



DANIEL DE ALMEIDA LOPES

**AS CAUSAS DO DÉFICIT EM CONTA CORRENTE DOS ESTADOS
UNIDOS: UMA ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE AS DÉCADAS DE
1980, 1990 E 2000**

**SALVADOR
2006**

DANIEL DE ALMEIDA LOPES

**AS CAUSAS DO DÉFICIT EM CONTA CORRENTE DOS ESTADOS
UNIDOS: UMA ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE AS DÉCADAS DE
1980, 1990 E 2000**

Trabalho de conclusão de curso apresentado no curso de graduação em Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Oswaldo Ferreira Guerra

**SALVADOR
2006**

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha família: ao meu pai, que com certeza estaria muito feliz em presenciar este momento de minha vida, sempre foi (e continua sendo) um exemplo de seriedade, honestidade e agora entendo que sempre quis o melhor para mim; à minha mãe que, ao seu jeito, sempre fez de tudo para agradar seus filhos; à minha irmã, que nunca negou um pedido de ajuda e ao meu irmão, que apesar da difícil convivência, gostávamos muito um do outro e sei que descansa em algum lugar especial.

À minha nova família: meu filho que passou a ser a coisa mais importante da minha vida e Mariana, minha companheira, que sempre me apóia com seu afeto, inteligência e sensibilidade.

Ao professor Oswaldo Guerra que, além de uma qualidade didática indiscutível, é um exemplo de profissionalismo e seriedade.

Aos meus amigos, àqueles que acompanharão toda minha jornada de vida e àqueles que passarão.

“Let me be more positive: if I had an agreement with my tailor that whatever money I pay him returns to me the very same day as a loan, I would have no objection at all to ordering more suits from him.”

Jacques Rueff (1965)

Lei de Stein: “If something cannot go on for ever it will stop.”

RESUMO

Este estudo analisa os principais elementos responsáveis pelos déficits em Conta Corrente dos Estados Unidos nas últimas três décadas. Utilizando como ponto central a premissa de que a Conta Corrente equivale à diferença entre poupança e investimento domésticos, chega-se à conclusão de que o principal responsável pelos déficits nos anos 1980 foi a baixa poupança pública, nos anos 1990 a causa central foi a baixa poupança privada, já nos anos 2000 ambas as poupanças aparecem em níveis extremamente deprimidos, o que justifica os elevados déficits apresentados nesta década.

Palavras-chave: Balanço de pagamentos, conta corrente, economia americana, déficit

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	7
2	CONTA CORRENTE DO BALANÇO DE PAGAMENTOS	9
2.1	BALANÇO DE PAGAMENTOS	9
2.2	DINÂMICA DA CONTA CORRENTE	11
2.2.1	Fluxo Comercial	11
2.2.2	Absorção Doméstica	12
2.2.3	Poupança e Investimento	14
2.2.4	Ativos Externos Líquidos	17
2.2.5	Internacionalização Produtiva	18
3	CAUSAS DO DÉFICIT: ANOS 1980	21
3.1	POLÍTICA MONETÁRIA	23
3.2	POLÍTICA FISCAL	23
3.3	(DES) EQUILÍBRIO POUPANÇA - INVESTIMENTO	24
3.4	POLÍTICA MACROECONÔMICA EXTERNA	26
3.5	OUTRAS CAUSAS	27
4	CAUSAS DO DÉFICIT: ANOS 1990	29
4.1	POUPANÇA	29
4.2	INVESTIMENTO EXTERNO LÍQUIDO E MERCADO DE CAPITALIS	36
4.3	CRESCIMENTO ASSIMÉTRICO	40
4.4	PROPENSÃO MARGINAL A IMPORTAR	42
4.5	AUMENTO DA DIVIDA EXTERNA E PAGAMENTO DE JUROS	42
5	CAUSAS DO DÉFICIT: ANOS 2000	43
5.1	POUPANÇA PÚBLICA E PRIVADA	46
5.2	DEMANDA POR ATIVOS AMERICANOS	49
5.3	CO-DEPENDÊNCIA GLOBAL	53
5.4	EXCESSO DE POUPANÇA GLOBAL	55
5.5	EVOLUÇÃO DOS MECANISMOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS	58
5.6	ALTA DO PREÇO DO PETRÓLEO	59
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	61
	REFERÊNCIAS	63

1 INTRODUÇÃO

Desde o início do século atual, um grande número de economistas, e até mesmo a mídia não especializada, tem expressado preocupações com o crescente déficit em Conta Corrente e o elevado endividamento dos Estados Unidos. Existe um consenso geral de que a atual situação é insustentável no longo prazo e que, cedo ou tarde, um ajuste se fará necessário. Para muitos, a menos que alguma atitude seja tomada, o mundo sofrerá novamente uma crise financeira generalizada. Alguns autores vão mais longe e sugerem o iminente colapso do dólar e do sistema financeiro internacional (MUSSA, 2004).

Há, no entanto, uma visão otimista. Certos autores argumentam que devido aos avanços da globalização financeira e ao rápido crescimento da produtividade americana seria possível, e até mesmo benéfico e desejável, a manutenção, por um longo período de tempo e sem maiores dificuldades, do déficit americano em Conta Corrente. Assim, como o déficit em Conta Corrente dos EUA não apresentaria risco, não existiria fundamento para uma desvalorização abrupta do dólar (DOOLEY, 2003).

Um dos motivos de tanta popularidade desta temática, deve-se ao fato que, por quase 25 anos (a partir de 1982), os Estados Unidos têm convivido com déficits sucessivos em Conta Corrente. Durante este período, pode-se identificar três momentos distintos nesses déficits. De 1980 a 1987, ele atingiu o valor de US\$ 153 bilhões, representando 3,5% do PIB. Após este pico, o déficit foi se atenuando até que em 1991, devido à recessão econômica e a transferência de pagamentos dos aliados da Guerra do Golfo, a Conta Corrente fechou com um pequeno superávit, o único ano sem déficit ao longo destes 25 anos. No restante dos anos 1990, o déficit voltou e atingiu US\$ 300 bilhões em 1999 (3,2% do PIB). Nos anos 2000, a trajetória do déficit foi de contínua deterioração, chegando a US\$ 792 bilhões, 6,4% do PIB, em 2005 (BEA, 2006). Para este ano, espera-se um déficit ainda maior, algo em torno de US\$ 900 bilhões (SETSER, 2006).

Diante deste cenário, cabem as seguintes questões: por que o déficit persiste há tanto tempo? Quais são as diferenças entre as décadas de 1980, 1990 e, principalmente, de 2000? Por que a Conta Corrente se deteriorou de forma tão acentuada durante a presente década? O objetivo desta monografia é responder à essas perguntas.

Para alcançá-lo, ela conta, além desta introdução e das considerações finais, com um breve panorama teórico sobre o Balanço de Pagamentos e as variáveis que afetam a Conta Corrente. Feito isto, as causas do déficit em Conta Corrente americano são examinadas em três capítulos, contemplando, respectivamente, as décadas de 1980, 1990 e 2000.

2 CONTA CORRENTE DO BALANÇO DE PAGAMENTOS

2.1 BALANÇO DE PAGAMENTOS

O Balanço de Pagamentos (BP) pode ser definido como um registro contábil de todas as transações legais feitas entre residentes e não residentes de um determinado país, em um certo período de tempo. Qualquer espécie de relação econômica em que envolva agentes econômicos locais interagindo com agentes externos é computada no Balanço de Pagamentos. Como todo registro contábil, o BP segue o princípio das partidas dobradas, no qual toda transação entre dois agentes é registrada como dois fluxos em sentido contrários e seus correspondentes registros como crédito e débito (BAUMANN; CANUTO; GONÇALVES, 2004).

A Conta Corrente do BP registra as exportações e importações de bens e serviços, as rendas líquidas enviadas ao exterior mais as transferências unilaterais e a Conta Capital contabiliza as vendas de ativos locais aos não residentes e as compras de ativos externos por residentes. Dito de outra forma, são registrados nesta última os fluxos de entrada e saída de capital. Esta conta funciona como uma espécie de contra partida da primeira e é responsável pelo financiamento da Conta Corrente, em caso de déficit desta.

Um componente de fundamental importância na Conta Capital são as Reservas Internacionais Oficiais. Elas representam o montante das divisas - ativos estrangeiros - mantidas em posse do Banco Central para fins de precaução e segurança econômica da nação. Quando contabilizadas, o saldo global do Balanço de Pagamentos tem que ser nulo. Ou seja, desequilíbrios entre a Conta Capital e a Conta Corrente resultarão em uma variação de Reservas no exato montante desse desequilíbrio.

Usando notações, tem-se que:

$$X - M + RLE = K + R \quad (1)$$

Onde, X representa as exportações de bens e serviços, M as importações de bens e serviços, RLE corresponde as Rendas Líquidas Enviadas ao Exterior, K as exportações líquidas de

capitais e R a variação das reservas. Essa expressão, que é uma identidade contábil, mostra, por exemplo, que um excesso de importações de bens e serviços é igual à soma das importações de capitais com a diminuição das reservas internacionais de um país. É possível deduzir, também, que quando o país tem superávit em Conta Corrente ($X - M + RLE$), ele exporta capital (aumento de $K + R$) e obtém déficit na Conta Capital.¹

A opção por utilizar as reservas ou não para financiar o déficit em conta corrente irá depender da extensão temporal do desequilíbrio. No caso de um déficit pontual, conjuntural, o mais recomendado seria a utilização das reservas para saldá-lo. Contudo, configurando-se um déficit estrutural, continuado e persistente, o financiamento deste déficit via empréstimos e políticas econômicas de ajustes seria mais adequado. (FMI, 1993).

Vale destacar uma importante conexão entre a Conta Corrente e a Conta de Capital. A entrada de divisas pela Conta Corrente é uma contrapartida pela venda de uma mercadoria e/ou serviço. Já a entrada de divisas via Conta Capital associa-se a uma importação de capital que gera uma obrigação futura. A economia local, portanto, quando apresenta superávit em sua Conta Capital está importando consumo presente e exportando (abdicando de) consumo futuro (OBSTFELD; KRUGMAN, 2001).

Existe ainda uma outra importante conexão entre a Conta Capital e a Conta Corrente. Investimentos Externos Diretos ou empréstimos geram lucros e dividendos e pagamento de juros, respectivamente, que aparecem como rendas e são computadas na Conta Corrente. Este elo entre as duas contas é particularmente relevante no caso de um país deficitário em sua conta corrente, pois existe uma relação dinâmica entre um atual déficit e a futura situação da conta corrente. Um déficit em Conta Corrente precisa ser financiado por uma redução nos ativos externos líquidos do país. Como consequência, ocorrerá uma redução nas rendas líquidas da Conta Corrente, o que tenderá a aumentar ainda mais o déficit em Conta Corrente já existente. Isto pode produzir uma deterioração progressiva da Conta Corrente, a menos que ocorram mudanças estruturais na política econômica ou ajustes significativos em certas variáveis (e.g., taxa de câmbio).

¹ Caso o país possua reservas em abundância, o déficit pode ser financiado através da diminuição destas, ao invés da importação de capital. De forma semelhante, em uma situação de superávit, caso o país tenha interesse em acumular reservas, ele poderá não exportar capital.

2.2 DINÂMICA DA CONTA CORRENTE

2.2.1 Fluxo comercial

Como a Balança Comercial representa uma proporção muito grande na Conta Corrente de qualquer nação, pode-se encarar a Conta Corrente como um fenômeno sobretudo comercial. A Balança Comercial é afetada, basicamente, por quatro variáveis que impactam diretamente as importações e exportações de bens e serviços: taxa de câmbio; relação entre os preços das exportações e importações; renda interna; e renda externa.

A taxa de câmbio representa o preço pelo qual a moeda de um país é trocada pela moeda de outro país. Uma moeda valorizada indica que os preços dos bens produzidos internamente ficarão mais caros em relação ao resto do mundo e os bens produzidos no resto do mundo se tornarão mais baratos para os habitantes do país que possui a moeda valorizada. Portanto, uma taxa de câmbio valorizada, *ceteris paribus*, estimula as importações e desestimula as exportações de bens e serviços, de maneira geral. O inverso também é verdadeiro.

A renda de um país é associada ao consumo e, por conseguinte, a uma maior ou menor importação de bens e serviços. Se a economia local expandir sua renda em níveis superiores ao do resto do mundo, esta economia apresentará um incremento em suas importações maior que o incremento das importações do resto do mundo. Um crescimento da renda externa acima da renda interna suscita, por sua vez, um aumento da demanda por exportações do país local – importações do resto do mundo - que não é acompanhado (pelo menos na mesma proporção) de um aumento da demanda por importações deste país (SACHS; LARRAIN, 1995).

Diante deste cenário, os termos de troca de uma nação podem ser expressos como a relação entre preços das exportações e preços das importações. Um aumento nos preços das exportações permite que com a mesma quantidade de exportações uma nação possa importar mais. A renda real aumenta devido à maior disponibilidade de bens importados. De acordo com a teoria intertemporal do nivelamento do consumo, as pessoas preferem, usualmente, manter um padrão constante de consumo durante a vida, respondendo a choques temporários de renda através do aumento ou diminuição da poupança. Assim

sendo, o aumento do preço das exportações em relação ao das importações suscita uma elevação transitória na renda do país, porém, o consumo permaneceria constante, o que impactaria positivamente a Conta Corrente deste país.

Contudo, caso o aumento do termo de troca seja permanente, o consumo é ajustado ao novo patamar de renda e não ocorrerá mudança na Conta Corrente, devido ao aumento das importações. Como a maioria dos preços de exportações e importações são cotados em mercados internacionais e possuem um forte fator cíclico, pode-se considerar que os choques nos termos de trocas são geralmente temporários.

A concepção mais em voga na teoria econômica não considera as variáveis descritas acima como determinantes da Conta Corrente. Elas são tratadas como um fenômeno puro de diferença entre poupança e investimento, ou entre renda e absorção doméstica. De acordo com esta visão, a Conta Corrente refletirá o comportamento da poupança e do investimento domésticos.

2.2.2 Absorção doméstica

Uma outra maneira de examinar a dinâmica da Conta Corrente é através da chamada absorção doméstica. Se uma economia fosse totalmente fechada para o resto do mundo, ela dependeria exclusivamente de fatores internos para funcionar. A renda agregada da economia teria que ser exatamente igual ao seu gasto agregado e a poupança agregada seria igual ao investimento agregado. Um país que transaciona com o resto do mundo não possui este fator limitante. Seus gastos não têm que ficar presos à sua renda e passa a existir a possibilidade de um descolamento entre investimento interno e poupança interna que pode ser usado tanto internamente quanto externamente. Uma poupança interna maior que o investimento interno pode ser exportada para outros países, assim como um déficit de poupança (um investimento doméstico maior que a poupança interna) pode ser suprido pela poupança de outros países.

Essa argumentação pode ser apoiada pelo uso de notações extraídas da Contabilidade Nacional. O lado direito da equação (2) é a renda interna da nação ($C + S + T$). Já o lado esquerdo sintetiza as decisões de gastos que geraram a renda e escoaram a produção. Igualando-se as duas equações chega-se à equação (3).

$$C + I + G + (X - M) = C + S + T \quad (2)$$

$$(I - S) + (G - T) + (X - M) = 0 \quad (3)$$

Os dois primeiros termos de (3) representam a absorção doméstica da economia, enquanto o último nada mais é que a Conta Corrente, exclusive as transferências unilaterais. Pode-se, portanto, concluir que se um país teve déficit em conta corrente ($X - M < 0$), necessariamente a soma de $(I - S)$ com $(G - T)$ tem que ser positiva. Em outras palavras, uma das duas situações ocorreu²: os investimentos privados foram maiores que a poupança privada (dado $G = T$) ou os gastos do governo foram maiores que a arrecadação (dado $S = I$).³ Tal situação- quando o déficit em Conta Corrente está associado a um déficit orçamentário- é chamada de déficits gêmeos.

É comum o argumento de que o déficit público resulta em déficit em transações correntes (déficits gêmeos). Tal argumento baseia-se na identidade macroeconômica supracitada, conforme Resende (1995) e Vamvoukas (1999). Porém, as identidades da CN têm uma natureza contábil na medida em que as variações de estoque são contempladas, desejadas ou não. As identidades da CN representam uma situação de “equilíbrio macroeconômico *ex-post*”. Portanto, a identidade supracitada⁴ “não é uma teoria econômica ou uma regularidade empírica, mas uma identidade contábil sobre a qual não pode haver nenhum debate” (Feldstein, 1992:4). Ainda, olhar para as identidades nunca pode ser a análise completa. Devemos perguntar como a identidade contábil é traduzida em incentivos que afetam o comportamento individual. (RESENDE, 2005, p.7)

Dessa forma, ocorrendo um déficit em Conta Corrente (CC), a absorção doméstica da produção de bens e serviços ($C + I + G$) terá sido maior do que a renda – produção – gerada pela economia local. Os investimentos e o consumo foram maiores que a poupança agregada doméstica e esse nível de produção só se tornou possível devido à poupança externa que está possibilitando a economia local gastar mais do que a renda que é gerada internamente (BAUMANN; CANUTO; GONÇALVES, 2004).

Como afirmam Sachs e Larrain (1995, p.177) :

² Nada impede que as duas situações ocorram concomitantemente, como veremos adiante quando tratarmos especificamente da economia americana.

³ Na verdade, tudo se trata de um fenômeno de poupança. Uma vez que $G - T$ é o mesmo que a poupança do setor público com sinal invertido. Esta relação será devidamente detalhada na próxima seção.

