédito dos consumidores nos países desenvolvidos junto com a recusa desse risco de crédito do poupador nos países emergentes. Esse sistema estava, na verdade, executando a mesma estratégia e, portanto, estava vulnerável aos mesmos tipos de choques.

No nosso exemplo, quando o banco vende o ABS, securitizando os recebíveis dos cartões de crédito, ele abre um espaço no seu balanço, liquidando tanto ativo como passivo, liberando o *funding* que estava sendo utilizado para carregar o ativo. Isso possibilita ao banco fazer novos empréstimos e, assim, ele escapa dos limites impostos para a criação de crédito e dinheiro – algo que acaba enfraquecendo a potência da política monetária.

Lembramos que, apesar de o vendedor do bem ser uma empresa chinesa, depois da operação de câmbio na qual entregou yuan a essa empresa, o banco central chinês comprou um título do Tesouro americano, o que efetivamente fez retornarem os dólares ao mercado financeiro americano.

Portanto, agora há duas coisas que procuram um lar seguro: o ABS emitido pelo banco e os dólares que voltaram a título da compra dos *Treasuries*. Notamos que, de largada, o ABS paga uma taxa de juros maior que o custo desses dólares. Quem se habilita a carregar essa posição? Nessas condições, boa parte do mercado financeiro! Especificamente, o sistema de crédito não bancário que leva o nome peculiar de *shadow banking system*.

Começamos pelos bancos de investimentos, membros mais bem conhecidos desse sistema paralelo. Tradicionalmente, bancos de investimentos surgiram como corretoras, para distribuir emissões de novos títulos – ações e renda fixa – e intermediar a compra e a venda nos mercados secundários, na verdade, atividades de baixo risco.

No entanto, a partir dos anos 80, respondendo à oportunidade de lucro durante esse período, houve expressivo crescimento do setor. Os bancos de investimento começaram a se dedicar não somente à intermediação de títulos – que implica giro rápido e de pouco risco de posições relativamente líquidas – mas também à de compra e armazenamento de ativos e riscos em seus balanços. No espaço de dez anos até 2007, o tamanho do setor nos EUA quadruplicou, chegando a US\$3 trilhões. Boa parte desse crescimento se deu devido a posições proprietárias, *merchant banking* e outras atividades de compra de ativos para fins especulativos – valor que, em 2007, chegou a US\$800 bilhões<sup>24</sup>. Parte também se deu pela necessidade de carregar ativos para facilitar o processo de securitização, sendo conduzido pelo sistema bancário e os geradores de hipotecas. Nesse processo, os bancos de investimento cresceram rapidamente e, com crescente alavancagem, que chegou a 30 ou 40 vezes o patrimônio

---

<sup>24</sup> Brender e Pisani, (2010), p. 15.

líquido, tornaram-se um dos mais importantes “poços” de acumulação de risco residual de crédito do sistema.

O segundo agente que emergiu para aproveitar esse *carry trade* global foram os *hedge funds*. Esse setor de fundos privados cresceu para US\$1,9 trilhão de patrimônio em 2007<sup>25</sup>. Devemos notar que isso representa o patrimônio líquido do setor, com seu total poder de compra multiplicado pelo grau de alavancagem desses fundos. Apesar de seguir estratégias distintas, muitas delas acabam sendo variantes de comprar e carregar ativos de maior risco e retorno.

Outros agentes que se evidenciaram foram os veículos fora do balanço, que também ficaram conhecidos como *structured investment vehicles* (SIVs). Esses instrumentos foram instituídos pelo setor bancário, para evitar as restrições prudenciais dos reguladores, adotando veículos para colocar ativos securitizados. Carregando uma garantia do seu parente bancário, esses SIVs se financiavam emitindo dívida de curto prazo, ganhando o *spread* entre seus ativos e seus passivos. No total, diferentes entidades desse tipo estavam carregando US\$1,8 trilhão em 2007<sup>26</sup>.

Apesar de ser uma tarefa bastante difícil avaliar o tamanho do setor, especialmente por ser bastante opaco – muitas vezes, intencionalmente –, alguns analistas calculam que, em 2007, esse sistema interligado de *shadow banking* chegou a superar o tamanho do sistema bancário nos EUA<sup>27</sup>.

Esse sistema funcionou essencialmente muito bem durante os anos dos desequilíbrios globais. Vamos afirmar o seguinte: ele não veio do nada nem foi criação de um sistema financeiro fora do controle, visão que se tornou lugar comum sobre esse período. Todo esse sistema se instalou, porque houve um arcabouço de relações internacionais, junto com um padrão de acumulação em países-chaves do mundo emergente, especialmente a China, em que o risco de crédito acabou sendo um resíduo indesejado, mas necessário, do processo. Não se imaginaria o grande avanço dos países emergentes, mesmo o do Brasil, sem a existência do *shadow banking system* nos países centrais. Não há como ver esses fatos desvinculados. Não haveria, sem o *shadow banking*, como criar o complemento de demanda agregada necessário para absorver o enorme crescimento da oferta agregada global que foi gerado nesse período de forte crescimento da economia global.

