

# **Fluxos de capital, poupança externa, ciclos financeiros: as novas abordagens no interior do Bank for International Settlements (BIS)**

**Palavras-Chave:** ciclos financeiros, liquidez internacional, hierarquia monetária

**Autor:** Marcelo Di Bonifacio Filho (Instituto de Economia da Unicamp)

**Prof. Dr. André Martins Biancarelli (Instituto de Economia da Unicamp)**

---

## **INTRODUÇÃO:**

Após a crise de 2008, uma nova abordagem parece ter ganhado força no interior do Banco de Compensações Internacionais, ou Bank of International Settlements (BIS). As interpretações trazidas pelos economistas ligados ao Federal Reserve e ao Fundo Monetário Internacional (FMI) sobre as causas do colapso do sistema bancário dos Estados Unidos não eram compatíveis com o que os pesquisadores do BIS observavam naquele momento: um ambiente financeiro internacional cujos indicadores apontavam instabilidade, expansão excessiva de crédito, supervalorização de ativos financeiros e ausência de medidas macroprudenciais e de cooperação mundial nas conduções de política monetária.

Essa visão aprimorada recentemente dentro do Bank of International Settlements (BIS) tem uma raiz fundamental na diferenciação entre os fluxos de capital líquidos e os brutos. A presente pesquisa, por sua vez, busca analisar criticamente os principais tratados dos pesquisadores nos temas que envolvem fluxos de capital, poupança externa, ciclos financeiros e outros pontos importantes. Para isso, foi importante segmentar a revisão bibliográfica nas temáticas a fim de aprimorar o trabalho. Ainda, o objetivo proposto no presente trabalho é entender a aproximação dessa abordagem nova com uma outra escola de pensamento econômico: a keynesiano-estruturalista.

## **DISCUSSÃO:**

O ponto de partida das críticas do BIS aos postulados considerados ortodoxos está em Borio e Dysiatat (2010). Os autores questionam a interpretação chamada de “excesso de poupança”, que colocava a responsabilidade da crise de 2008 nos países superavitários em conta corrente, uma vez que o capital fluiria desses países para os deficitários, financiando booms de crédito nesses últimos; e as expectativas ex ante de poupança teriam superado as expectativas ex ante de investimento nos países

superavitários, forçando um ciclo mais prolongado de taxas de juros mais baixas pelo mundo, em especial aquelas de ativos em dólar (Bernanke, 2008).

Associar os desequilíbrios globais nas transações correntes como financiadores de expansão de crédito não considera, no entanto, a diferenciação entre fluxos de capital brutos e líquidos – esses, incapazes de explicar as dinâmicas financeiras e as flutuações nos estoques financeiros nos mercados. Na prática, ainda, os acúmulos de ativos em dólar por parte dos países superavitários (China e outros asiáticos) não estavam nos títulos financeiros privados que colapsaram na crise, mas sim em títulos públicos. Os créditos do “subprime” (como ficou conhecido) eram ativos comprados por bancos privados especialmente na Europa e no Reino Unido (Borio e Dysiata, 2010).

Ainda, a distinção entre poupança e financiamento seria crucial para entender o boom de crédito sendo assim a taxa de poupança pouco capaz de explicar as condições de financiamento das economias. Como alternativa, Borio e Dysiata (2010) propõem a abordagem do “excesso de elasticidade”, colocando os fatores monetários e financeiros no centro e que possui dois pilares – a expansão de crédito e o rápido aumento nos preços dos ativos – os quais conseguem explicar os desequilíbrios financeiros. Essa visão, por sua vez, derivou grande parte dos modelos e propostas do BIS a partir de então.

Borio (2013) busca trazer um modelo de ciclo financeiro que acomode as premissas da abordagem do excesso de elasticidade – mudanças no crédito privado em relação ao PIB e preços dos ativos. Em Kumhof, Rungcharoenkitkul e Sokol (2020), é proposto um modelo de Dinâmica de Equilíbrio Estocástico Geral diferenciando tanto poupança e financiamento, quanto os fluxos líquidos dos fluxos brutos – como visto, duas tarefas fundamentais para o entendimento do sistema monetário e financeiro internacional. O trabalho busca modelar toda a abordagem teórica, colocando como variável central os fluxos brutos de capital e, assim, matematizando o conceito de “excesso de elasticidade” – em detrimento da centralidade dos fluxos líquidos e o “excesso de poupança”.

Outro ponto importante nas contribuições recentes do BIS é o conceito de “original sin redux”. O chamado “pecado original” ficou conhecido como a dependência de alguns países pelo financiamento externo, especialmente por aqueles denominados em dólar (Einchengreen e Hausmann, 1999). O “original sin redux” seria uma nova realidade do descasamento entre as moedas. Antes, o tomador de empréstimo, pelo descasamento, não demandava títulos em moedas instáveis, de países que “cometiam o pecado original”. Com o desenvolvimento do sistema monetário e financeiro internacional, os detentores de moedas conversíveis, principalmente do dólar, construíram ferramentas financeiras para se protegerem do descasamento monetário, deixando o pecado original com uma nova roupagem, em que o prestador se responsabiliza pelo risco - esse, na sua maioria, são países emergentes (Bertaut, Bruno e Shin, 2020).