⁴ $CC = Sp - (G - T) - I$

Quando uma nação absorve mais do que produz, ela está usando mais recursos do que dispõe da produção doméstica. A nação só pode conseguir isso importando bens. Mais precisamente, ela precisa importar mais do que exporta, de modo que no resultado final está recebendo recursos reais do exterior [...]

Diante do exposto, a Conta Corrente pode ser expressa por uma outra identidade. Como $Y = C + I + G + (X - M)$, chamando $C + I + G$ de A e $(X - M)$ de CC tem-se que:

$$Y = A + CC \text{ ou}$$
$$CC = Y - A \quad (4)$$

Como Y representa a renda interna e A representa o quanto a economia absorveu, conclui-se que uma melhora na conta corrente de um país requer que recursos sejam “liberados” através de uma queda na absorção doméstica (i.e., uma redução dos gastos em relação à renda).

É importante reafirmar que as equações acima utilizadas são apenas identidades que definem relações entre variáveis. Elas não podem ser utilizadas para descrever o comportamento dos agentes econômicos. Essas equações não são capazes de, sozinhas, oferecer uma análise completa da dinâmica da conta corrente. O total de gastos com bens e serviços pelos residentes (A) parece ser, por exemplo, influenciado pelo menos em parte por suas rendas (Y). Assim, seria inapropriado usar a equação (4) para analisar o impacto de uma mudança em Y na Conta Corrente, sem levar em consideração a reação de A sobre tal mudança em Y . Para uma análise mais detalhada, seria necessário, portanto, incorporar elementos como a Propensão Marginal a Importar da nação que leva em conta os efeitos de um aumento na renda de um país sobre suas importações (IMF, 1993).

1.2.3 Poupança e Investimento

A partir da equação (3) é possível chegar a uma outra identidade entre poupança, investimento e conta corrente:

$$(I - S) + (G - T) = -(X - M) \quad (5)$$

$$(S - I) + (T - G) = (X - M) \quad (6)$$

O primeiro termo da equação (6) é a Poupança do Setor Privado (**Sp**) menos o Investimento Agregado Privado e o segundo termo, quando positivo, indica que o Governo está poupando (**Sg**). Assim:

$$S_p + S_g - I = (X - M) \quad (6)$$

$$CC = S - I \quad (7)$$

A equação (6) mostra que se uma despoupança do setor público não for compensada por uma maior poupança do setor privado (Equivalência Ricardiana⁵), a Conta Corrente será deficitária. Essa equação mostra, mais uma vez, que a posição orçamentária do governo é um fator de extrema importância na dinâmica da Conta Corrente. Em particular, um persistente déficit em Conta Corrente pode ser reflexo de déficits orçamentários persistentes, de forma que um ajuste fiscal seria a medida apropriada para o equilíbrio da Conta Corrente.

A equação (7) traduz a essência desta visão: o comportamento da conta corrente seria totalmente explicado por uma variação da poupança interna. Quando uma nação investe mais do que consegue poupar ocorre um déficit. De forma oposta, se os investimentos estiverem em um nível inferior ao que foi poupado pela nação, a conta corrente apresentará um superávit.

Cabe aqui expor uma polêmica existente na teoria econômica. Não existe na literatura um consenso sobre se o déficit em Conta Corrente ocorre devido ao déficit de poupança interna (pública e privada) ou se o déficit em Conta Corrente é que seria a causa da baixa poupança interna. Dito de outra forma, um ponto de vista afirma que o déficit na Conta Corrente gera sua contrapartida na forma de um superávit na Conta Capital e outro que o superávit na Conta Capital é que iria gerar o déficit em Conta Corrente. É possível achar coerência nas

⁵ Baseada na teoria intertemporal do consumo e nas expectativas racionais, a equivalência ricardiana afirma que os efeitos do aumento dos gastos públicos são deslocados pela redução dos gastos da iniciativa privada. Os agentes privados perceberiam que o orçamento público está desequilibrado e que futuramente este terá que retornar ao equilíbrio via aumento de impostos. Para compensar uma futura diminuição da renda – devido ao aumento de impostos- estes passariam a poupar mais no presente de modo a equilibrar o consumo atual e o consumo futuro.

duas explicações. Uma baixa poupança significa que existe excesso de consumo. A única forma de uma nação consumir mais do que poupa é importando recursos financeiros para suprir esse maior consumo, que acabará se traduzindo em um aumento de bens e serviços importados. A partir desta análise, conclui-se que o superávit na Conta Capital engendrará o déficit na Conta Corrente.

Da mesma forma, quando ocorre por exemplo um incremento (redução) na qualidade de bens e serviços importados, mudança nos preços relativos dos bens produzidos no exterior em relação aos bens nacionais, alteração na distribuição dos gastos mundiais, etc., a demanda por importações aumenta (diminui). Para pagar por estas maiores importações, é necessário o aumento do ingresso de recursos externos. Assim, o déficit em Conta Corrente faz com que ocorra um superávit na Conta Capital (diminui a poupança interna).

Na verdade, variáveis exógenas, determinadas discricionariamente, como a taxa de juros e a taxa de câmbio, explicam mais o déficit público ("poupança do governo") e o déficit na conta corrente ("poupança externa") do que qualquer abordagem pelo excesso de gastos não-financeiros internos, privados ou públicos. No entanto, alguns economistas colocam a origem do déficit na conta corrente na diferença entre a renda nacional e os gastos internos, ou seja, explicam-no pela existência de um excedente do investimento privado sobre a poupança privada e/ou um déficit fiscal. O excesso de gastos (ou insuficiência de poupança), correspondente a esse déficit externo, dependeria então de escolhas privadas e/ou política fiscal (COSTA, 1997, p. 1).

Qualquer uma das duas situações pode ter ocorrido na Conta Corrente de um determinado país. A melhor explicação irá depender da particularidade das contas externas do país em questão, assim como da situação específica em análise.

Tanto pode ser que a poupança externa – o déficit em Conta Corrente – tenha sido acionada para cobrir o déficit de poupança doméstica, quanto pode se dar o contrário, com o déficit corrente no Balanço de Pagamentos induzindo um ajustamento na absorção doméstica e na relação entre poupança doméstica e investimento (BAUMAN; CANUTO; GONÇALVES, 2004, p. 264).

2.2.4 Ativos externos líquidos

Como a Conta Corrente pode ser considerada igual à diferença entre poupança e investimento, uma CC deficitária exige que a economia local seja financiada por poupança

externa, ou seja, capte recursos no exterior. Uma CC superavitária significa, por sua vez, que o país financiou o déficit de outro país. Vale dizer, um déficit em CC reduz o Ativo Externo Líquido do país e um superávit aumenta seu Ativo Externo Líquido.

Esta última afirmação traz à tona outra forma de enxergar a Conta Corrente. Ela pode ser medida em termos da variação dos Ativos Externos Líquidos da nação. Esta variação, e consequentemente a CC, seria igual à diferença entre a atual posição líquida destes ativos (B^*) e a posição líquida do período anterior (B^{*-1}):

$$CC = B^* - B^{*-1} \quad (8)$$

Mas como $CC = S - I$, pode-se dizer que:

$$S = B^* - B^{*-1} + I \quad (9)$$

Em termos de investimento e poupança, a equação (9) indica que a poupança interna pode ser usada de duas formas: investimento interno (I) e investimento externo líquido ($B^* - B^{*-1}$). Portanto, a diferença entre poupança e investimento interno vai ser exatamente igual à variação dos Ativos Externos Líquidos.

A Conta Corrente pode ser, então, medida de quatro maneiras: como variação do ativo externo líquido ($CC = B^* - B^{*-1}$); como diferença entre poupança interna e investimento ($CC = S - I$); como renda menos absorção doméstica ($CC = Y - A$); ou como saldo da balança comercial menos rendas líquidas enviadas ao exterior ($CC = X - M + RLE$). Nenhuma dessas formas de mensuração está mais certa que qualquer uma das outras. Todas elas estão relacionadas por identidades contábeis e são passíveis de verificação. A polêmica se instaura quando se busca formular políticas econômicas voltadas para promover ajustes na Conta Corrente (SACHS; LARRAIN, 1995).

2.2.5 Internacionalização produtiva

A internacionalização produtiva consiste basicamente na exportação das unidades produtivas de um país para outro. Ela poderia ser tratada como um item da sub-seção

comercial. Contudo, devido à sua atual relevância e complexidade, optou-se por examiná-la à parte.

O processo de internacionalização da produção se dá, inicialmente, através de exportações e importações. A principal forma desta internacionalização, atualmente, é o Investimento Externo Direto (IED) que deixou de ser determinado pelo comércio internacional e passou a determiná-lo : “...Initially, these latter forms of cross border commerce (IED) were driven by trade; today, they largely determine trade.” (DUNNING, 1994, p. 4). Como evidência empírica desse fenômeno, pode-se destacar que o valor da produção internacional de alguns países já superava, desde a década de 1980, largamente o valor total de suas exportações (MCHALET, 1983).

Os IED, realizados em sua quase totalidade por empresas transnacionais, vêm se intensificando especialmente a partir dos anos 1980, provocando profundas transformações nos planos tecnológico, organizacional, financeiro e concorrencial. Essa intensificação foi estimulada, sobretudo, pela crescente desregulamentação das economias, sofisticação dos mercados financeiros e novos recursos da telemática.

As empresas multinacionais têm uma posição importante no comércio e nos investimentos mundiais. Por exemplo, a metade das importações dos Estados Unidos vem de transações entre "partes associadas". Por isso queremos demonstrar que o comprador e o vendedor são, sob certo aspecto, mantidos e controlados pela mesma empresa.(KRUGMAN; OBSTFELD, 2001, p. 179)

Essa multinacionalização por parte das grandes empresas aconteceria devido à três razões: busca de novos mercados - facilitada pelas vantagens específicas dessas empresas que as distinguem das empresas locais-; antecipação da competição na exploração de um mercado consumidor promissor; e redução de riscos por meio da diversificação do número de mercados em que a firma atua. Além dessas razões, deve-se acrescentar a crescente busca de lócus produtivos com baixo custo de produção – e.g., mão de obra, recursos, capital e impostos subsidiados, e etc. – e sua utilização como base exportadora para o resto do mundo, inclusive para o próprio país de origem da multinacional.

Como a internacionalização produtiva impacta a composição da conta corrente de uma nação, seus efeitos positivos e negativos sobre o país de destino e de origem podem ser discriminados:

Efeitos positivos sobre o país de destino:

- Como o IED é uma entrada de recursos no país através de aquisição de ativos, este aparece de forma positiva na Conta Capital do Balanço de Pagamentos, sendo, então, uma alternativa aos empréstimos internacionais no financiamento de déficits em conta corrente. Ele não gera, portanto, dívida externa;
- O país que recebe o IED deixa de importar bens e serviços que agora são produzidos internamente. Além disso, as subsidiárias das multinacionais podem ser utilizadas como base exportadora de bens e serviços, inclusive para seu próprio país de origem.

Efeitos negativos sobre o país de destino:

- O aumento do IED costuma gerar uma transferência líquida de recursos na Conta Corrente, via lucros, dividendos, royalties e juros de empréstimos intrafirma, para o país de origem;
- Caso o investimento estrangeiro seja destinado a setores *non-tradeables* como serviços de telecomunicações, não existirá uma eventual contrapartida às remessas de lucros e dividendos, uma vez que tais bens não são susceptíveis de exportações;
- A instalação de multinacionais em um país cria uma dinâmica própria de importações provenientes da matriz – importações intrafirma - que não depende nem da situação, nem dos interesses deste país. Ou seja, essas empresas possuem uma maior propensão à importar e ainda podem se utilizar de mecanismos de preços de transferência para encobrir remessas de recursos para o exterior.

Efeitos positivos sobre o país de origem

- De forma oposta ao impacto das remessas de lucros e dividendos sobre a conta corrente do país de destino, estas impactam positivamente a conta corrente do país de origem;
- Da mesma maneira que ocorre um aumento de importações intrafirma no país de destino do IED, o país de origem passa a desfrutar de um aumento das exportações intrafirma.

Efeito negativo sobre o país de origem:

- O país de origem dos recursos deixa de exportar para o país de destino – e possivelmente para outros países também – os bens que serão produzidos a partir do IED. Além disto, como ocorre em muitos casos, o país de origem poder desativar a produção local. Assim, ocorre um aumento do desemprego e este país passa a importar toda a quantidade que necessita destes bens.

3 CAUSAS DO DÉFICIT: ANOS 1980

Antes de 1982, os déficits em Conta Corrente dos Estados Unidos eram pequenos e aconteciam de forma esporádica. Déficits em alguns anos eram seguidos de superávits em outros, sem que a Conta Corrente assumisse uma tendência definida. A partir de 1982, contudo, tal déficit vem crescendo expressivamente e passou a ser uma constante na economia americana, refletindo particularidades tanto de curto prazo quanto de longo prazo.

A figura 1 ilustra o comportamento da Conta Corrente no período 1960-1990. A parte superior mostra o déficit bruto, medido em dólares, e a parte inferior exibe o déficit com relação ao PIB. O superávit médio de US\$ 1,7 bilhão por ano, entre 1960 e 1981 (0,3% do PIB), se transformou em um déficit médio de cerca de US\$ 90 bilhões, de 1982 a 1990 (2% do PIB).

Conta Corrente dos EUA - 1960 / 1990.

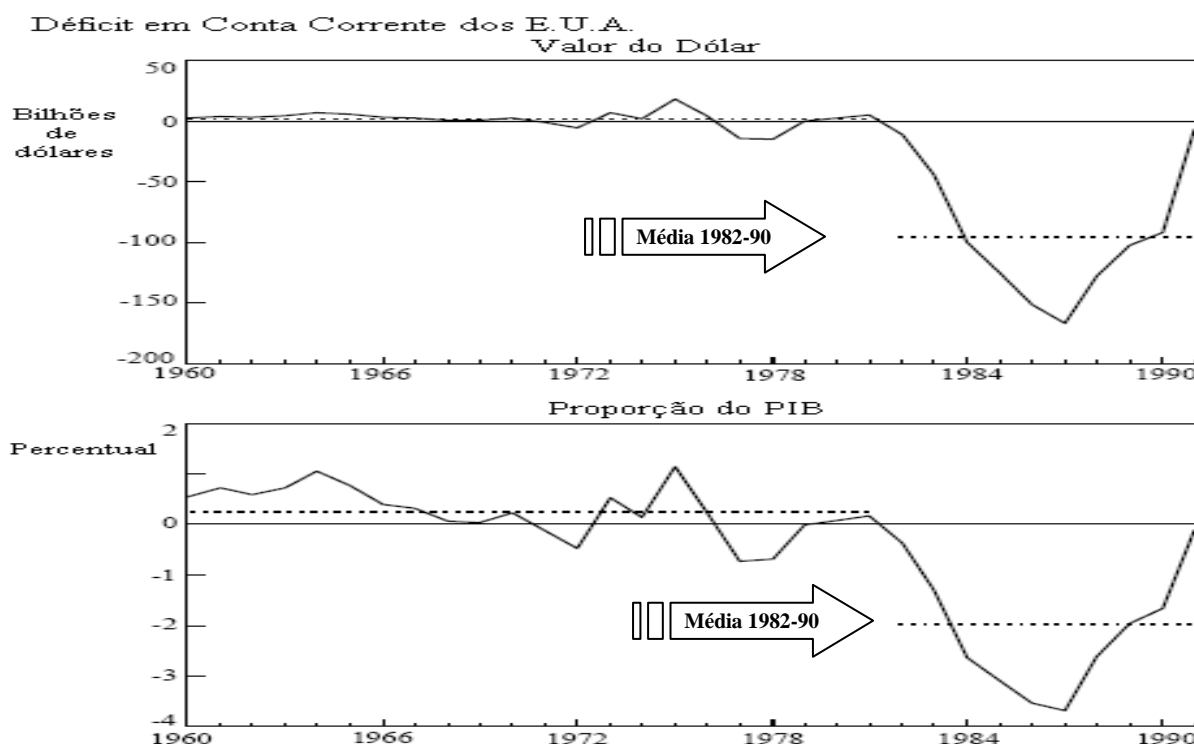


Figura 1

Fonte: Us Department of Commerce, 1994

A figura 2 mostra o déficit/superávit entre os componentes da Conta Corrente. Percebe-se que a Balança Comercial é a principal responsável pela deterioração da Conta Corrente durante os anos 1980, pois ocorreu um sensível aumento no superávit comercial de serviços e uma diminuição das remessas unilaterais.

Em linhas gerais, o déficit em Conta Corrente, durante os anos 1980, é explicado pela valorização do dólar, forte crescimento econômico, aumento significativo do déficit orçamentário e do investimento agregado. As conseqüências são claras: aumento do preço das exportações americanas; diminuição do preço das importações; aumento do consumo – bens importados inclusive – e redução da poupança doméstica. Além desse ambiente interno nos EUA, naquela mesma época, as principais economias mundiais apresentaram reduzido ritmo de crescimento e, por via de conseqüência, menor volume de compras externas, incluindo os bens exportados pelos EUA. Isoladamente, cada um desses aspectos afeta negativamente a Conta Corrente dos EUA. Nos anos 1980, todos eles aconteceram concomitantemente e de maneira acentuada, trazendo preocupações quanto à tendência da Conta Corrente americana. Cabe a seguir, detalhar um pouco mais as principais causas do déficit nos anos 1980.