### **Bolhas por todos os lugares**

Não por acaso, esse período dos desequilíbrios globais, o período da ascensão da China e dos mercados emergentes, também foi o período das bolhas especulativas de crédito e do setor imobiliário nos países desenvolvidos.

---

<sup>25</sup> Brender e Pisani, (2010), p. 16.

<sup>26</sup> Brender e Pisani, (2010), p. 17.

<sup>27</sup> Brender e Pisani, (2010), p. 17.

Agora vamos ver como o processo de acumulação de risco de crédito dentro do *shadow banking system* gerou forte tendência para apreciação dos preços dos ativos. Isso levou a bolhas especulativas e, ao longo do tempo, a crescente fragilidade financeira que culminou com a crise eclodida com a queda do banco *Lehman Brothers*.

Conceitualmente, quem melhor descreveu essa dinâmica foi o economista americano Hyman Minsky. Sua posição foi sucintamente exposta em 1975:

Os arranjos financeiros nos quais a tomada de empréstimos se faz necessária para o pagamento de outras dívidas são considerados parte de um sistema financeiro especulativo. Ao longo de alguns anos, em que sérias depressões são evitadas ... O peso sobre a economia de unidades que dependem desse sistema especulativo aumenta ... Os bons tempos induzem a riscos nos balanços gerais. O processo pelo qual o sistema especulativo aumenta ... Leva a preços de ativos mais altos e a níveis elevados de investimento ... o que em troca leva homens de negócios e banqueiros a considerarem que suas experiências com sistema especulativo foram válidas. Tais reações divergentes e altamente exacerbadas são características de um sistema instável<sup>28</sup>.

Apesar de terem sido escritas muito antes do decênio 1997-2007, as palavras de Minsky descrevem muito bem o que se passou durante esse período de desequilíbrios e bolhas globais.

O que Minsky caracteriza como efeito do progressivo aumento do valor de crédito na economia gera tendência de alta nos preços dos ativos. Lembramos que, como a criação de dinheiro efetivamente cria poder de compra, não é difícil imaginar que haverá situações nas quais a elevação de poder de compra dos investidores dentro do sistema pode levar a aumento progressivo dos preços.

Quais seriam essas condições? Certamente, se o custo do dinheiro estiver barato demais, haverá incentivos para os agentes usar os mercados de crédito para sustentar o crescimento de suas posições especulativas – efetivamente esse é o processo cumulativo descrito pelo economista sueco Knut Wicksell, cem anos atrás. No que descrevemos acima, se o custo de *funding* estiver barato em relação à taxa de retorno esperada nos ativos que representam risco de crédito, haverá incentivos para aumentar o tamanho das posições especulativas.

Estava o custo de *funding* deprimido durante esse período? Acredito que sim, por duas razões. A primeira, que já discutimos, é a reciclagem do contrafluxo de poupança e dinheiro vindo da Ásia de volta aos mercados americanos, o *savings glut*, descrito por Ben Bernanke. Esse forte fluxo aumentou a oferta de dinheiro, levando a taxas de juros

---

<sup>28</sup> Ver Hyman P. Minsky, 2010, p. 92.

mais baixas. Alguns estudos sugerem que esse fator deprimiu as taxas longas nos EUA em torno de 0,5%<sup>29</sup>.

A outra razão, que é complementar à tese do *savings glut*, é que, durante esse período, o Fed colocou a taxa da política monetária, o *fed funds*, abaixo do seu nível neutro. Isso se deu por razões conjunturais e estruturais, mas também em razão dos mecanismos descritos por Minsky.

O Fed decidiu baixar agressivamente o *fed funds*, que estava em 6,5% em 2000, para 1% em 2003, depois da implosão da bolha da internet. Depois, com a recuperação da economia, a elevação dos juros foi feita de forma bastante lenta e gradual, de tal maneira, que isso não serviu para frear a expansão nos mercados de crédito e imobiliários. A primeira experiência com *forward guidance*, promovida por Alan Greenspan, foi fator fundamental para aumentar o grau de risco do sistema, por garantir um processo suave de ajuste monetário.

Outra razão que levou o Fed a perseguir a política expansionista foi o fato de que a rápida expansão da oferta agregada global levou, até 2007, a um período de ótimo comportamento da inflação (conhecido hoje como a “*great moderation*”). Assim, apesar de não haver uma meta de inflação formal, não havia, aparentemente, razão no que se refere à inflação para subir a taxa de juros mais rapidamente.

Finalmente, houve um processo em que a formação de crédito e o progressivo aumento na alavancagem da economia tiveram efeitos benéficos sobre os investimentos, fator que, nas palavras de Minsky, validava as expectativas dos investidores e das autoridades monetárias, que olhavam a economia crescer sem pressões inflacionárias. Assim, apesar do forte crescimento no crédito e da inflação nos preços dos ativos financeiros, parecia que tudo estava indo muito bem. Foi assim que banqueiros centrais, como Alan Greenspan, tornaram-se celebridades, comemorados como grandes maestros<sup>30</sup> da economia.