## **CONCLUSÕES:**

Elaborada a abordagem recente no BIS, é possível encontrar algumas relações com a assim chamada visão keynesiano estruturalista. Biancarelli, Rosa e Vergnhanini (2017) também colocam os

fluxos brutos de capital no centro do debate, em que os determinantes financeiros se conectam às decisões de investimentos e aos ciclos de liquidez internacional. A presença de Keynes (1930, 1941) está sutil na visão do BIS quando há a elaboração de uma proposta de economia monetária, praticamente citando o termo keynesiano “economia monetária de produção”. Além disso, a estruturação central das noções keynesiano-estruturalistas considera o conceito de hierarquia de moedas. Nele, a composição hierárquica entre as moedas é a principal característica, com a moeda-chave se posicionando no topo da hierarquia, por desempenhar as três funções da moeda em âmbito internacional (Prates, 2005; De Conti, Prates e Plihon, 2014). Por fim, o BIS, mesmo sem citar diretamente ou com muita veemência, incorpora em sua abordagem do “excesso de elasticidade” a teoria da instabilidade financeira de Minsky (1977).

O resultado primordial da pesquisa é a potencial aproximação entre as duas visões, distantes geograficamente, ideologicamente e até na metodologia, carrega grande dúvida. A hipótese é de que, de fato, a realidade da economia internacional e o empobrecimento dos postulados “mainstream” (incapazes de sustentar suas justificativas para os colapsos na macroeconomia convencional) acabaram por acender alerta nas diversas casas e escolas de economia, ortodoxas ou heterodoxas. No final das contas, a realidade parece ter “batido na porta” dos pesquisadores do BIS.

## **BIBLIOGRAFIA**

ALDOSORO, I.; AVDJIEV, S.; BORIO, C.; SHIN, H. S. Global and domestic financial cycles: variations on a theme. BIS Working Papers, nº 864. Monetary and Economic Department. May 2020.

AVDJIEV, S., CHUI, M.E.; SHIN, H.S. Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows. BIS Quarterly Review, December 2014.

BERNANKE, B. The global saving glut and the U.S. current account deficit. Speech at the Sandridge Lecture. Richmond, Virginia, March 2009.

BERTAUT, C.; BRUNO, V.; SHIN, H. S.; Original Sin Redux. American Economic Association. December 2020.

BIANCARELLI, A. M.; ROSA, R.; Vergnhanini, R. O setor externo no governo Dilma e seu papel na crise. Texto para Discussão. Unicamp. IE, Campinas, n. 296, maio 2017.

BORIO, C. The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? Bank for International Settlements (BIS), Centralbahnplatz 2, CH-4002 Basel, Switzerland, 2013.

BORIO, C.; DISYATAT, P. Global imbalances and the financial crisis: link or no link? BIS Working Papers Nº 346, May 2010. Revised and Extended Version of “Global Imbalances and the Financial Crisis: Reassessing the Role of International Finance”. Asian Economic Policy Review, vol. 5, 2010, pp. 198 - 216.

BRUNO, V.; SHIN, H. S. Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, vol 71, pp 119–32. April 2013.

CARNEIRO, R. Globalização e inconvertibilidade monetária. *Revista de Economia Política*, v. 28, n. 4 (112), p. 539-556, out./dez. 2008. São Paulo: Editora 34.

DE CONTI, B. M.; PRATES, D. M.; PLIHON, D. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e política econômica dos países periféricos. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 23, n. 2 (51), p. 341-372, ago. 2014.

EINCHENGREEN, B.; HAUSMANN, R. Exchange rates and financial fragility. *New Challenges for Monetary Policy*, Proceedings of the Economic Policy Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, pp 319-67, 2019.

FRITZ, B.; DE PAULA, L. F.; PRATES, D. M.; Hierarquia de moedas e redução da autonomia de política econômica em economias periféricas emergentes: uma análise keynesiana-estruturalista. In: FERRARI FILHO, F.; TERRA, F. H. B. *Keynes: ensaios sobre os 80 anos da Teoria Geral*. Editora Tomo, 2016.

FRITZ, B.; DE PAULA, L. F.; PRATES, D. M. The metamorphosis of external vulnerability from “original sin” to “original sin redux”: Currency hierarchy and financial globalisation in emerging economies. *Texto para discussão 033*. Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro. Novembro, 2020.

FRITZ, B.; DE PAULA, L. F.; PRATES, D. M. Developmentalism at the periphery: addressing global financial asymmetries. *Third World Quarterly*, 2020, 43:4, 721-741.

HOFMANN, B.; PATEL, N.; YEUNG WU, S. P. Original sin redux: a model-based evaluation. *BIS Working Papers*, nº 1004. Monetary and Economic Department. February 2022.

KEYNES, J. M. Post War currency policy. *The collected writings on John Maynard Keynes*, vol 25, *Activities 1940-1944, Shaping the post-war world: The Clear Union*, MacMillan/Cambridge University Press, 1941.

KEYNES, J. M. *The Treatise on Money*, II. *The Applied Theory of Money*. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. VI. Cambridge: Cambridge University Press (edition published in 2013), 1930, pp.189-367.

KUMHOF, M.; RUNGCHAROENKITKUL, P.; SOKOL, A. How does international capital flow? *BIS Working Paper*, nº 895, October 2020.

MINSKY, H. P. The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to ‘Standard’ Theory. *Challenge*, Mar/Apr 1977, v. 20 Issue 1, p.20.

PRATES, D.M. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 263-288, mai./ago. 2005.