Os componentes da Conta Corrente dos EUA

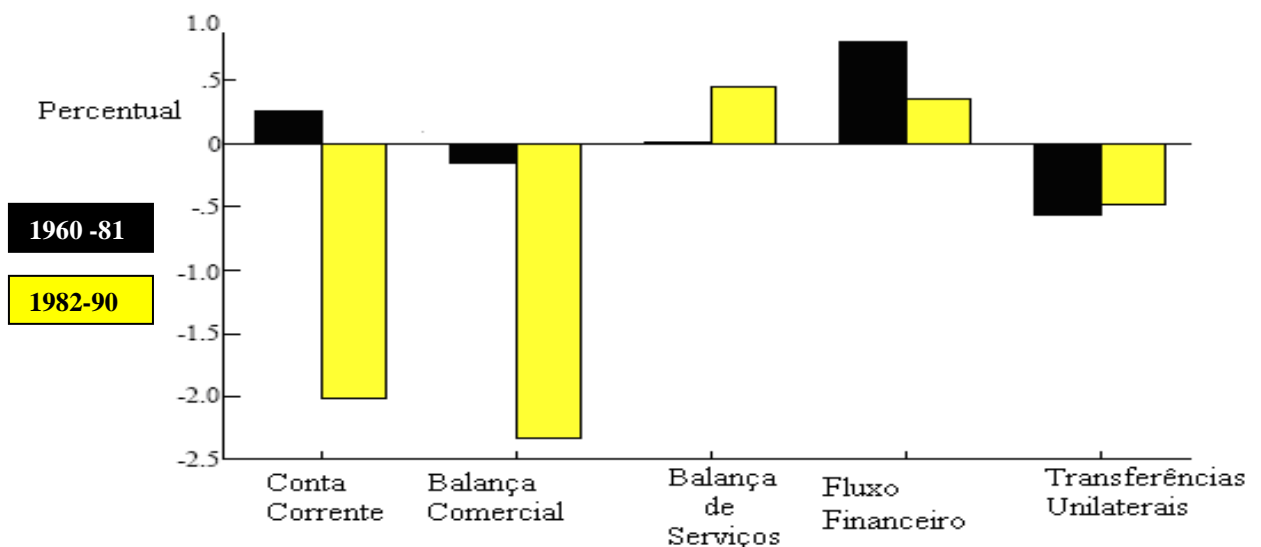


Figura 2

Fonte: Us Department of Commerce, 1994

3.1 POLÍTICA MONETÁRIA

A política monetária adotada pelo Federal Reserve (Banco Central americano), a partir do final de 1979 e começo dos anos 1980, foi uma das responsáveis pelo aumento do déficit em Conta Corrente americano. Àquela época, o Federal Reserve adotou uma política monetária restritiva com o intuito de reduzir a alta inflação (na casa de dois dígitos) que marcou o final da década de 1970. O efeito de curto prazo desta política foi uma elevação da taxa de juros real e da atratividade dos títulos da dívida americana, valorizando o dólar. No longo prazo, a mudança na política do Federal Reserve aumentou a confiança dos investidores no dólar e reforçou a idéia de que ele não se desvalorizaria como consequência de um possível retorno da inflação. Apesar dos Bancos Centrais dos outros países terem também aumentado seus juros, na maioria dos casos estes aumentos não foram tão fortes quanto o americano (GAO, 1987).

A continuidade da política monetária restritiva e o aumento da demanda por recursos por parte do governo para cobrir seu crescente déficit orçamentário reforçavam a elevação da taxa de juros, atraindo mais capitais externos para os EUA. Esse forte fluxo de capital externo, por sua vez, valorizava o dólar cada vez mais, impactando negativamente o saldo em Conta Corrente.

De 1982 em diante, depois que a inflação se reduziu, a política monetária passou a ser menos restritiva. O aumento no crescimento do estoque de moeda ajudou na recuperação da economia americana e, apesar da folga monetária, a confiança generalizada de que o Federal Reserve não iria permitir a volta da inflação, que poderia diminuir o poder de compra dos investidores detentores de ativos denominados em dólar, permitiu que o dólar permanecesse valorizado.

3.2 POLÍTICA FISCAL

O déficit orçamentário americano, no começo dos anos 1980, foi também resultado de uma política fiscal expansionista, que incluiu amplo corte de impostos e aumento das despesas, especialmente dos gastos militares em um cenário de acirramento da Guerra Fria. O montante de recursos necessários para suprir esse déficit, o aumento no investimento agregado e no consumo, estimulados pela política fiscal, excedia a poupança agregada doméstica disponível

nos Estados Unidos. Esta diferença foi coberta pelo ingresso de poupança (capital) externa, atraída pela alta taxa de juro real dos Estados Unidos.

A grande demanda por títulos norte-americanos e o conseqüente ingresso de recursos externos manteve forte o crescimento americano, ajudando a estabelecer uma taxa de juros em um nível menor do que seria esperado, dado o alto déficit orçamentário e a forte demanda por investimento.

Deste modo, a política fiscal expansionista deu suporte ao crescimento do PIB e das importações. O aumento dos gastos públicos e a política monetária contracionista elevaram os juros e também a demanda no mercado de capitais por bônus do governo. A alta taxa de juros atraiu investidores externos, apreciando o dólar, encarecendo exportações e barateando importações. A Conta Corrente foi se deteriorando ao longo da década, enquanto o estímulo fiscal suscitava tanto um robusto crescimento econômico quanto uma forte valorização do dólar. Os déficits gêmeos (fiscal e em Conta Corrente) resultavam, então, do mecanismo que associa o déficit fiscal com crescimento econômico e altas taxas de juros, gerando apreciação do dólar, altas importações e déficits em Conta Corrente (MANN, 2002).

3.3 (DES) EQUILÍBRIO POUPANÇA-INVESTIMENTO

Desde 1981, a poupança privada norte americana vinha sendo insuficiente para financiar o investimento privado e os elevados déficits orçamentários do governo americano. O aumento de US\$ 155 bilhões no desequilíbrio entre poupança e investimento entre 1981 e 1986 guarda aderência com o aumento de US\$ 148 bilhões no déficit em conta Corrente (Tabela 1).

Tabela 1 – Poupança-Investimento nos EUA – 1980-1986 – US\$ Bilhões

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Poupança Total	445	522	446	464	573	552	537
Poupança Privada	478	551	557	592	675	688	681
Pessoal	137	159	154	131	169	143	116
Empresas	342	391	403	462	506	545	564
Poupança do Governo	-35	-30	-111	-129	-102	-136	-143
Investimento Privado	437	516	447	502	662	661	686
Saldo Poupança-Investimento	8	6	-1	-38	-89	-109	-149
Saldo Conta Corrente	2	6	-9	-47	-106	-118	-142

Fonte: Economic Report of the President, 1987

O desequilíbrio entre poupança e investimento doméstico pode ocorrer como resultado tanto de um aumento do investimento em relação à poupança quanto de uma situação oposta. Nos anos 1980, tanto a taxa de poupança quanto a taxa de investimento declinaram – em relação à década anterior-, porém a poupança caiu em um ritmo mais elevado, gerando a necessidade de entrada de recursos externos e aumentando o déficit em Conta Corrente. A queda acentuada da poupança neste período possui duas razões: a substancial queda na poupança pública, devido ao déficit fiscal; e o declínio da poupança das famílias. No fim da década, este desequilíbrio se atenuou devido ao aumento da poupança pública (i.e., déficits fiscais menores) e ao acentuado declínio do investimento, em resposta à desaceleração econômica e precedendo a recessão de 1991 (CRS, 2004).

O fator mais importante no aumento do desequilíbrio entre a poupança e investimento foi, contudo, o crescimento do déficit orçamentário do governo. Apesar do aumento do investimento privado ter sido maior do que o aumento no déficit fiscal (poupança do governo) de 1981 a 1986 (Tabela 1), o investimento como porcentagem do PIB permaneceu perto de seus níveis históricos (GAO, 1987).

Similarmente, a poupança privada como porcentagem do PIB se reduziu, mas também permaneceu próxima de seus níveis históricos (Tabela 2). De forma contrária, o déficit fiscal em relação ao PIB atingiu seu maior nível desde a Segunda Guerra Mundial. Sem o déficit fiscal em nível tão elevado, a poupança privada teria sido suficiente para financiar as necessidades de investimento da economia americana. Com isso, a taxa de juros e a entrada de capital estrangeiro teriam sido menores, o dólar não teria se valorizado tanto e, por fim, o déficit em Conta Corrente seria menor.

Tabela 2 – Poupança Privada, Investimento Privado e Déficit Fiscal – 1971-1986 - % do PIB

Ano	Poupança Privada	Investimento Privado	Déficit Fiscal
1971	17,3	15,7	2
1972	16,7	16,7	1,4
1973	18	17,6	0,4
1974	17,2	16,4	0,8
1975	19	13,8	4,3
1976	18	15,6	3
1977	17,8	17,3	2,3
1978	18,2	18,5	1,3
1979	17,6	18,1	0,6
1980	17,5	16	2,2
1981	18	16,9	2,1
1982	17,6	14,1	4,6
1983	17,4	14,7	5,2
1984	17,9	17,6	4,5
1985	17,2	16,5	5
1986	16,2	16,3	4,8
Média	17,6	16,4	2,7

Fonte: Economic Report of the President, 1987

Algumas análises da época argumentam que o aumento no investimento privado teria sido mais importante na criação do desequilíbrio entre poupança e investimento do que os déficits fiscais. Elas sugerem que por trás das causas desse desequilíbrio estava a robusta recuperação da economia americana e o aumento do retorno dos investimentos após os cortes de impostos ocorridos a partir de 1981.

O aumento no investimento certamente contribuiu para criar esse desequilíbrio, mas não fica muito claro se este foi o fator principal. Como pode ser verificado na Tabela 2, embora a recessão de 1980-82 tenha causado uma redução nos investimentos e a recuperação de 1983-86 tenha-os estimulado, o nível destes em relação ao PIB, a despeito do corte de impostos no começo dos anos 1980, não foi mais alto em 1984-86 do que em outros períodos de forte crescimento, como em 1973 ou 1978-1979. Isso sugere que o corte de impostos teve seu impacto positivo no investimento mitigado pelo impacto negativo das altas taxas de juros praticadas na maioria dos anos 1980.

3.4 POLÍTICA MACROECONÔMICA EXTERNA

Cortes nos déficits orçamentários no Japão e na Europa na década de 1980 contribuíram para manter fraco o crescimento econômico nestes países, reduzindo suas importações e,

consequentemente, diminuindo a demanda por exportações americanas. Além do reduzido crescimento econômico – e também por causa dele -, existiam poucas oportunidades de investimento doméstico nessas regiões. Somando tudo isso à redução dos gastos do governo, devido a uma séria de reformas fiscais na maioria das grandes economias, chega-se à conclusão de que o montante de poupança disponível nestes países aumentou de forma significativa.

Este excesso de poupança fez com que o nível das taxas de juros no exterior fosse menor do que era nos EUA, estimulando investidores estrangeiros a aplicar em ativos americanos, o que gerou uma valorização ainda maior do dólar. Assim, os EUA foram capazes de financiar seus déficits tomando emprestado este excesso de poupança externa.

Segundo Marris (1985), caso fosse abstraído este excesso de poupança externa e o fluxo positivo de capital para a economia americana, a taxa de juros dos EUA teria que ser no mínimo 5% maior do que a verificada no período, para reduzir o investimento a níveis consistentes com o déficit orçamentário e a poupança privada.

A estabilidade política e econômica dos Estados Unidos em relação à outras partes do mundo foi – e continua a ser – outro fator importante na determinação da alocação de recursos na economia mundial. Esta estabilidade e o poder de emitir a moeda padrão de circulação em todo o mundo tornaram os EUA o destino preferido de recursos do resto do mundo.

3.5 OUTRAS CAUSAS

A literatura aponta duas outras causas como determinantes do déficit em Conta Corrente americano nos anos 1980: o forte crescimento econômico relativo dos Estados Unidos ante os demais países desenvolvidos; e o problema da dívida dos países em desenvolvimento.

De 1980 a 1985, os Estados Unidos experimentaram um crescimento mais intenso do que a maioria de seus principais parceiros comerciais, especialmente Japão e Europa. Como a demanda agregada dos EUA, inclusive por importações, aumentou com o crescimento da economia e como seus principais parceiros não apresentaram esse crescimento, as importações americanas se expandiram mais rápido do que suas exportações.

Como será discutido mais detalhadamente no capítulo sobre os anos 1990, mesmo se a economia americana tivesse crescido no mesmo ritmo dos outros países, a tendência do déficit em Conta Corrente seria de aumentar. Alguns estudos, feitos em sua maioria na década de 1990, afirmam que os Estados Unidos possuem uma elasticidade renda das importações maior que em qualquer outro país.

O quadro do crescimento econômico, no começo dos anos 1980, em muitos países em desenvolvimento que tinham efetuado empréstimos internacionais (denominados em dólar), em larga medida nos anos 1970, era bem distinto daquele vivido pelos EUA. Esses países, em especial na América Latina, enfrentaram sérias dificuldades. A recessão econômica dos principais países industriais no começo daquela década reduziu a demanda por suas exportações. A queda dos preços de várias *commodities* pertencentes às suas respectivas pautas de exportações, as altas taxas de juros mundiais e o aumento do peso da dívida externa, na medida em que o dólar se valorizava, agravaram ainda mais a situação.

Diante disso, os países latino-americanos se viram forçados a reduzir importações e aumentar exportações no intuito de acumular divisas e servir suas dívidas. Como consequência, o déficit comercial americano com esses países cresceu acentuadamente. Para se ter uma idéia, o saldo comercial dos Estados Unidos com a América Latina que, em 1980, era superavitário em US\$ 1 bilhão se transformou em um déficit de US\$ 15 bilhões em 1985 (GAO, 1987).

Em suma, a causa conjuntural mais importante para o aumento do déficit em Conta Corrente dos Estados Unidos na década de 1980 foi o dólar valorizado, que barateou importações e desestimulou as exportações. Em seguida aparece o forte crescimento econômico dos EUA no período, em comparação às outras grandes economias do mundo capitalista de então, aumentando o consumo de importações por parte dos EUA e diminuindo nestes outros países. Por fim, a crise da dívida latino americana afetou diretamente os EUA, uma vez que este era o principal parceiro comercial da região como um todo e viu suas exportações se reduzirem no mesmo momento em que passaram a importar cada vez mais destes países.

4 CAUSAS DO DÉFICIT: ANOS 1990

No começo da década de 1990, o déficit orçamentário se acentua e a Conta Corrente atinge o equilíbrio em 1991. Com o desenrolar da década, o contrário ocorre: o déficit orçamentário se transforma em superávit e a Conta Corrente atinge um déficit de quase 3% do PIB no final dos anos 1990. Os déficits gêmeos, portanto, se separam, sendo que as principais causas serão expostas a seguir.

4.1 POUPANÇA

O déficit em Conta Corrente durante os anos 1980 foi associado ao déficit orçamentário. A idéia de déficits gêmeos foi, então, amplamente difundida. Como abordado anteriormente, se a poupança privada e o investimento doméstico forem iguais ou ao menos oscilarem no mesmo montante, o déficit fiscal e o déficit em Conta Corrente são considerados gêmeos – do mesmo tamanho e oscilando na mesma direção. Assim, entre 1983 e 1989, a poupança privada e o investimento oscilaram da mesma forma e os déficits eram gêmeos. Nos anos 1990, porém, as relações do setor privado se modificaram (poupança privada em queda).

Como se observa na tabela 3, a taxa de poupança dos Estados Unidos se tornou relativamente baixa a partir do final dos anos 1980. A diferença entre este período e os anos 1990 é que a poupança do governo, principal responsável pela baixa poupança dos Estados Unidos no final da década de 1980, aumentou, sendo que os crescentes gastos com consumo e a baixa poupança pessoal levaram a uma reduzida poupança nacional americana.

Nos anos 1990, os déficits gêmeos se separaram em parte por que a poupança privada e os investimentos não se moveram da mesma forma como tinha acontecido nos anos 1980 e, também, por que a poupança privada e a poupança pública se moveram em sentido opostos (figura 3). Em primeiro lugar, ao contrário da expansão econômica dos anos 1980, na qual as taxas de investimento em geral se reduziram, a atividade econômica durante os anos 1990 foi estimulada por um contínuo crescimento, algo em torno de 17%, do investimento líquido na produção de bens duráveis (MANN, 1999).

Tabela 3 - Consumo, Investimento, Poupança e Taxa de Poupança – % do PIB

	1973	1979	1981	1989	1998
<u>Despesas em:</u>					
Consumo Pessoal	61,6	62,3	62,3	66,1	68,2
Investimento Doméstico Privado	17,6	18,8	17,9	15,2	16,1
Investimento e Consumo do Governo	20,8	19,8	20,3	20,1	17,5
<u>Balança Comercial</u>					
Exportações Líquidas de Bens e Serviços	0,0	-0,9	-0,5	-1,5	-1,8
Investimento Externo Líquido	0,6	0,1	0,2	-1,7	-2,5
<u>Taxa de Poupança</u>					
Poupança Privada	17,5	17,5	18,7	15,0	12,8
Poupança Nacional	17,9	17,8	17,6	13,3	14,5
<u>Investimento Público</u>					
	3,5	3,3	3,3	3,4	2,8

Fonte: Economic Report of the President, 1999

Em segundo lugar, o comportamento discrepante entre os três componentes da poupança nacional aumentou. A poupança das empresas, especificamente lucro, cresceu bastante, a posição orçamentária do governo se transformou em superavitária e a poupança das famílias foi se reduzindo até atingir níveis menores que 2% já em 1997.