Se, de um lado, havia *funding* barato, de outro, havia o preço dos ativos em elevação. Essa é a combinação perfeita para grandes ganhos. O que, então, acabou dando errado?

Duas coisas. Primeiro, houve aumento da alavancagem dos agentes. Apesar de os lucros aumentarem o patrimônio líquido, o capital dos investidores, observamos que o tamanho das posições cresceu de forma acelerada, acima do crescimento do capital próprio.

---

<sup>29</sup> Maurice Obstfeld, Kenneth Rogoff, Global Imbalances and the Financial Crisis: products of common causes, Paper for Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, November 2009.

<sup>30</sup> Título de livro de 2000, escrito pelo jornalista Bob Woodward, que exalta o período em que Greenspan esteve à frente do Fed.

Fora o aumento da ganância, que observamos quando pessoas estão ganhando dinheiro, algo já bastante estudado na área da economia comportamental, há outros mecanismos que podem levar a aumento no nível sistêmico da alavancagem. Por exemplo, em um estudo de 2013, os economistas Tobias Adrian e Hyun Song Shin mostram como a utilização de certos modelos de risco dentro do sistema bancário, conhecido como *value at risk*, implica um comportamento pró-cíclico do setor, aumentando a exposição durante épocas de baixa volatilidade<sup>31</sup>.

Outra questão vem do retorno esperado dos ativos, “carregados” pelos agentes, financiados por dinheiro barato. O que é sempre verdade, mas muitas vezes esquecido quando existe um processo sistemático de alta de preços, é que o retorno tem relação inversa com o preço de um ativo. Em outras palavras, quanto mais caro algo fica, menor é o provável retorno desse investimento. Foi isso que, durante esse período, observamos: apesar da alta de preços, a taxa de retorno desses investimentos começava a cair devido à queda dos *spreads*.

Ao juntamos essas duas consequências – aumento de alavancagem e *spread* menor – vemos como todo o sistema se torna mais vulnerável e instável ao longo do tempo. Pequenos choques, ou surpresas, negativos podem levar, rapidamente, a retornos negativos, inadimplência e pânico.

Foi isso o que ocorreu. Do lado do *funding*, o Fed aumentou o *fed funds*, que chegou a 5,25% ao ano em 2006. Ironicamente, a perda de potência da política monetária devido ao *global savings glut* forçou o Fed a aumentar a taxa de juros além do esperado. Ao mesmo tempo, o sistema acumulava maior alavancagem e menores retornos esperados devido à alta contínua dos preços. Eventualmente, com o início do declínio do mercado imobiliário, a fragilidade sistêmica gerou, com a quebra do *Lehman Brothers*, uma série de *fire sales* em várias classes de ativos, acompanhada por desintermediação do sistema, devido a dúvidas sobre o valor dos ativos em várias instituições financeiras, decorrentes da quebra de expectativa quanto ao grau de apoio implícito ao sistema (devido à decisão de não socorrer o *Lehman*).

### ***Tsunami: QE infinity***

Com o estouro da crise, e contra as expectativas mais pessimistas, o Fed e o Tesouro americano conseguiram salvar o sistema, operando como intermediários de última instância e deixando claro que não haveria outro *Lehman*: nenhuma outra instituição sistemicamente importante iria quebrar.

Esse surpreendente sucesso, junto com a forte reação da China, levou a um surto de euforia já em 2009, especialmente nos países emergentes. O FMI, em suas projeções

---

<sup>31</sup> Tobias Adrian, Hyun Song Chin, Procyclical leverage and value-at-risk, Staff Report Federal Reserve Bank of New York, August 2013. No modelo deles, os bancos mantêm uma razão de risco contra patrimônio líquido estável, para fixar limite para a probabilidade de falência. Isso implica, portanto, uma razão variável entre risco contra o tamanho do balanço, que cresce quando há queda na volatilidade.

feitas em outubro de 2009, previa a volta do crescimento da economia global de 3,1% em 2010, depois de cair -1,1% em 2009. Além disso, o FMI projetava que a economia mundial voltaria a crescer 4,5% em 2014, o mesmo grau de crescimento visto antes da crise<sup>32</sup>. Para muitos – não somente no Brasil –, os bons tempos voltariam, e rapidamente.

De fato, o crescimento global foi excepcional em 2010, 5,2%, mas, depois disso, a desaceleração foi contínua, e dura até hoje, afetando principalmente os emergentes.

O que explica, porém, a fraca recuperação dos países desenvolvidos durante os anos depois da crise, dado o grande sucesso em rapidamente estabilizar o sistema? Por que quebramos o padrão usual de relativamente fortes recuperações depois de recessões nos países desenvolvidos, especialmente na dinâmica economia americana?