Existem, na década de 1990, em especial na sua segunda metade, três fatores comuns por trás tanto do aumento dos investimentos privados quanto da queda da poupança das famílias: a grande valorização das ações das empresas americanas, proveniente do robusto crescimento da economia, a baixa taxa de inflação e a atratividade global do mercado de capitais americano. A alta sem precedentes no mercado de ações americano fez com que investidores se sentissem mais confiantes quanto a sua futura condição financeira, induzindo-os a diminuir a porção de suas rendas destinadas à poupança (a esse fenômeno é dado o nome de “efeito riqueza”). Ao mesmo tempo, o clima de forte consumo e baixa inflação encorajaram as empresas a investir, acentuando o desequilíbrio poupança-investimento.

Investimento e Poupança por Setor - % do PIB

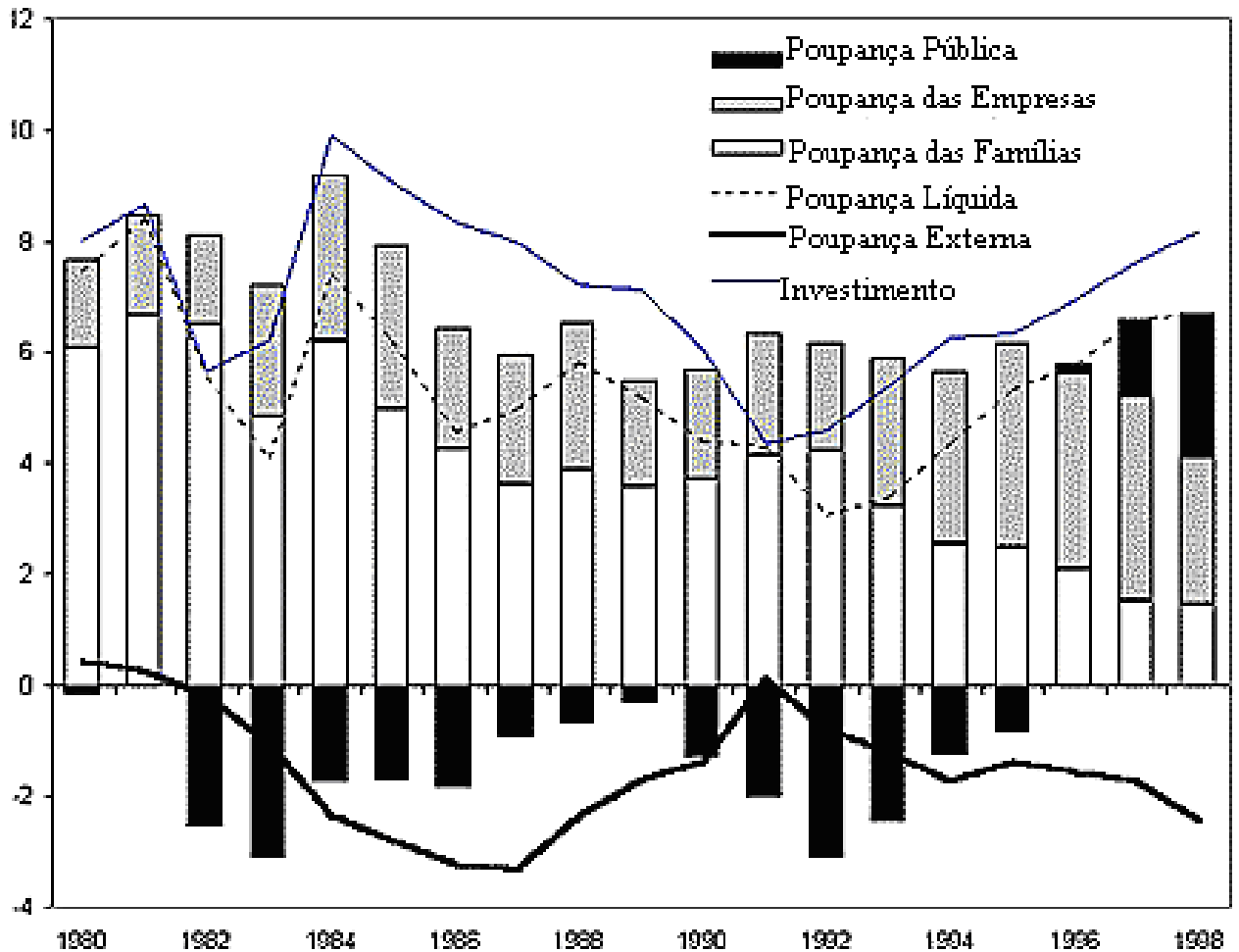


Figura 3

Fonte: US Department of Commerce, 1999

A participação real do investimento privado no investimento total foi bastante forte na década de 1990, o nível mais alto ao longo de 70 anos. Investimentos fortes e poupança baixa resultam em déficits. Muitos fatores estimularam o investimento privado nos anos 1990. Alguns analistas, contudo, argumentam que a desregulamentação, redução de barreiras tarifárias e um custo declinante dos bens de capital (especialmente computadores) aumentaram a produtividade nos Estados Unidos, tornando o país um lugar único, em termos de lucratividade, para se investir.

Poupança Privada e Balança Comercial - % do PIB

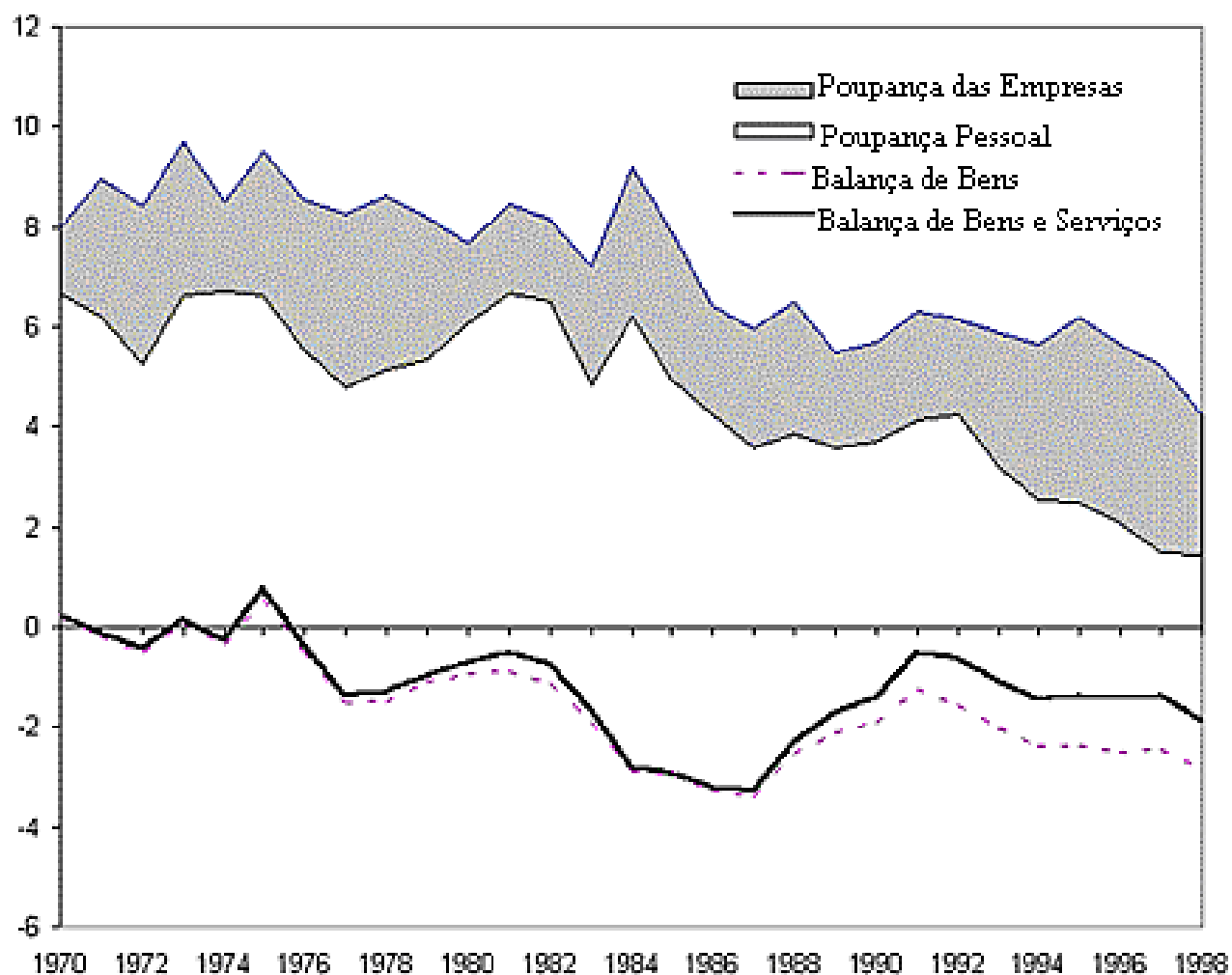


Figura 4

Fonte: US Department of Commerce, 1999

Quanto ao mercado mundial de capitais, ele passou por uma grande revolução nos anos 1990, permitindo o desenvolvimento e a maior oferta de um grande número de instrumentos financeiros como, por exemplo, cartões de crédito, empréstimos baseados no valor de mercado de imóveis, financiamento de veículos, casas, empresas, etc. Assim, ficou muito mais fácil obter crédito para adquirir bens, principalmente nos Estados Unidos, sem a necessidade de formação de uma poupança prévia.

Poupança e Valorização da Riqueza como proporção da renda disponível

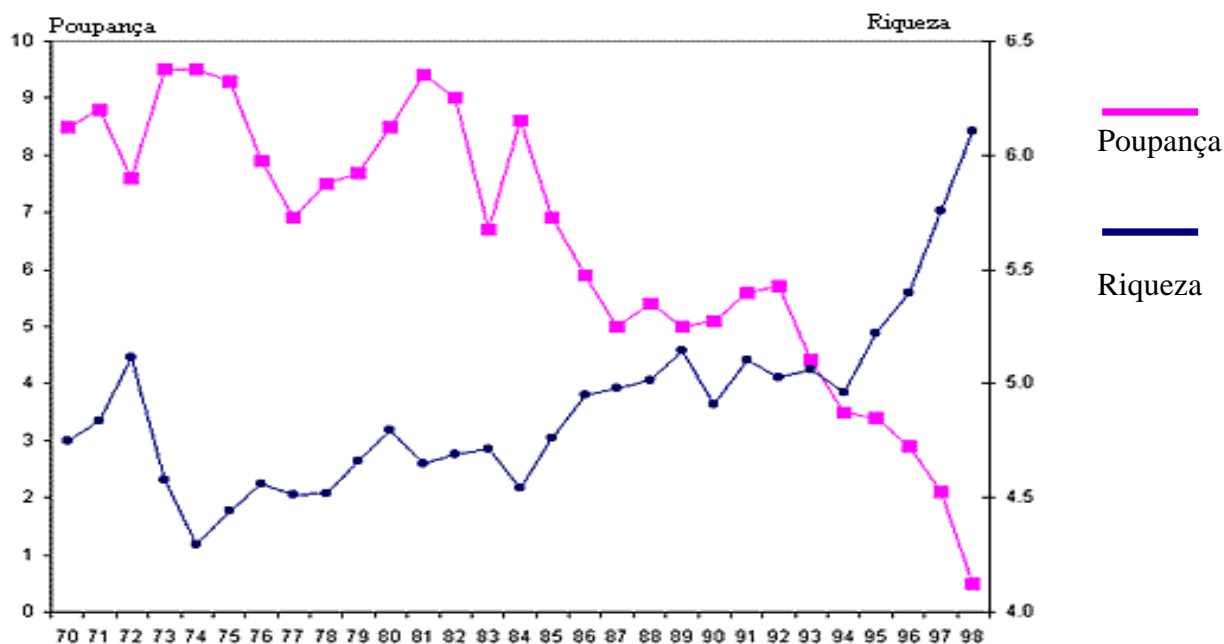


Figura 5

Fonte: MANN, 1999

É interessante notar que durante os anos 1980, abstraindo as identidades entre poupança e investimento, a política fiscal expansionista (refletida nos déficits fiscais) associada à política monetária contracionista fez com que as taxas de juros subissem, valorizando o dólar, o que diminuiu a competitividade das exportações americanas. As importações, por sua vez, cresceram fortemente, não só pela valorização do dólar, mas também pela elevada taxa de crescimento da economia que saía de uma recessão e crescia a taxas de 7% ao ano. O déficit em Conta Corrente assumiu, assim, proporções elevadas. Conclui-se, então, que os déficits eram gêmeos pois o déficit orçamentário ao pressionar a taxa de juros, induzia a valorização do câmbio, culminando no aumento do déficit externo.

Essa cadeia de causalidade poderia ser analisada de forma oposta: um menor déficit orçamentário diminuiria a pressão nas taxas de juros, diminuiria a demanda por ativos denominados em dólar, o dólar se desvalorizaria e o déficit externo se reduziria. Porém, não foi isto o que aconteceu nos anos 1990: o déficit fiscal diminuiu bastante (em alguns anos ocorreram superávits), mas as taxas de juros e, mais especificamente o câmbio não foram reduzidos (figura 6).

Déficit Fiscal, Taxa de Juros e o Dólar - % do PIB.

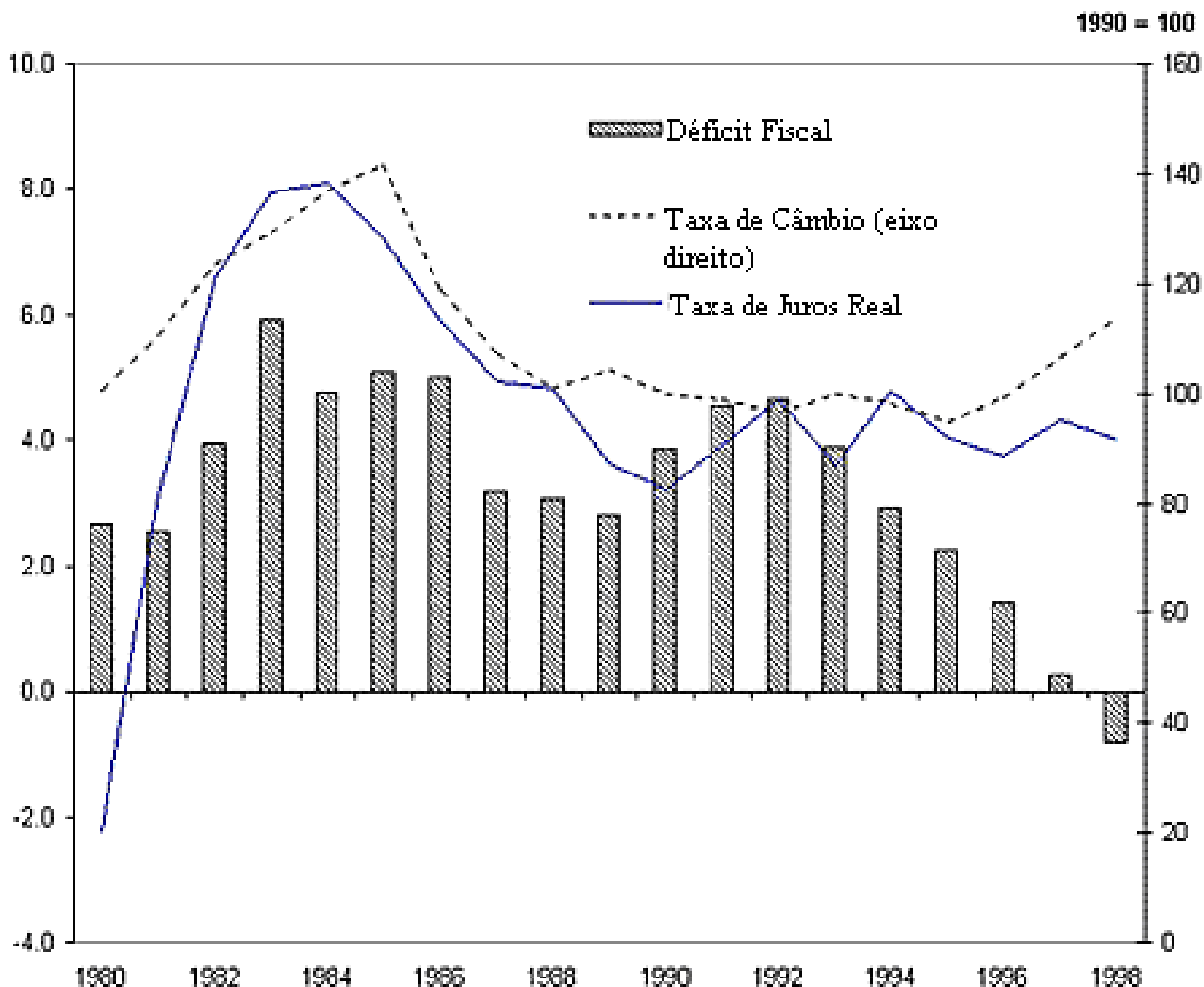


Figura 6

Fonte: US Department of Commerce, 1999

A força demonstrada pela economia americana durante a década passada, principalmente com o início dos negócios da “nova economia”, atraiu investimentos externos e, por conseguinte, o dólar foi utilizado em maior escala como o veículo para estes investimentos serem realizados. Assim, com a contração do déficit fiscal (reduzindo pressões na taxa de juros), o câmbio inicialmente se depreciou, mas, logo em seguida, se apreciou novamente. A crescente força do mercado de capitais americano atraiu investidores estrangeiros, valorizando ainda mais o próprio mercado e, em consequência, o dólar (figura 7). Além disso, o dólar solidificou sua posição como moeda de circulação internacional, e como moeda de emissão de bônus de dívidas de todo o mundo. Dessa forma, a premissa de que a diminuição do déficit fiscal reduziria a taxa de juros e, por sua vez, a cotação do dólar, reduzindo o déficit em Conta Corrente, foi desfeita.

Valorização Acionária e fluxo de Capital Externo no Mercado de Ações (em bilhões)

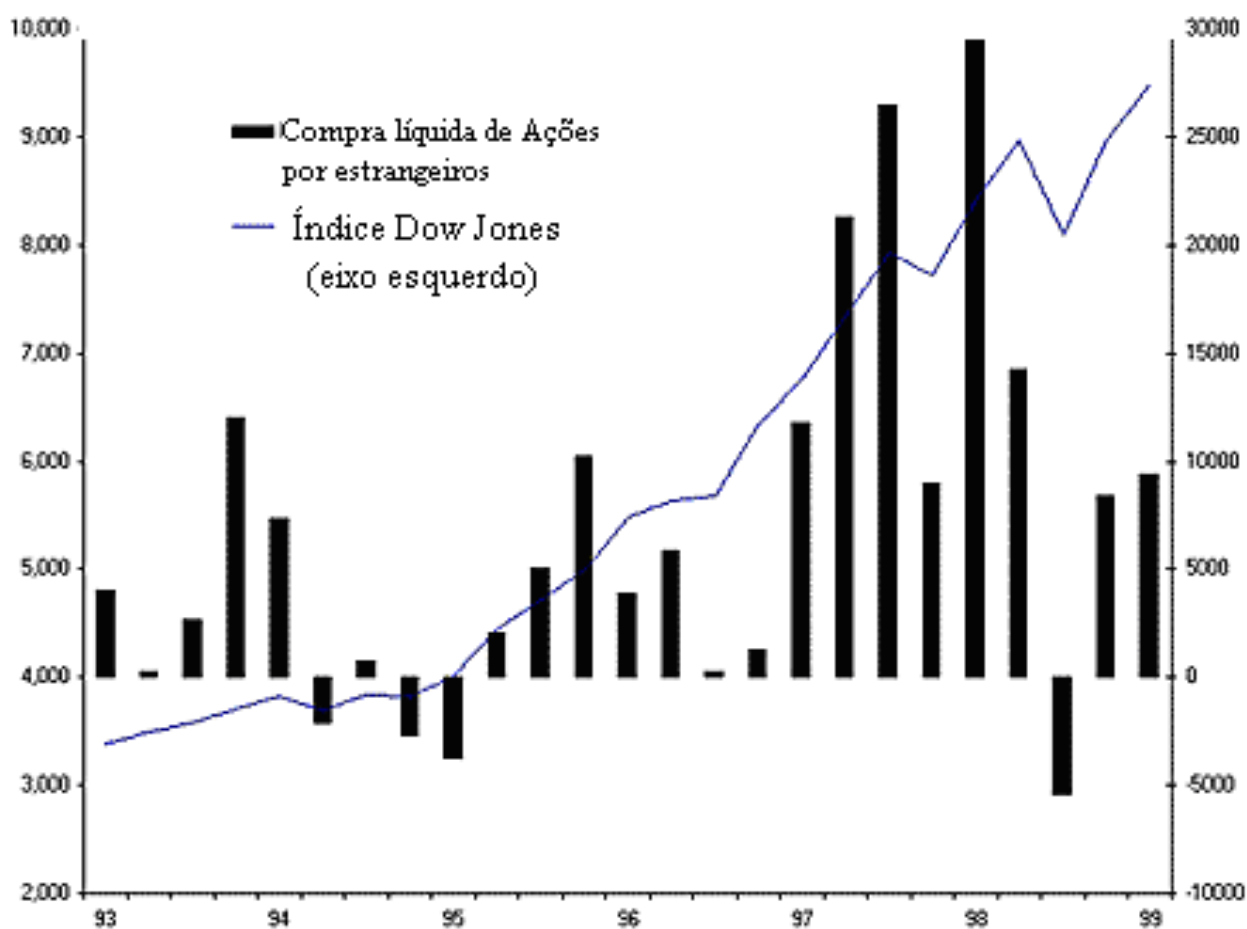


Figura 7

Fonte: US Department of Commerce, 1999

Apesar dos problemas da poupança dos EUA e do déficit em Conta Corrente americano serem resultado de uma tendência de longo prazo, a acentuada piora da Conta Corrente nos últimos anos da década de 1990 pode ser identificada como consequência de eventos específicos e políticas que afetaram negativamente o balanço externo deste país. Grosso modo, existem três causas principais: a já comentada valorização do dólar; o baixo crescimento dos principais parceiros comerciais dos Estados Unidos; e os aumentos no investimento externo e no pagamento do serviço da dívida externa.

4.2 INVESTIMENTO EXTERNO LÍQUIDO E MERCADO DE CAPITAIS

Os Estados Unidos sempre foram um destino atrativo para o capital internacional devido, principalmente, ao seu ambiente político estável, instituições legais desenvolvidas, mercado

de capitais líquido e eficiente e, também, pela existência de um forte sistema bancário e financeiro. Além desses fatores, o dólar é o principal meio de pagamento das transações internacionais e referência em reserva de valor, sendo, teoricamente, menos susceptível a extremas e repentinas desvalorizações.

Durante a segunda metade dos anos 1990, quatro acontecimentos aumentaram ainda mais a atratividade dos Estados Unidos para os investidores estrangeiros:

- A maior expansão da produtividade nos Estados Unidos, com relação às principais economias industriais, fez crescer a taxa de retorno esperada de investimentos realizados nos EUA quando comparada com a dos outros países;
- O ritmo acelerado da globalização financeira – estimulada pelos avanços tecnológicos, desregulamentação financeira e uma diminuição nos controles de capitais ao redor do mundo - permitiu que os investidores tirassem um maior proveito do mercado de capitais americano;
- A crise financeira nos mercados emergentes – Ásia em 1997-98, Rússia em 1998, Brasil em 1999 e a Argentina em 2001- incentivou um maior ingresso de capitais nos EUA em busca de segurança (“flight to quality”);
- Países asiáticos emergentes, especialmente China, aumentaram rapidamente suas reservas em dólar e em títulos do governo americano denominados em dólar. Depois da crise asiática de 1997-98, esses países perceberam a importância de manter um nível suficiente de reservas oficiais em moeda forte. Além disso, alguns países passaram a comprar grandes quantidades de dólares e ativos denominados nesta moeda⁶, como forma de manter suas moedas artificialmente desvalorizadas

Ou seja, o *boom* do mercado financeiro americano, aumentando as opções de investimentos com novas técnicas e facilidades, contribuiu para o aumento do influxo de capitais e do déficit em Conta Corrente. Como visto no primeiro capítulo, o saldo da Conta Corrente também é

⁶ De 1991 a 1996, as reservas internacionais chinesas cresceram cerca de 63 bilhões de dólares, enquanto as reservas de todos os países em desenvolvimento que se reportam ao FMI cresceram 315 bilhões de dólares e as reservas de todos os países desenvolvidos cresceram 95 bilhões de dólares. Já o total de ativos internacionais denominados em dólar cresceu de 60% dos ativos em circulação na economia mundial em 1996 para 68% em 1999 (IMF, 2003)

igual ao investimento externo líquido ou fluxo líquido de capitais. Este ponto de vista é de fundamental importância, pois o fluxo de investimentos é capaz de influenciar tanto o balanço externo quanto o balanço interno de poupança-investimento. Isto ocorre, pois em um sistema de câmbio flutuante, a entrada de capitais externos tende a apreciar o câmbio, estimulando importações e desencorajando exportações. Além disso, a maior disponibilidade de capitais na economia doméstica é capaz de financiar níveis de gastos com consumo ou investimentos mais elevados do que seria possível somente através da poupança doméstica.

Essas mudanças tiveram como efeito, no meio dos anos 1990, o aumento na taxa real de juros dos Estados Unidos, o que desestabilizou alguns mercados financeiros de outros países. Na verdade, o objetivo dessas mudanças foi consolidar o mercado financeiro norte-americano como centro atrativo de fundos de quase todas as nações, o que acaba por consolidar também a supremacia do dólar em relação às demais moedas.

Em 1997 e 1998, a crise financeira ocorrida na economia global desempenhou um importante papel, inibindo o crescimento ao redor do mundo e pressionando o valor do dólar. A série de crises começou na Tailândia em meados de 1997 e culminou com o calote da Rússia em agosto de 1998. Investidores externos fugiram para ativos de segurança, ou seja, títulos da dívida do governo americano. A taxa de juros dos títulos americanos caiu e o dólar continuou a se valorizar, uma vez que, dado o cenário de crise, os Estados Unidos atraíam grande volume de capital externo. Essa valorização do dólar incentivou importações e desestimulou exportações. E ainda, a taxa de juros mais baixa da economia americana criou um ambiente estimulador ao crescimento econômico. Assim, somou-se à mudança de preços relativos – provocada pela valorização do dólar – o crescimento assimétrico da economia americana ante ao resto do mundo. O resultado foi um agravamento do déficit em Conta Corrente.

Uma outra consequência do forte investimento externo na economia americana foi a valorização real (descontada a inflação) do dólar. A figura 8 mostra que depois de uma tendência de baixa, de 1990 a meados de 1995, o dólar começou a se valorizar a partir de 1997, fruto principalmente da crise dos mercados asiáticos ocorrida naquele ano.

Taxa de Câmbio Real dos EUA – Janeiro de 1990 – Julho de 1999

Março de 1973 = 100

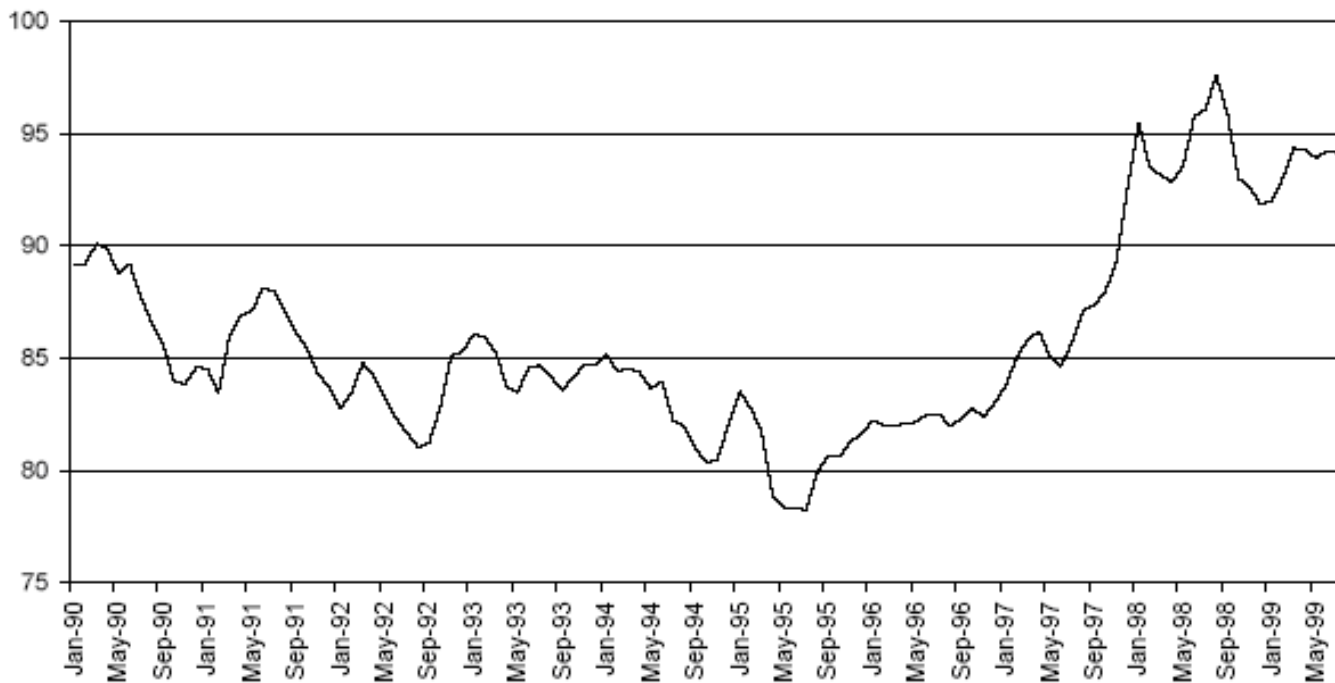


Figura 8

Fonte: BLECKER, 1999

Diante disto, ficou extremamente difícil para os produtores americanos de bens *tradeables*, apesar de maiores níveis tecnológicos e de produtividade, competir com os bens importados, uma vez que a valorização do dólar fez com que os bens americanos em geral se tornassem 20% (período de 1995 a 1999) mais caros que os produzidos externamente (BLECKER, 1999).

As próximas duas figuras exibem a correlação entre a valorização do dólar esboçada na figura 8 e o fluxo positivo de capitais na economia americana. O crescimento anual da propriedade de ativos norte-americanos por parte de estrangeiros (i.e., compra líquida de ativos nacionais) na década de 1990 é mostrado na figura 9 e o resultado acumulado deste aumento no nível de propriedade estrangeira de ativos americanos (i.e., obrigações líquidas) é mostrado na figura 10. O ingresso de capital externo (compra de ativos americanos por estrangeiros) aumentou de menos de 200 bilhões de dólares por ano entre 1990-92, para algo em torno de 300 bilhões de dólares em 1993 e 1994, disparando para uma média anual de cerca de 600 bilhões no período de 1995 a 1998.

Aumento Líquido nos Ativos Americanos em Propriedade de Estrangeiros 1990 a 1998 -
US\$ bilhões

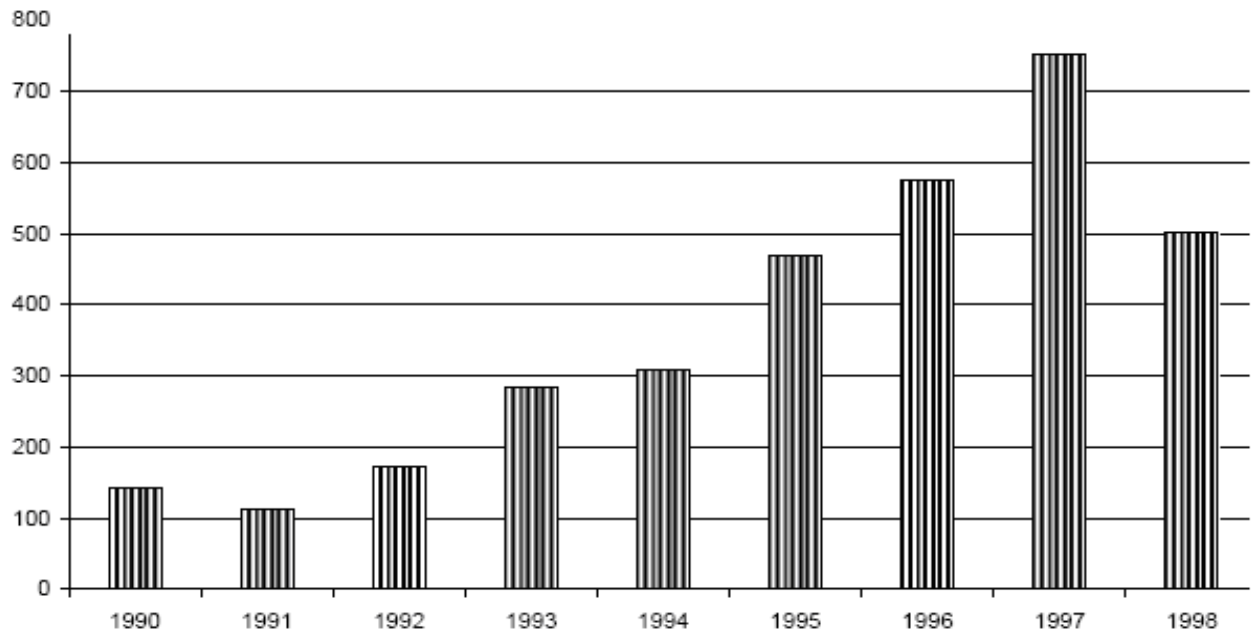


Figura 9

Fonte: US Department of Commerce, 1999

A principal causa deste aumento tão significativo no fim da década foi o crescimento de compras oficiais de ativos da dívida pública americana, os chamados *treasuries*. Este movimento, no período de 1993-96, se deu a partir do desejo de Bancos Centrais de outros países (asiáticos sobretudo) de manterem suas respectivas moedas desvalorizadas artificialmente. Já em 1997-98, as aquisições ocorreram em sua maioria por parte do setor privado, principalmente na forma de ações e bônus. Este ingresso de capital, por sua vez, fez com que o total de ativos americanos em posse de estrangeiros aumentasse cerca de 70%, saltando de um total de menos de 3 trilhões de dólares em 1994 para mais de 5 trilhões de dólares em 1998 (figura 10). Assim, pode-se concluir que este intenso aumento no ingresso de capital externo nos EUA foi, em grande medida, o responsável pela escalada no valor do dólar e, conseqüentemente, pela deterioração ocorrida na Conta Corrente entre 1995 e 1998 (BLECKER, 1999).