Uma hipótese importante que ajuda a explicar esses fatos vem do economista Richard Koo, que popularizou o conceito de *balance sheet recession*, que vamos traduzir como recessões de balanço.

O que causa uma recessão de balanço é bem captado pela descrição de Koo sobre o que ocorreu no Japão nos anos 90:

Para boa parte desse período, o Japão ostentou o maior *superavit* comercial do mundo – o que implica que consumidores ao redor do mundo ainda queriam comprar produtos japoneses ... Em outras palavras, operacionalmente – desenvolvendo e vendendo produtos e tecnologias – ainda eram saudáveis. O fluxo de caixa estava robusto, e as empresas estavam gerando lucros anuais. Ainda assim, muitas dessas empresas tinham um patrimônio líquido negativo por causa do buraco enorme deixado em seus balanços pela queda vertiginosa dos preços dos ativos domésticos ... Gerentes de empresas saudáveis e com fluxo de caixa positivo, mas balanços esgarçados, vão responder da mesma maneira: usar o fluxo de caixa para pagar dívidas o mais rápido possível<sup>33</sup>.

Assim, como consequência da crise financeira, empresas usam seus lucros operacionais para pagar dívidas que superam o valor de mercado (mas não contábil) de ativos (normalmente ações de outras empresas, investimentos imobiliários) acumulados durante o *boom* econômico. Esse comportamento de minimizar endividamento – e não maximizar lucro – implica, para a economia, forte queda nos investimentos. Considerando o Japão e outros países, Koo argumenta que, nesses casos, a política monetária será relativamente ineficaz, e que somente uma política fiscal expansionista pode sustentar o nível da demanda agregada durante esse período de reparo aos balanços das empresas. Koo argumenta que, no caso japonês, a forte expansão fiscal e o aumento do endividamento, algo muito criticado por muitos analistas, foi a única coisa que salvou a economia de depressão econômica.

---

<sup>32</sup> IMF, World economic Outlook, October 2009, p. 169.

<sup>33</sup> Ver Richard Koo, 2009, p. 15. Tradução do autor.

No caso americano, o sobre-endividamento ocorreu do lado dos consumidores. Como mostram os economistas Atif Mian e Amir Sufi, o que tornou a crise financeira de 2008-2009 uma grande recessão foi a concentração de endividamento, especialmente imobiliário, no segmento mais pobre da população americana.

Segundo esses autores, a queda do setor imobiliário foi de US\$5,5 trilhões, ante o PIB de cerca de US\$14 trilhões. Mas essas perdas foram concentradas geograficamente e socialmente. Os 20% mais pobres tinham, antes da crise, níveis de alavancagem (razão de dívida contra ativos) de 80%, contra somente 7% para os 20% mais ricos<sup>34</sup>. Enfrentando a queda de 30% nos preços dos imóveis entre 2006 e 2009, a única resposta desse segmento foi forte queda no consumo, que foi, na eclosão da crise, o que jogou a economia no chão. Somente depois, o investimento também caiu<sup>35</sup>. Geograficamente, cidades nas quais havia os maiores valores de endividamento tiveram a maior queda de consumo durante a recessão.

Assim, o endividamento excessivo da parcela mais pobre da população provocou um poderoso efeito multiplicador sobre a demanda agregada. Como no caso das empresas descritas por Koo, os consumidores têm um buraco em seu balanço altamente alavancado, que gera tanto a queda de consumo como até, se a pessoa tem a sorte de manter seu emprego, o aumento da taxa de poupança. Assim temos, na fragilidade financeira do consumidor, o espelho da fragilidade financeira ocorrida no setor financeiro.

Notamos aqui também a relativa ineficácia da política monetária. Como escrevem Mian e Sufi:

O Fed não tem controle direto sobre a quantidade de dinheiro na economia. O Fed não imprimiu dinheiro; ele cria reservas bancárias ... dependendo dos bancos para aumentar o crédito e enfraquecendo muito a política monetária. (Durante a recessão) os bancos não querem emprestar e os consumidores não querem se endividar<sup>36</sup>.

Lembrando nossa discussão sobre como a oferta de dinheiro é endógena, um banco central pode aumentar o nível de reservas do sistema bancário, comprando ativos dele. No caso do Fed americano, o nível de reservas saltou de US\$90 bilhões em 2008 para US\$2 trilhões em 2014. Mas quem transforma isso em dinheiro é o sistema bancário, atendendo à demanda por crédito. Se os bancos não querem emprestar por medo de perdas, e o consumidor não quer tomar emprestado também por medo, não há muito o que possa ser feito pela política monetária.

---

<sup>34</sup> Atif Mian, 2014, p. 20.

<sup>35</sup> In the third quarter of 2008, the collapse in GDP was driven by the collapse in *consumption*. Non-residential investment contributed negatively to GDP growth, but its effect was less than *half* the effect of consumption. Mian, Suffi, 2014, p. 34.

<sup>36</sup> Mian, Suffi, 2014, p. 155. Tradução do autor.