Total de Ativos Americanos em Propriedade de Estrangeiros 1990-1998 - US\$ trilhões

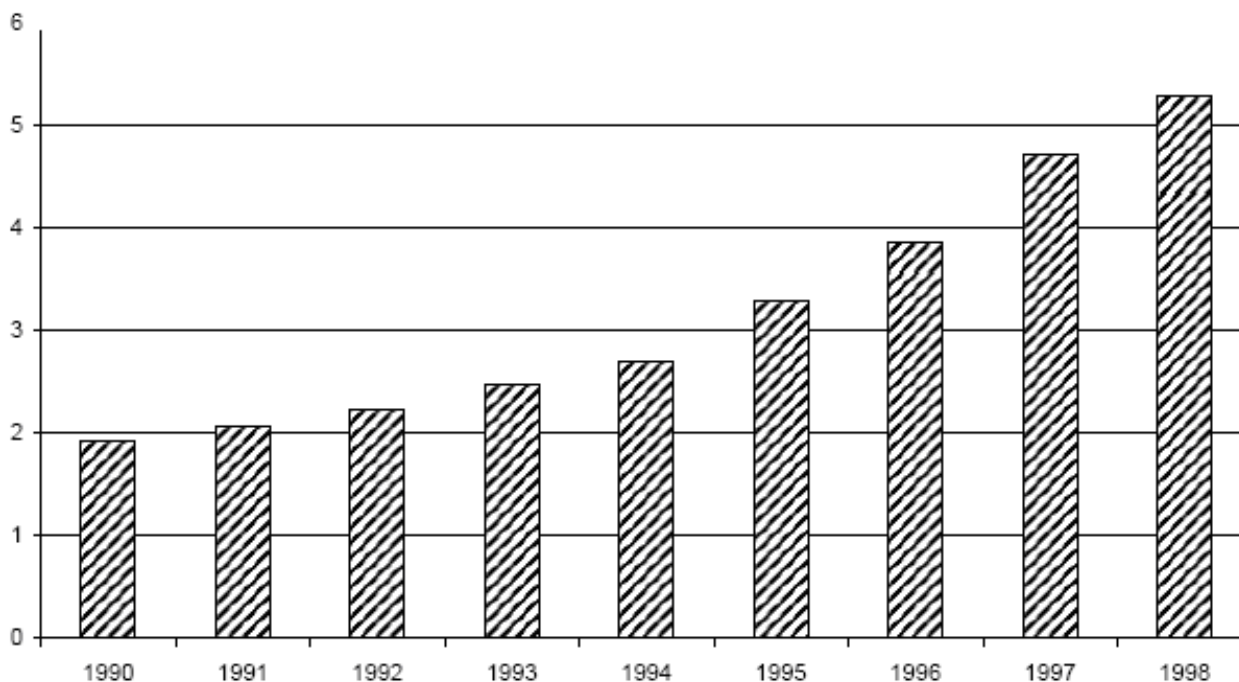


Figura 10

Fonte: US Department of Commerce, 1999

Outra forma de enxergar a correlação existente entre o aumento do fluxo de capitais para os EUA e o aumento do déficit em Conta Corrente, é lembrar que esta pode ser mensurada a partir da alteração do total do ativo externo líquido da nação entre dois períodos. Conforme equação (9) do primeiro capítulo, $CC = B^* - B^{*-1}$. Assim, como o ativo externo líquido dos Estados Unidos se reduziu no período, a Conta Corrente seguiu a mesma trajetória.

4.3 CRESCIMENTO ASSIMÉTRICO

Por aproximadamente uma década, os Estados Unidos vivenciaram o período mais longo de expansão no período pós guerra, enquanto a maioria das nações desenvolvidas encontravam-se estagnadas. De 1992 a 2000, por exemplo, a média do crescimento real anual do PIB foi de 3,7%. Durante o mesmo período, o crescimento médio anual do PIB da Europa esteve em torno de 2,2% e o crescimento do Japão foi de 1,2%. Por conseguinte, a demanda norte-americana por importações aumentou mais fortemente do que a demanda por importações dos EUA. A fim de ilustrar o período, pode-se utilizar o ano de 1998 como exemplo: a figura 11 mostra que os Estados Unidos cresceram mais rápido que quase todos os seus principais

parceiros comerciais naquele ano, principalmente aqueles que constituem os maiores mercados para as exportações americanas.⁷

Partindo de uma perspectiva global, Mann (1999) considera que a deterioração do déficit em Conta Corrente no fim dos anos 1990 é, fundamentalmente, de natureza cíclica, ocasionado pelo robusto crescimento da economia americana, enquanto praticamente todo o resto do mundo permaneceu estagnado ou em recessão. Ademais, o impacto da diferença entre as taxas de crescimento do PIB na Balança Comercial foi incrementado por uma apreciação em torno de 25% do dólar, entre 1995 e 1998, causada, em parte, pelo próprio diferencial de crescimento das economias.

Taxa de Crescimento Real do PIB dos EUA e parceiros Comerciais

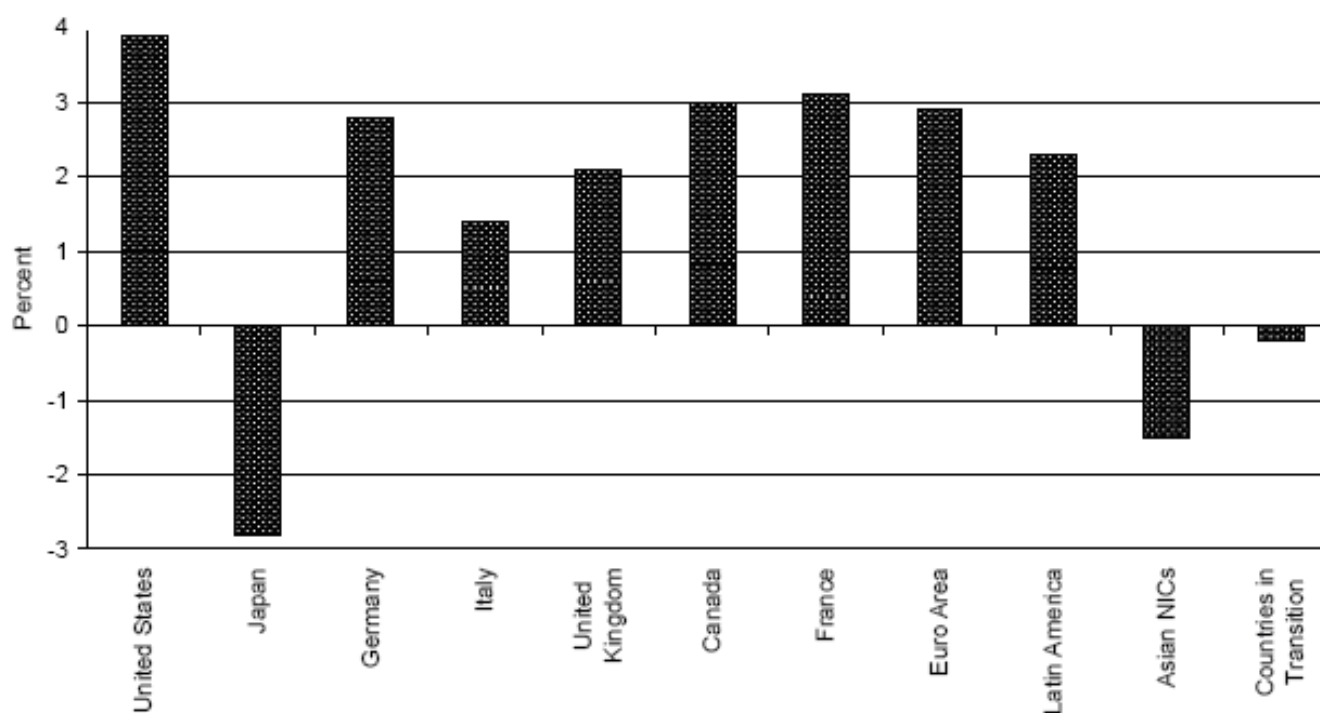


Figura 11

Fonte: IMF, 1999

4.4 PROPENSÃO MARGINAL A IMPORTAR

A tendência de deterioração do déficit em Conta Corrente fez surgir uma divergência nos dados do comércio internacional, qual seja: até mesmo quando o resto do mundo cresce mais

⁷ A exceção foi a China, que cresceu 7,8% em 1998.

rápido do que os Estados Unidos, o déficit em Conta Corrente deste país tende a piorar. Isso é uma consequência de um aparente “apetite por importações” da economia americana, que demonstrou ser maior que o “apetite” por importações do resto do mundo. Ou seja, a propensão marginal a importar dos EUA é maior que a de outros países. Na verdade, esse fenômeno foi identificado no pós-guerra, mas se tornou mais aparente a partir do fim do acordo de Bretton Woods. Ele decorre do diferencial da elasticidade renda da demanda por importação da economia americana em relação às outras economias do globo. Dois estudos do FED, datados de 1990 e 1998 (MARQUEZ, 1990; MARQUEZ; HOOPER; JOHNSON, 1998), quantificaram essa elasticidade nos EUA e no resto do mundo: ela seria 2 nos Estados Unidos contra 1 no resto do mundo. Assim, por exemplo, se tanto a economia americana quanto o resto do mundo crescerem a uma taxa de 3%, as exportações dos EUA cresceriam 3%, mas, suas importações cresceriam 6%. Isso se constitui em um forte fator de manutenção da tendência contínua de deterioração da Conta Corrente americana.

4.5 AUMENTO DA DÍVIDA EXTERNA E PAGAMENTO DE JUROS

Outro motivo que também contribuiu para a piora dos déficits em Conta Corrente nos anos 1990, que não vem recebendo tanta atenção, é o pagamento dos juros para servir a dívida externa americana. O fluxo externo de pagamento de juros compõe a Conta Corrente. Uma vez que um déficit em Conta Corrente precisa ser financiado por empréstimos internacionais, a dívida externa aumenta, o que, por sua vez, suscita uma maior saída de recursos para pagamento de juros, reduzindo o saldo da Conta Corrente. A dinâmica de acumulação de dívida externa gera um ciclo vicioso, uma espécie de “auto-deterioração” do déficit em Conta Corrente. Isso não vinha sendo um problema para os Estados Unidos até a segunda metade da década de 1990. Porém, a dívida externa (passivo externo líquido) cresceu de tal forma que, desde então, o fluxo de pagamento de juros da dívida passou a ser um componente relevante no saldo da Conta Corrente⁸.

⁸ O passivo externo líquido dos Estados Unidos era de US\$ 1.2 trilhões no fim de 1998 (Blecker, 1999, p. 15).

Passivo Externo Líquido dos EUA: 1984-1998

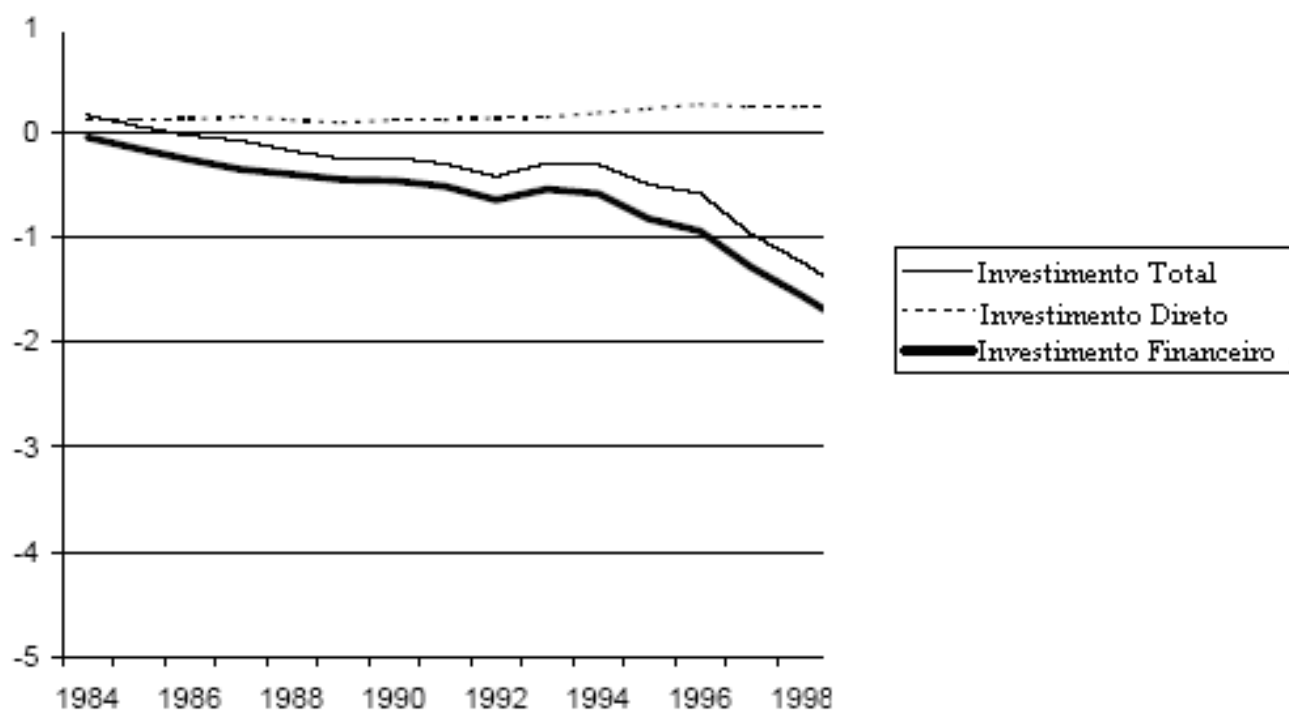


Figura 12

Fonte: US Department of Commerce, 1999

Por fim, este passivo externo líquido crescente possui, como dito, um *feedback* negativo na Conta Corrente, aumentando o fluxo externo de pagamento de juros e dividendos para estrangeiros. O fluxo financeiro negativo da remuneração dos investimentos estrangeiros (juros e dividendos) era de 66 bilhões de dólares em 1998. Assim, à medida que o déficit em Conta Corrente vai se elevando, vai se tornando cada vez mais difícil e custoso conseguir que esta volte ao equilíbrio.

5 CAUSAS DO DÉFICIT: ANOS 2000

Na maior parte da segunda metade da década de 1990, o investimento do setor privado cresceu como proporção do PIB, enquanto a participação do consumo permaneceu relativamente estável. A situação começou a mudar no ano 2000, com a participação do consumo no PIB crescendo, em grande parte devido à valorização patrimonial das famílias, enquanto a participação do investimento se reduzia. Diferentemente do que ocorreu na segunda metade dos anos 1990, quando o déficit pode ser atribuído aos gastos com investimento, que resultam no aumento da importação de bens de capital, a maior parte do aumento do déficit desde o ano 2000 decorre da expansão dos gastos de consumo.

Como visto, na década de 1990, a combinação de baixa poupança privada e forte investimento foi a principal causa do déficit em Conta Corrente. Durante aquela década, o ajuste fiscal contribuiu para financiar o aumento do investimento. Analisando a estrutura da poupança privada americana, nota-se um forte consumo privado presente tanto em períodos de superávits fiscais (anos 1990) quanto de déficits (anos 2000) e uma baixa poupança das famílias: são características estruturais da economia americana.

A partir de 2001 iniciou-se um processo de desajuste nas contas públicas devido aos crescentes déficits orçamentários. A situação fiscal dos EUA saiu de um superávit de 2,5% do PIB em 2000 para um déficit de 3,5% do PIB em 2004, uma deterioração de 6% do PIB em apenas quatro anos (ROUBINI; SETSER, 2004). O corte de impostos e o aumento nos gastos do governo, especialmente com a Guerra do Iraque, foram os fatores motivadores. Ou seja, a diminuição da poupança pública associada à tradicional baixa poupança privada podem ser responsabilizadas pela deterioração do déficit da Conta Corrente verificado na primeira metade dos anos 2000. A figura 13 explica a trajetória do déficit a partir de 1991. Observa-se um aumento do déficit a partir de 1997, associado ao *boom* de investimentos em tecnologia e às crises asiáticas. A partir de 2001, o déficit se acelera à um ritmo ainda maior devido ao déficit fiscal e à baixa poupança privada. Esta última deterioração foi forte e rápida: o Passivo Externo Líquido dos EUA, que era de US\$ 360 bilhões em 1997, atingiu US\$ 3,3 trilhões no final de 2004, equivalendo a 28% do PIB (MCKIBBIN; STOECKEL, 2005).

Outra diferença marcante entre os anos 1990 e 2000 é a origem dos fluxos de capitais externos necessários para financiar o déficit em Conta Corrente. Enquanto naquela década os

recursos foram, em sua maioria, provenientes de fontes privadas, a partir de 2001, a maior parte dos fluxos de capitais externos passou a ser de fontes oficiais. Essa mudança está associada, notadamente, a compras de títulos da dívida americana por parte de alguns países asiáticos, no intuito de diminuir ou evitar uma apreciação de suas moedas com relação ao dólar.