Por essas razões, e apesar de o *fed funds* ter sido colocado perto de zero, o que parecia ser forte recuperação da crise financeira rapidamente minguou. Com a possibilidade de usar a política fiscal bloqueada pela oposição ferrenha do Congresso ao governo Obama, restou ao Fed tentar uma nova, e arriscada, estratégia de política monetária. Ela tem, de fato, caráter parafiscal importante (e pouco reconhecido), mas que, infelizmente, colocou dinheiro nos bolsos de quem não precisava: dos americanos mais ricos.

### *Quantitative Easing*

Tradicionalmente, a maneira pela qual bancos centrais tentam influenciar o nível de recursos na economia, como o preço desses recursos, seria por operações de mercado aberto. Nelas, o banco central compra ou vende títulos do governo, de forma permanente ou por um período fixo (operações “a termo com recompra”). Comprando títulos, o banco central coloca mais dinheiro no mercado, aumentando o nível de reservas bancárias (o dinheiro que bancos têm com o próprio banco central). Havendo um diferencial de retorno entre os títulos negociados e a taxa “curta”, a taxa da política monetária, tais operações, podem influenciar o nível de crédito na economia, já que haveria uma tendência dos agentes em conservar o nível de moeda em suas carteiras estável. Recebendo mais dinheiro do banco central, isso ocorreria do lado dos bancos com a concessão de mais crédito. Assim, injetando dinheiro no mercado interbancário, aumentaria, indiretamente, a oferta de crédito.

Podemos ver que esse mecanismo falha quando a taxa de juros da política monetária chega a zero, junto com as taxas dos títulos de curto prazo que o banco central negocia. Nesse caso, o banco central estaria trocando ativos que rendem nada (ou quase nada) por ativos que também rendem nada. Não haveria como, nesse caso, mudar o comportamento do setor bancário.

Depois da eclosão da crise financeira, muitos bancos centrais em países desenvolvidos se encontraram nessa situação, que Keynes chamou de *liquidity trap* ou armadilha de liquidez. Tendo muito sucesso na reintermediação do mercado, bancos centrais, como o Fed, depois da euforia inicial, depararam-se com padrões de crescimento muito abaixo do desejado. Haveria algo mais a fazer? A resposta era sim, no caso do Fed: começava a era do QE, ou *quantitative easing*.

QE, na prática, seria algo bem simples, a mera extensão de operações de mercado aberto para ativos mais longos, com risco de crédito para alguns. No caso americano, já começando no final de 2008, o Fed iniciou a compra de MBS e, em março de 2009, já detinha uma carteira de US\$1,75 trilhão de ativos. Depois de interromper o programa, o Fed voltou à carga em novembro de 2010, que ficou conhecido como QE2, seguido pelo QE3 em setembro de 2012.

Há ainda muitas controvérsias e farta literatura acadêmica sobre como funciona o QE. Uma das mais importantes análises sobre o assunto, que acabou influenciando a decisão de deflagrar o QE3, foi o estudo apresentado pelo economista Michael Woodford na conferência anual do Fed em Jackson Hole, em 2012.

Como aponta Woodford, nessa época de *liquidity traps*, bancos centrais têm adotado duas políticas, alternativas: QE, mas também *forward guidance* sobre onde se espera que a taxa de juros esteja no futuro. Como vamos ver, apesar de distintas, essas políticas podem se reforçar mutuamente.

Ao analisar QE, Woodford começa notando, como fazemos acima, que, em tese, não haveria muita diferença entre QE e aquilo que bancos centrais fazem durante operações corriqueiras no mercado aberto. Ele nota que, em alguns modelos, poderíamos esperar um efeito sobre o nível de preços se tais compras fossem permanentes, implicando aumento permanente na base monetária:

Se for assumido que houve uma expansão permanente da base monetária, e assumimos que isso foi entendido por todos os agentes econômicos, então essa política levaria à previsão de um efeito imediato e positivo sobre a atividade econômica durante o período em que os juros estivessem no limite nominal inferior ... Isso também envolve o compromisso de seguir uma política diferente depois que o limite nominal for superado – implicando não somente uma trajetória diferente para a base monetária, mas também para a política de juros<sup>37</sup>.

Então, essa política de QE permanente, que, em tese, não é a política do Fed – que ainda faz crer que seu balanço volte à normalidade um dia –, funciona por implicar um tipo de comportamento futuro.

Woodford segue e considera o impacto que compras de ativos específicos pelo Fed podem ter na economia. Ele nota que a teoria de equilíbrio geral de precificação de ativos rechaça a possibilidade de que simples compras pelo Fed possam mudar o preço dos ativos, afinal esses seriam apreçados com base nos retornos esperados em cenários futuros distintos<sup>38</sup>. Segmentação de mercado, algo não contemplado em modelos de equilíbrio geral, pode causar mudanças de preços dos ativos, e devemos observar maiores níveis de segmentação durante crises financeiras. Assim, apesar de tudo, compras de *Treasuries* de prazo mais longo podem afetar o *term premium*, ou prêmio temporal embutido na curva de juros. Ainda assim, seria difícil distinguir se isso não é resultado da sinalização implícita pela adoção da política de compras sobre o futuro da política monetária.

Woodford reconhece, e discute, os problemas institucionais de um banco central prometer ser irresponsável com a inflação futura, o que está por trás da teorização sobre *forward guidance*. Bancos centrais, em geral, podem sinalizar bem o que pretendem fazer no curto prazo – nas próximas reuniões –, mas isso se torna bastante difícil, especialmente no caso em que o estado futuro da economia advoga por um aperto monetário maior.

---

<sup>37</sup> Ver Michael Woodford, *Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound*, Paper presented at the Jackson Hole conference, p. 53. Tradução do autor.

<sup>38</sup> Ou state-contingent payoffs in different states of the World, ver Woodford, 2012, p. 60.

Tais considerações parecem levar à conclusão de que o QE teria pouca eficácia. Mas há, eu acredito, uma dimensão *quasi-fiscal* que pode dar potência ao QE e que não é discutida na literatura.

Se há, de fato, poder de mercado do Fed em mudar preços, e, a despeito da teoria de equilíbrio geral, a experiência mostra que isso é verdade<sup>39</sup>, isso implica que o Fed está comprando ativos progressivamente acima do seu preço justo. Isso significa que quando os preços voltarem a seu valor justo, o Fed terá perda em sua carteira de títulos.

Ora, se o Fed perde dinheiro, alguém tem de ganhar. Quem seria? Se a ação do Fed diminui, por exemplo, as taxas das hipotecas (lembramos que o Fed atua sobre a curva de juros longa, mas também diretamente, comprando MBS), quem se dispuser a tomar empréstimo para comprar um imóvel com taxas fixas pagará taxa mais baixa. Quando, no futuro, houver normalização da curva de juros, o valor desse passivo sofrerá queda proporcional à perda de valor dos ativos no balanço do Fed. O Fed, financiador de hipotecas, perde, quem tomou o empréstimo, ganha.

Portanto, QE se configura em transferência de renda entre o Fed e quem toma recursos subsidiados para comprar ativos. No caso acima, mencionamos aqueles que compram imóveis, mas, já que o *Fed* atua sobre a curva de juros soberana que precifica todos os ativos financeiros da economia, isso se generaliza para todos os ativos que têm *duration* mais longa, e, portanto, cujo valor depende da estrutura a termo das taxas de juros: ações, títulos privados e públicos etc.

Essa transferência fiscal pode se concretizar, no futuro, por uma taxa de inflação maior, mas ela já se materializa hoje por meio do aumento de preços dos ativos. Poderíamos pensar, já que o Fed faz parte do setor público, e que seu balanço está comprado em títulos do Tesouro, que não haveria sentido dizer que há perda, já que são duas entidades de Estado (somente precisaríamos de um acerto contábil).

Mas devemos lembrar que não houve transferência de dívida do Tesouro ao Fed (algo proibido por lei, pois configuraria financiamento direto do *deficit* público), mas sim a compra de títulos do setor privado contra emissão de moeda. Portanto, quando os títulos vencerem, o Fed irá receber um montante de dinheiro (por intermédio do Tesouro, por arrecadação) dos contribuintes cujo valor presente real (descontada a inflação) será menor do que a quantidade de dinheiro pago inicialmente. Essa diferença – o valor do subsídio – será adicionada ao estoque da dívida, passivo de todos os contribuintes.

Como nós, brasileiros, sabemos bem, a inflação é um tipo de imposto regressivo, e isso é duplamente verdade no caso do QE. Isso porque, enquanto a inflação futura irá recair, em tese, sobre todos (apesar de também isso não ser verdade na prática, pois os mais

---

<sup>39</sup> Ou, como disse Ben Bernanke em janeiro de 2014, The problem with QE is that it Works in practice, but it doesn't work in theory. Ver <<http://www.cnbc.com/2014/01/16/bernanke-cracks-wise-the-best-qe-joke-ever.html>>.

ricos sempre têm como se proteger), as oportunidades de compra que o QE oferece somente serão aproveitadas, em grande parte, pelos mais ricos, que, como vimos acima, analisando o trabalho de Amian e Sufi, são os principais donos da riqueza financeira do país. Portanto, o QE, justificado como necessário para reativar a economia, acaba tendo a consequência de concentrar ainda mais a riqueza.

### ***Quantitative Easing* – A dimensão internacional**

Do lado dos emergentes, pouco mudou depois da crise. Países como a China continuarão dispostos a acumular ativos sem risco, denominados em moedas fortes. Não houve, como muitos temiam, durante a época dos debates sobre desequilíbrios globais, abandono do dólar. Ao contrário, no auge da crise, o sistema todo fugiu para o dólar, já que ficar vendendo dólar era um dos componentes do *carry trade* global. Ainda assim, os emergentes continuam a não querer acumular risco de crédito.