Deterioração da Conta Corrente Americana – 1991 a 2005

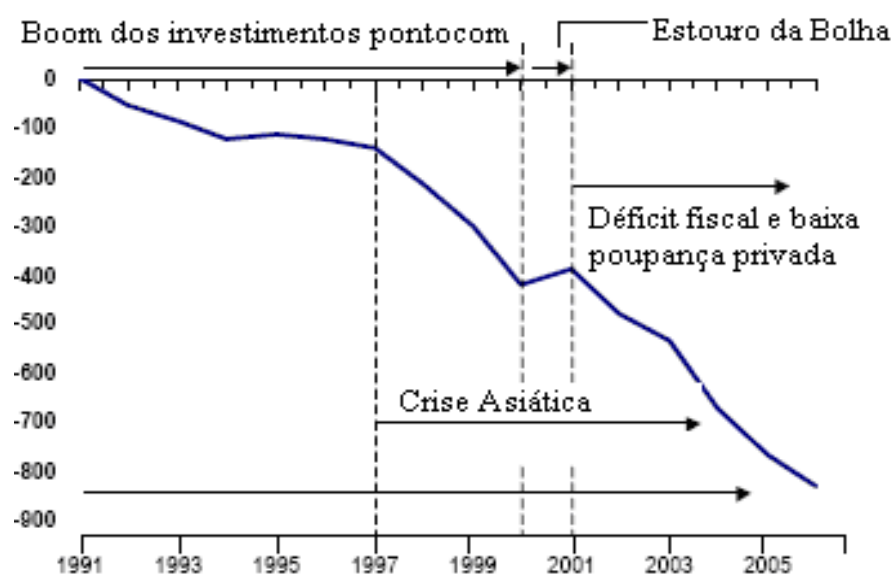


Figura 13

Fonte: OCDE, 2005

Pode-se, então, afirmar que as principais causas dos déficits recordes verificados na década de 2000 foram a queda da poupança pública em relação ao PIB, a patamares semelhantes aos registrados nos anos 1980 (em relação ao PIB), e a manutenção de uma poupança privada reduzida e nos mesmos patamares verificados nos anos 1990.

Além dessas causas, existem outros acontecimentos da presente década que contribuíram na formação do atual déficit em Conta Corrente: crescente demanda por ativos americanos; compras oficiais de títulos do governo dos EUA; excesso de poupança global; evolução dos mecanismos financeiros globais; um cenário de co-dependência entre os déficits americanos e os superávits asiáticos; e o aumento do preço do petróleo.

5.1 POUPANÇA PÚBLICA E PRIVADA

A principal causa do déficit em Conta Corrente americano, nesta década, vem sendo os baixos níveis das poupanças pública e privada, relativamente ao investimento doméstico (Figura 14). Em particular, a recente piora da Conta Corrente reflete a deterioração da poupança pública. Entre a segunda metade dos 1980 e 2000, o balanço orçamentário melhorou continuamente, saindo de um patamar negativo para um superávit de 2,5% do PIB em 2000. Com a recessão de 2001, e a adoção de uma política fiscal expansiva, o orçamento, em 2002, volta a apresentar déficit (-0,2% do PIB) (Figura 15).

Poupança, Investimento e Conta Corrente- 1981 a 2004

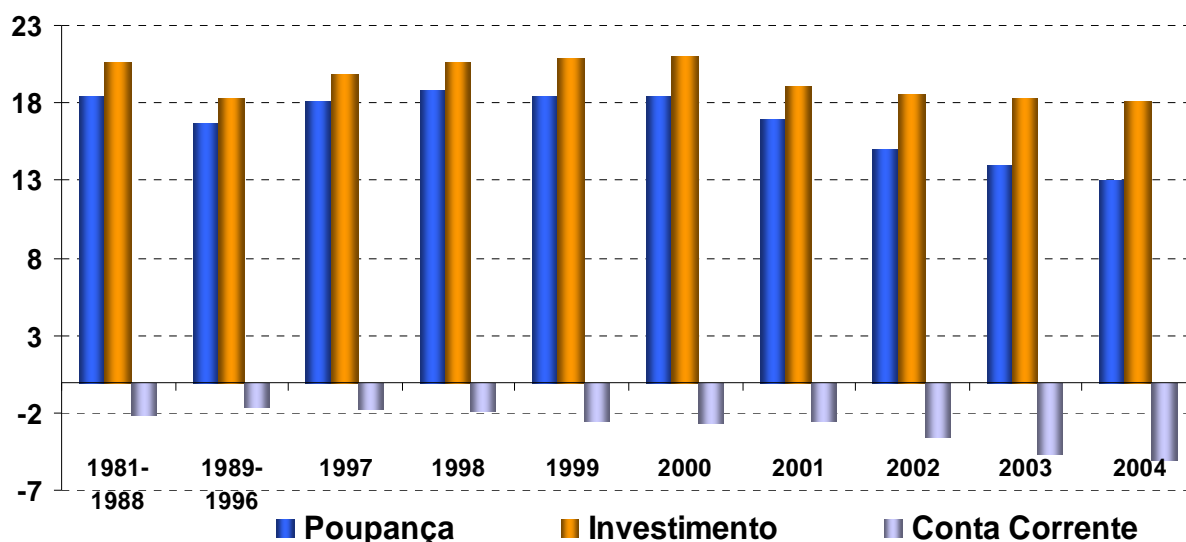


Figura 14

Fonte: LEE; MCKIBBIN; PARK, 2004

Assim, repetindo algo ocorrido nos anos 1980, o déficit fiscal, ao diminuir a poupança doméstica, aparece como um forte determinante do déficit em Conta Corrente. Enquanto nos anos 1990, a principal razão da baixa poupança privada foi a valorização das bolsas de valores e a explosão das oportunidades de investimentos em novas tecnologias, nos anos 2000, os principais motivos foram as baixas taxas de juros, a partir de 2001, e a forte valorização do mercado imobiliário. O aumento no preço das residências fez com que a relação riqueza-receita das pessoas atingisse 5.4, abaixo do pico registrado em 1999, porém, acima da média histórica (1960-2003) de 4.8 (BERNANKE, 2005). A expansão da riqueza através dos

imóveis, que se tornam acessíveis através de empréstimos bancários lastreados pelo novo valor dos imóveis, manteve baixa a taxa de poupança privada dos EUA.

Poupança Privada, Poupança Pública e Conta Corrente- 1981-2004

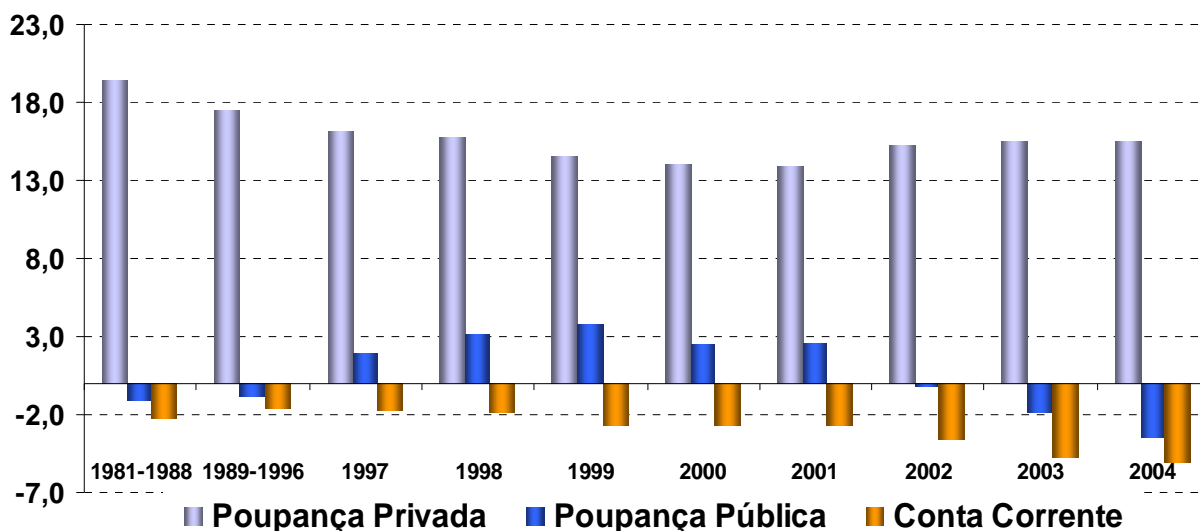


Figura 15

Fonte: LEE; MCKIBBIN; PARK, 2004

A baixa taxa de juros interna dos Estados Unidos, usada com o intuito de retirar a economia americana da recessão de 2001, também contribuiu para o déficit em Conta Corrente. Sua queda fez o consumo, que corresponde a cerca de dois terços do PIB americano, explodir e desestimulou fortemente a poupança das famílias americanas. Nos primeiros anos da década de 2000, antes do início do aperto monetário ainda em prática pelo FED, as taxas de juros reais chegaram a ser negativas. Naquele cenário, pode-se argumentar que a melhor coisa a se fazer seria realmente gastar, uma vez que a maior parte dos investimentos de curto prazo daria, provavelmente, retornos negativos depois de descontada a inflação. Além disso, com o custo de empréstimos tão baixo, comprar a crédito se tornava muito vantajoso. Deste modo, ao estimular o gasto e desestimular a poupança, o FED conseguiu tirar a economia americana da recessão, contudo, ajudou a aumentar o déficit em Conta Corrente.

De meados dos anos 1990 a 2005, a poupança pessoal caiu de 5% da renda disponível para menos de 2%. O declínio na taxa de poupança privada reflete uma mudança estrutural, iniciada na primeira metade dos anos 1990, na poupança das famílias e nos hábitos de

consumo. A crescente liberalização e as inovações financeiras tornavam os empréstimos mais fáceis para os americanos, especialmente tendo garantias imobiliárias. Essa maior facilidade resultou em um padrão de consumo mais elevado.

Taxa de Poupança Pessoal nos EUA – 1961 – 2001

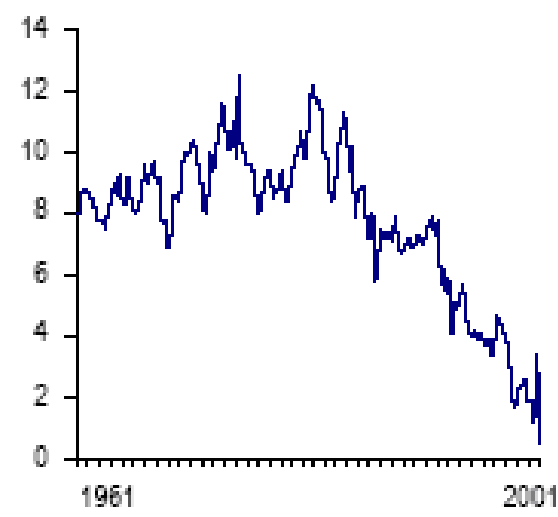


Figura 16

Fonte: MCKIBBIN; STOECKEL, 2005

Em meados do ano 2000, a taxa de poupança pessoal ficou em 1% em média (Figura 16). O mais importante, no entanto, é que a queda na poupança pessoal dos americanos também se deu com relação a outros países. A média da poupança pessoal no mesmo período, foi de 13% no Japão, 12% na Alemanha e 15% na França (MCKIBBIN, STOECKEL, 2005). Altas poupanças em outros países em conjunto com a queda da poupança americana contribuíram para orientar o fluxo global de capital e, por conseguinte, os desequilíbrios verificados na Conta Corrente.

5.2 DEMANDA POR ATIVOS AMERICANOS

O mercado financeiro americano tem por característica oferecer uma vasta gama de ativos e oportunidades de aplicações financeiras: títulos do governo; ações corporativas; ativos de propriedade direta em companhias; hipotecas imobiliárias; títulos agrícolas e câmbio.

As compras de ações foram particularmente significantes durante o *boom* do mercado de capitais no final dos anos 1990. A participação de ativos americanos nos portfólios acionários mundiais aumentou de 30% em 1993 para 50% em 2004. As compras externas, privadas e oficiais, de títulos da dívida do governo continuaram quando o déficit fiscal americano reapareceu fortemente no começo dos anos 2000, gerando nova oferta para este tipo de ativo. Com isso, os estrangeiros aumentaram a participação deste ativo em suas carteira de 20% em 1990, para 30% em 2000 e 55% em 2004 (MANN, 2005).

As compras oficiais externas de ativos financeiros americanos em épocas de desvalorização do dólar não são novidades. Entre 1986 e 1989 ocorreram compras significativas, assim como em meados dos anos 1990, períodos em que o dólar estava passando por pressões de desvalorização. Essas compras, no entanto, vêm se acelerando fortemente e acontecem em um nível sem precedentes, tanto em termos de quantidade de dólares quanto como proporção do total do fluxo financeiro. Em 2004, por exemplo, as compras oficiais externas totalizaram US\$ 500 bilhões ou 28% do total de compras externas de ativos americanos (MANN, 2005).

Este forte aumento deve-se à compra maciça de dólares e títulos do governo americano voltada para formação de grandes reservas e a manutenção de câmbios desvalorizados artificialmente por países do leste asiático, em sua maioria. Em 2004, 58% da entrada líquida de recursos nos Estados Unidos foi resultado de acumulação de reserva por bancos centrais estrangeiros (CRS, 2005). A figura 17 ilustra o crescimento das reservas de alguns países asiáticos, entre 2000 e 2004.

Como o dólar é o principal meio de pagamento mundial, sempre que um país adota uma política de desvalorização de sua moeda, os EUA são atingidos por isso. Em 2003, mais de US\$ 200 bilhões (em torno de 25%) do fluxo total de capital para os EUA foram devidos a compras oficiais por parte de outros Bancos Centrais. O Japão foi o principal protagonista dessas compras de ativos americanos (títulos da dívida em sua maioria). Elas totalizaram US\$ 175 bilhões em 2003. O governo da China, que mantém sua moeda desvalorizada artificialmente, vem sendo outro grande comprador de ativos americanos (CRS, 2004).

Se um país fixa sua moeda ao dólar, o Banco Central deste país precisa comprar dólares e ativos americanos no intuito de evitar a valorização de sua moeda, na hipótese, como acontece entre os EUA e países asiáticos, deste país possuir superávit em Conta Corrente. Essa entrada

de capitais externos aumenta a oferta de poupança disponível na economia, pressiona a taxa de juros para baixo e aumenta o consumo.

Variação das Reservas Internacionais de Países Asiáticos – 2000 a 2004 – US\$ bilhões

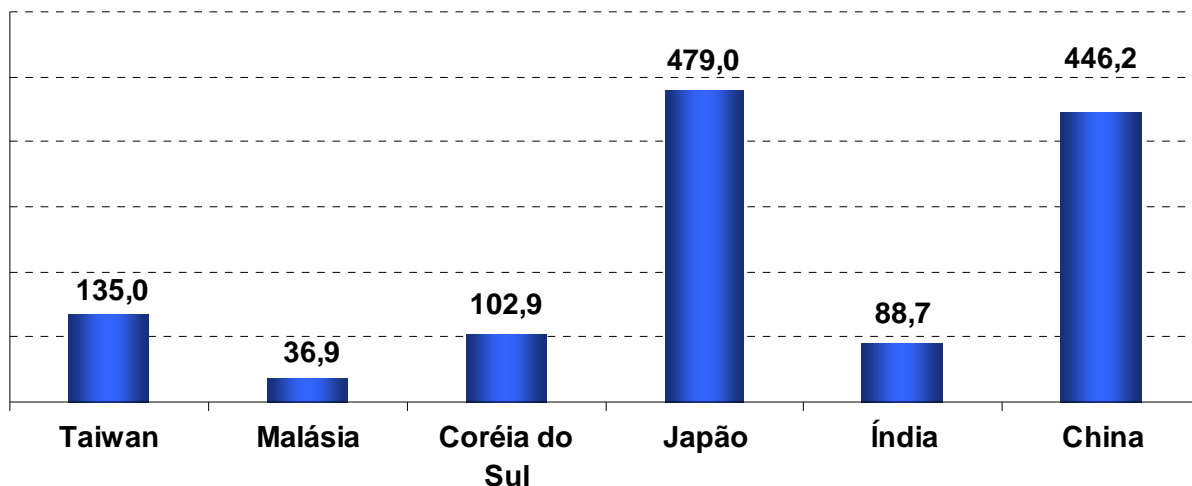


Figura 17

Fonte: CRS, 2005

Como pode ser visto na figura 18, o fluxo líquido de capitais privados era quase que o total do fluxo de 1998 a 2001. Depois disso, o fluxo total continuou subindo, embora o fluxo privado tenha se estabilizado em 2002 e começado a cair em 2003. Isto aconteceu devido ao rápido aumento da entrada líquida de capitais oficiais, que saiu de 0 em 2001 para US\$ 94 bilhões em 2002 e US\$ 249 bilhões em 2003. Quatro países foram os maiores responsáveis por estes números: China, Índia, Japão e Taiwan. Em 2003, as reservas oficiais cresceram US\$ 117 bilhões na China, US\$ 32 bilhões na Índia, US\$ 202 bilhões no Japão e 41 bilhões em Taiwan. Já o déficit agregado em Conta Corrente de um conjunto de 9 países asiáticos em desenvolvimento (China, Hong Kong, Indonésia, Coréia do Sul, Malásia, Filipinas, Singapura, Taiwan e Tailândia) saiu de US\$ 27 bilhões em 1995 para um superávit de US\$ 186 bilhões em 2004 (um incremento de 213 bilhões) (CRS, 2004).