Se pouco mudou do lado dos emergentes, muita coisa mudou do lado dos países desenvolvidos. O consumidor, especialmente o de baixa renda, diminuiu seu consumo e sua demanda por crédito. E o sistema financeiro, negativamente afetado pela crise, enfrentando um ambiente regulatório que incentivava a não acumulação de riscos, cortou a oferta de crédito. Nesse quadro, as peças finais do sistema pré-crise, a demanda do consumidor e a capacidade do sistema financeiro de armazenar riscos, enfraqueceram-se enormemente.

Nessas condições, o *deficit* de demanda agregada pode ser rapidamente bem compensado por uma forte expansão fiscal. A política monetária tem, nessas situações de problemas de balanço, eficácia bem menor, especialmente quando as taxas de juros chegam perto de zero.

É assim que podemos entender o porquê do uso do QE por parte do Fed, como de alguns outros bancos centrais no mundo desenvolvido depois da crise. A incapacidade política dos EUA e da Europa em expandir suas políticas fiscais gerou a necessidade de seus bancos centrais adotarem mecanismos *quasi-fiscal* via expansão massiva de seus balanços.

Infelizmente, esse tipo de política, apesar do seu caráter *quasi-fiscal*, acaba apoiando diretamente aquela que menos precisa: a parcela mais rica da população. Isso porque o subsídio implícito dessa política passa pela compra acima do preço “justo” de ativos financeiros. Essa rota indireta ao bolso do consumidor que realmente precisa de ajuda diminui muito a eficácia do QE como política *quasi-fiscal*.

O QE, então, pode ser entendido como um expediente imperfeito para uma postura fiscal excessivamente conservadora. Mas, até se houvesse resposta fiscal adequada, a verdade é que isso não restabeleceria as condições vigentes antes da crise que possibilitou a troca benéfica de excesso de demanda e oferta entre países emergentes e desenvolvidos. E, até hoje, não foram restabelecidas as condições para isso, razão pela

qual, eu acredito, estamos ainda sofrendo de uma deficiência de demanda agregada crônica a nível global.

### **Futuro incerto**

O Fed anunciou o fim do QE em 2013, gerando o *taper tantrum*, que elevou as taxas de juros em âmbito global, em especial para os emergentes, mas não derrubou a economia americana. Em 2015, viveu-se na expectativa de que o Fed, finalmente, começasse a elevar sua taxa de juros, algo que se confirmou no final daquele ano. Do outro lado do mundo, os europeus e os japoneses continuavam com seus programas de QE. Enquanto isso, houve queda acentuada do crescimento na maioria dos mercados emergentes e crescentes preocupações com o endividamento das empresas nesses países, com uma surpreendente queda no preço do petróleo que adicionou pontos de tensão em vários países produtores e setores do mercado financeiro. Hoje se discute a possibilidade concreta de uma recessão nos EUA, país que muitos esperavam seria o “carro chefe” de uma recuperação econômica mundial.

Há uma variedade de debates conjunturais sobre a economia internacional, centrados nos EUA e na China. Além dessas importantes questões, há problemas estruturais na economia financeira global que deveriam merecer mais atenção.

Nossa tese é que havia, antes da crise, um padrão internacional de troca de demandas e ofertas agregadas que era mutuamente benéfico, mas financeiramente insustentável. Depois da crise, houve ampla gama de experimentos monetários e parafiscais em razão da perda de potência da política monetária convencional e da incapacidade de acionar políticas fiscais ou por restrições de mercado ou políticas.

A reação das autoridades globais em regular os mercados financeiros depois da crise deve impedir que haja o tipo de acumulação de riscos que levou à crise, especialmente dentro do sistema bancário. Mas o lado ruim é que isso implica, se outros mecanismos não forem criados, menor crescimento global. Se o sistema financeiro for restringido na sua capacidade de acumular risco de crédito, o que ficará em seu lugar? Ainda não resolvemos essa questão de forma adequada. As restrições políticas à expansão fiscal em países que hoje poderiam se financiar a taxas próximas de zero junto com as progressivas restrições ao acúmulo de riscos dentro do sistema financeiro global por razões prudenciais e fatores demográficos e tecnológicos estão nos condenando a um período de crescimento baixo e desinflacionário globalmente. Sem um esforço coletivo e determinado para romper essa inércia, não há, no horizonte próximo, grandes chances de uma reversão dessa infeliz tendência.

Parte da solução está, mais uma vez, na China e em sua transição. A tentativa de mudar seu modelo, voltado a investimentos e exportações para outro voltado ao consumo, pode adicionar nova demanda agregada ao mundo, e não somente mais oferta, diminuindo a necessidade de troca de demandas e ofertas agregadas por meio do balanço de pagamentos. Porém, como parece óbvio, essa transição tem muitos riscos e será bastante demorada e então não se deve esperar que a China “salve o mundo” como em 2008-2009.

Outra questão estrutural tem a ver com a ainda imponente importância do dólar americano no sistema financeiro global. Como vimos acima, a acumulação de ativos

que fez o sistema pré-crise funcionar foi feita principalmente em dólares americanos. Como argumentei, as bolhas foram, em parte, possibilitadas pela política monetária do período, assim como essa política monetária eventualmente levou ao estouro desses processos especulativos e à eclosão da crise.

Um sistema internacional pautado em uma moeda de reserva que tem de ser acumulada como forma de seguro contra crises de balanço de pagamentos, uma poupança preventiva no âmbito nacional, gera alocação de capital ineficiente voltado estruturalmente ao consumidor americano, dado o poder de senhoriação internacional da moeda reserva. Uma fonte de recursos para restabelecer um nível mais adequado de demanda agregada global já existe nas reservas internacionais de bancos centrais.

Também não é sadio que o sistema global esteja tão dependente da política monetária de um país cuja importância relativa tem caído e deve continuar a cair nos próximos anos. Os longos ciclos financeiros que discutimos são, essencialmente, ciclos de liquidez, de alta e baixa, do dólar americano.

Aqui, outra vez, o que irá ocorrer na China será determinante. A liderança chinesa tem colocado ênfase na internacionalização do yuan. Não é difícil imaginar que o progressivo sucesso desse processo coloque essa moeda como uma moeda de reserva alternativa – ainda que em valor bem menor – ao dólar americano, de uma maneira que era esperado do euro. Aqui também há um problema de transição, e, como já vimos, há contradição entre as agendas de internacionalização do yuan e o necessário ajuste interno.

A progressiva entrada de moedas de reserva alternativas ao dólar americano no sistema internacional pode trazer vários benefícios. O mais importante seria a menor dependência da liquidez global na política monetária de um país. A alternância entre períodos de escassez e abundância de dólares internacionalmente tem sido constante elemento de inútil e destrutiva volatilidade sistêmica para o mundo<sup>40</sup>. Estamos ainda enfrentando um dilema, discutido nos debates que levaram à constituição do sistema financeiro mundial no período pós-guerra: como prover um padrão monetário elástico o suficiente para atender à demanda global e qual a governança desse bem público mundial. Fica claro que a resposta que foi dada, um padrão baseado no dólar americano com alguma elasticidade condicional por meio do FMI, está inadequada ao que se requer hoje.

Outra vantagem seria a maior diversificação de moedas aceitas para financiar o comércio global, com maior regionalização – como já ocorre hoje nos países em torno da Zona do Euro.

---

<sup>40</sup> Eu digo inútil porque essa fonte de volatilidade não expressa um risco fundamental, então, para o sistema, não diversificável. Os ciclos monetários globais que têm oscilações na quantidade do dólar poderiam ser mitigados se houvesse outras moedas reservas ou, como defendeu Keynes com sua proposta do *Bancor* durante as negociações de Bretton Woods, uma moeda global com oferta variável.

Não é o caso de imaginar uma moeda tomando o lugar do dólar americano, algo que não parece estar em um horizonte razoável. Ainda assim, pode-se trabalhar para que outras moedas ocupem nichos crescentes, para proteger a economia global das vicissitudes da política monetária americana.

Certamente, essa é uma agenda de médio prazo, não sem riscos. Porém, no intuito de estabelecer melhor balanceamento financeiro global, os países emergentes, como o Brasil, deveriam apoiar essas iniciativas.

## Referências

Alpert, Daniel. *The Age of Oversupply-Overcoming the greatest challenge to the global economy*. Penguin. New York. 2013.

Gallagher, Kevin P.; Porzecanski, Roberto. *The Dragon in the Room: China and the future of Latin American industrialization*. Stanford University Press. Stanford. 2010.

Huang, Yiping; Chang, Jian; Yang, Steven Lingxiu. *China: beyond the miracle. Barclays Emerging Market Research*. March. 2013.

Koo, Richard C. *The Holy Grail of Macroeconomics: lessons from Japan's great recession*. Wiley & Sons. Singapore. 2009.

Lederman, Daniel; Olarreaga, Marcelo; Perry, Guillermo E. (Eds). *China's and India's Challenge to Latin America*. The World Bank. Washington D.C. 2009.

Mian, Atif; Sufi, Amir. *House of Debt: how they (and you) caused the Great Recession, and how we can prevent it from happening again*. University of Chicago Press. Chicago. 2014.

Minsky, Hyman P. *Estabilizando uma Economia Instável*. São Paulo: Editora Novo Século. 2010.

Naughton, Barry. *The Chinese Economy: transitions and growth*. MIT Press. Cambridge. 2007.

Pettis, Michael. *Avoiding the Fall: China's economic restructuring*. Carnegie Endowment for International Peace. Washington D.C. 2013.

Prasad, Eswar. *The Dollar Trap: how the U.S. Dollar tightened its grip on global finance*. Princeton University Press. Princeton. 2014.

Wolf, Martin. *Fixing Global Finance*. John Hopkins University Press. Baltimore. 2010.