Uma das razões para o aumento das compras de ativos americanos foi a ocorrência de uma série de crises – México (1994), Tigres Asiáticos (1997), Rússia (1998), Brasil (1999) e Argentina (2002) – o que suscitou uma forte saída de capitais dos países em desenvolvimento como um todo, e em conseqüência, desvalorização de moedas, rápida desvalorização de

ativos, dificuldades nos sistemas financeiros e recessão. A superação da crise exigiu esforços para a obtenção de superávits na Conta Corrente e acumulação de reservas, fazendo tais países passarem de importadores para exportadores de capitais.

Entrada de Capitais nos EUA por Categoria

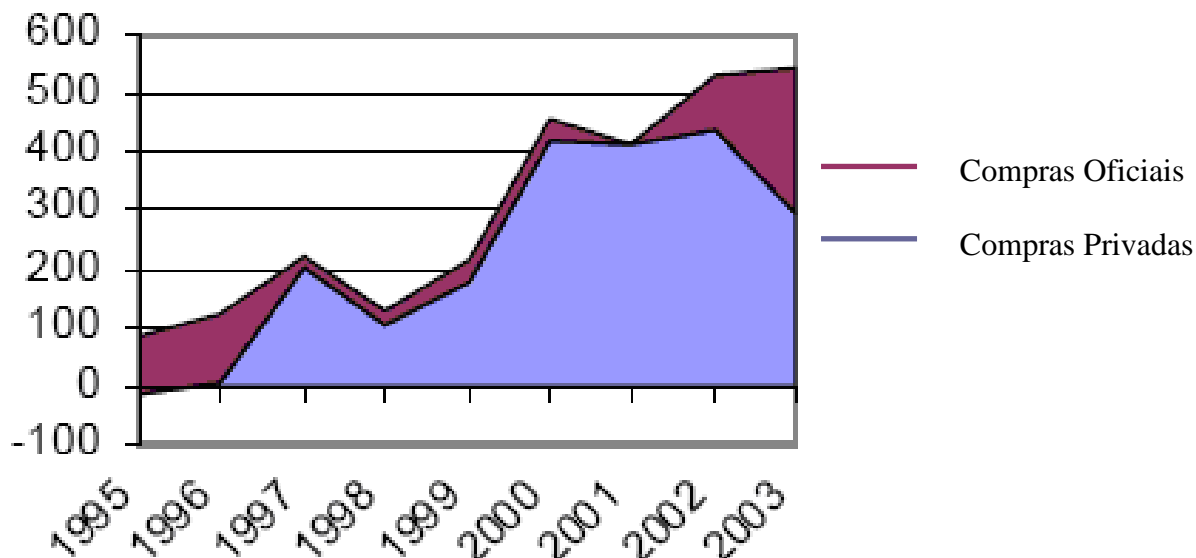


Figura 18

Fonte: CRS, 2004

Cabe aqui ressaltar duas particularidades dos EUA derivadas do fato de serem a maior economia do mundo e o país emissor da moeda de circulação internacional e reserva de valor global. Em primeiro lugar, os empréstimos americanos são denominados em dólar. Logo, os EUA não estão sujeitos a crises no balanço de pagamentos e uma eventual desvalorização reduz o valor de sua dívida. Em segundo lugar, os ganhos obtidos dos investimentos diretos americanos no exterior excedem regularmente o retorno que estrangeiros obtêm nos seus investimentos diretos nos EUA. Assim, os EUA continuam tendo receitas externas líquidas (US\$ 30 bilhões em 2004) apesar de possuírem um passivo externo líquido. Por um outro lado, 65% dos ativos financeiros em posse de estrangeiros são remunerados via taxa de juros, o que ocorre com apenas 45% dos ativos financeiros externos em posse dos EUA. Esse desequilíbrio pode então expor os EUA a aumentos na taxa de juros, como vem ocorrendo ultimamente, e seu impacto só poderá ser verificado com o passar do tempo.

5.3 CO – DEPENDÊNCIA GLOBAL

As compras oficiais podem ser enxergadas também sob a visão de uma nova arquitetura da economia mundial, com os EUA dependendo dos países asiáticos e vice-versa. Desequilíbrios estruturais, como desequilíbrios entre poupança e investimento, existem também no resto do mundo. Cabe lembrar que estes desequilíbrios do resto do mundo funcionam como uma espécie de contrapartida do déficit externo americano.

Percebe-se um nítido interesse dos países asiáticos, em especial, em um acentuado déficit em Conta Corrente americano, devido ao modelo de desenvolvimento exportador adotado por eles. A figura 19 mostra os crescentes saldos em Conta Corrente dessas economias asiáticas. A co-dependência toma forma a partir do momento em que esta dependência asiática dos Estados Unidos como fonte de crescimento, se encaixa com a dependência americana de poupança externa para financiar seu consumo e investimento doméstico. Neste cenário, os EUA se configuram como o principal comprador de bens destes países, que, por sua vez, passam a ser os principais compradores de títulos da dívida americana. Em suma, a propensão americana para consumir acha sua perfeita contraposição na dependência de outros países em exportar para os Estados Unidos.

Um ponto importante é que apesar de teoria e evidências empíricas indicarem a necessidade de uma forte desvalorização do dólar, a co-dependência global funciona como inibidora deste processo, na medida em que existe uma grande demanda por dólar traduzida na compra de ativos americanos. A teoria neste caso não se aplica, uma vez que o excesso de dólares conseguido pelos países exportadores é utilizado para compra de títulos do governo americano, não havendo assim um excesso de dólares que seria natural nesta situação e que provocaria a desvalorização desta moeda. A existência desta co-dependência entre os Estados Unidos e o resto do mundo tem permitido que os desequilíbrios persistam por mais tempo do que seria de se esperar.

Conta Corrente de Outros Países – 1990-2002 - % do PIB

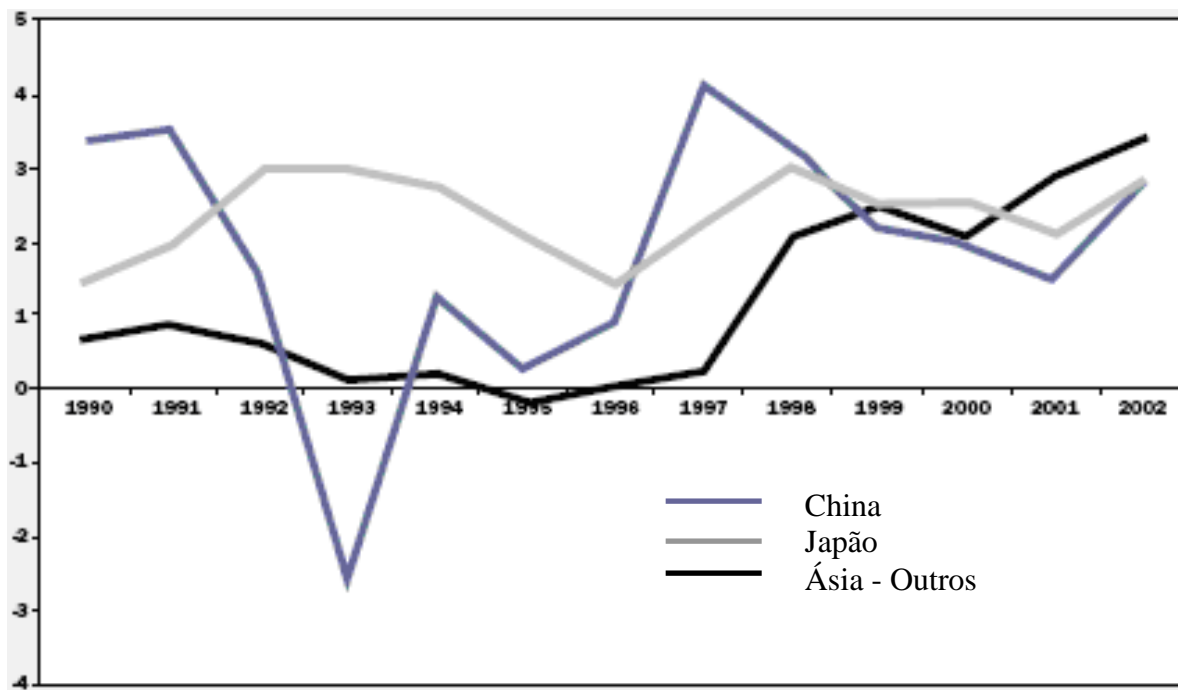


Figura 19

Fonte: MANN, 2004

Um retrato macro do déficit pode deixar escapar alguns dados que particularmente fundamentam o advento da co-dependência global. A principal categoria de ambos os lados da Balança Comercial americana é a de bens de capital e materiais, excluindo energia, que representou 45% das exportações e 32% das importações em 2004. Até 1997, o balanço líquido dessas categorias variava entre grandes ou pequenos superávits, dependendo em grande medida da fase do ciclo de negócios vivenciada pelos EUA e pelo resto do mundo. Desde então, contudo, o saldo comercial dessa categoria não se recuperou mesmo com o crescimento econômico do resto do mundo. De um superávit de US\$ 50 bilhões em 1997, essa categoria está com um déficit de aproximadamente US\$ 50 bilhões. Pode-se associar este declínio, a uma mudança estrutural na oferta internacional de bens de capitais, com a China assumindo o papel dos EUA de principal produtor destes tipos de bens (MANN, 2005).

Tal mudança não significa um enfraquecimento da economia americana, mas sim o contrário. O que se verifica nos EUA é um rápido fortalecimento dos serviços na participação do PIB, notadamente os serviços da nova economia, como educação, serviços financeiros e

empresariais e profissionais. Como é sabido, tais serviços apresentam alto valor agregado e para alguns economistas são o principal mecanismo de crescimento econômico no séc XXI. Neste segmento, os Estados Unidos demonstram alta competitividade em escala mundial, o saldo comercial é positivo e vem aumentando significativamente, apesar do fraco crescimento de outras economias. Um problema para os EUA é que os serviços, em geral, são de difícil comercialização e ainda enfrentam enormes barreiras protecionistas.

Apesar dos bens de capital serem a principal categoria de fluxo de comércio, o maior componente do déficit comercial (excluídos energia e agricultura) são os bens de consumo, que representam 21% das importações e apenas 8% das exportações. Quando o déficit líquido de automóveis é adicionado a este número, pode-se então, desde 1997, atribuir aproximadamente três quartos do déficit comercial (excluídos energia e agricultura) a essas duas categorias de consumo pessoal (MANN, 2005).

Enfim, analisadas as Contas Correntes dos países como um todo mais de perto, percebe-se, sob a óptica do comércio bilateral com os EUA, a dependência destes países do mercado americano. Quase todos os países e regiões possuem grandes, e na maioria dos casos crescentes, superávits comerciais com a economia americana.

5.4 EXCESSO DE POUPANÇA GLOBAL

Para Ben Bernanke (2005), recentemente nomeado presidente do FED, a verdadeira causa do déficit em Conta Corrente americano não é a baixa poupança doméstica em relação ao investimento, mas o excesso de poupança disponível no mundo, notadamente nos países asiáticos. Ele argumenta que existe uma enorme quantidade de poupança ao redor do mundo. E insuficientes oportunidades de investimentos, fazem com que os Estados Unidos apareçam como destino natural para esse excesso de poupança. Como consequência desse excesso, a taxa de juros se mantém baixa, a demanda por capital aumenta, o incentivo a poupar diminui, o consumo cresce e o déficit comercial dos EUA aumenta.

A visão de Bernanke e a visão convencional, de que o déficit decorre de políticas internas, que suscitam uma baixa poupança, não são necessariamente excludentes. De certo modo, a diferença entre as duas visões acaba por ser tautológica, uma diz que o déficit é causado por uma baixa poupança americana em relação ao resto do mundo, enquanto a outra afirma que o

déficit é causado por uma alta poupança do resto do mundo em relação à americana. Como visto, é necessário neste tipo de análise levar em consideração os movimentos internacionais de capitais, contudo, não se pode negligenciar as condições domésticas. A posição de Bernanke, de certa maneira, retira a responsabilidade dos EUA: o déficit não é “made in USA”. Políticas no intuito de reduzir o déficit fiscal ou aumentar a poupança privada dos EUA não seriam eficazes enquanto exista este excesso de poupança mundial. Assim, soa um tanto quanto ideológica e tendenciosa a visão do novo *chairman* do Banco Central americano.

Tabela 4 Conta Corrente Global – 1996 e 2003 – US\$ bilhões

Países	1996	2003
Desenvolvidos	46.2	-342.3
Estados Unidos	-120.2	-530.7
Japão	65.4	138.2
Área do Euro	88.5	24.9
França	20.8	4.5
Alemanha	-13.4	55.1
Itália	39.6	-20.7
Espanha	0.4	-23.6
Outros	12.5	25.3
Australia	-15.8	-30.4
Canada	3.4	17.1
Suíça	21.3	42.2
Reino Unido	-10.9	-30.5
Em desenvolvimento	-87.5	205.0
Ásia	-40.8	148.3
China	7.2	45.9
Hong Kong	-2.6	17.0
Coréia do Sul	-23.1	11.9
Taiwan	10.9	29.3
Tailândia	-14.4	8.0
América Latina	-39.1	3.8
Argentina	-6.8	7.4
Brasil	-23.2	4.0
México	-2.5	-8.7
Oriente Médio e África	5.9	47.8
Leste Europeu e Antiga União Soviética	-13.5	5.1
Discrepância Estatística	41.3	137.2

Fonte: BERNANKE (2005).

Percebe-se, a partir da tabela 4, que o déficit em Conta Corrente dos Estados Unidos aumentou em US\$ 410 bilhões entre 1996 e 2003. Isso implica que houve uma mudança, de igual magnitude, na Conta Corrente de outros países. Como pode ser visto na mesma tabela, a maior parte dessa mudança foi proveniente de países em desenvolvimento, que tinham em conjunto um déficit em Conta Corrente no ano de 1996 da ordem de US\$ 88 bilhões. Este déficit se transformou em um superávit de US\$ 205 bilhões em 2003, uma mudança de quase US\$ 300 bilhões.

Segundo Bernanke, o principal motivo dessa mudança nos países em desenvolvimento foi a série de crises financeiras ocorridas no final da década passada, que os levou a perseguir elevados superávits comerciais. Em meados dos anos 1990, a maior parte dos países em desenvolvimento eram importadores de capital. Ásia e América Latina, em 1996, necessitaram de US\$ 80 bilhões de dólares em empréstimos para financiarem seus déficits externos (Tabela 4).

Outra grande mudança ocorrida no período de 1997 a 2004 foi a redução das taxas de investimentos no Japão, países do leste asiático (exceto China) e países exportadores de petróleo. O investimento caiu no Japão devido à permanente estagnação econômica dos últimos anos e se reduziu no leste asiático – mais de 10% do PIB – devido a crise financeira da região no final dos anos 1990. A poupança, por outro lado, cresceu.

A tabela 5 detalha a distribuição dos fluxos de capitais entre 1997 e 2004. Durante este período, houve um grande incremento na Conta Corrente em países em desenvolvimento, como resultado das crises já mencionadas e dos preços do petróleo.

Tabela 5 Alteração de Poupança, Investimento e Conta Corrente Mundiais - % PIB -1997-2004

Região	Poupança	Investimento	Conta Corrente
Estados Unidos	-4.7	-0.2	-4.5
Japão	-3.2	-4.7	+1.4
Zona do Euro	-0.9	+0.1	-0.9
Outros Países	-0.4	0	-0.4
China	+7.9	+7.6	+0.4
Outros Países do Leste Asiático	-1.3	-10.2	+8.9
Outros Países Emergentes	+2.7	-1.3	+4.0
Produtores de Petróleo	+1.4	-3.5	+4.9

Fonte: IMF, 2005

Essa combinação de queda nas taxas de investimentos e aumento na taxa de poupança fez com que a demanda agregada caísse. Esse enfraquecimento dos gastos de estrangeiros aumentou a disponibilidade de capital para os Estados Unidos, gerando uma pressão negativa na taxa de juros e, também, uma valorização do dólar, apesar da queda nos juros.

A queda na demanda externa e o baixo crescimento no PIB destes países afetam a Conta Corrente americana de duas formas: primeiro, limitam as exportações norte-americanas; segundo, a baixa demanda reduz a percepção das taxas de retorno e assim limitam o investimento doméstico nesses países, levando-o para os EUA.

5.5 EVOLUÇÃO DOS MECANISMOS FINANCEIROS GLOBAIS

Alguns economistas, como Fergusson (2005) por exemplo, apontam que os investidores estão mais propensos a investir fora de seus países de origem, propensão essa que ajuda a incrementar os desequilíbrios globais nas Contas Correntes, uma vez que os déficits podem ser financiados mais facilmente e em volumes maiores. Uma vez que os Estados Unidos fornecem um ambiente propício a investimentos, com grande proteção aos direitos do investidor, taxas de retorno atrativas e a credibilidade do dólar, ele se torna a primeira opção para investimentos estrangeiros.

A rigor, a desregulamentação financeira e as conseqüentes facilidades verificadas atualmente no tocante à transferência de recursos entre países, fazem com que o investimento doméstico de um país possa se descolar mais facilmente de sua poupança doméstica. A diferença passa a ser suprida por poupança externa, sem maiores dificuldades (BERNANKE,2005). Esta observação condiz com o recente aumento do déficit global absoluto em Conta Corrente, mostrado na figura 20.

Assim, como os Estados Unidos são o destino mais procurado por investidores, pelos motivos já explanados nesta monografia, seu déficit é proporcionalmente maior.

Proporção do Total dos Saldos de Conta Corrente em relação ao PIB mundial

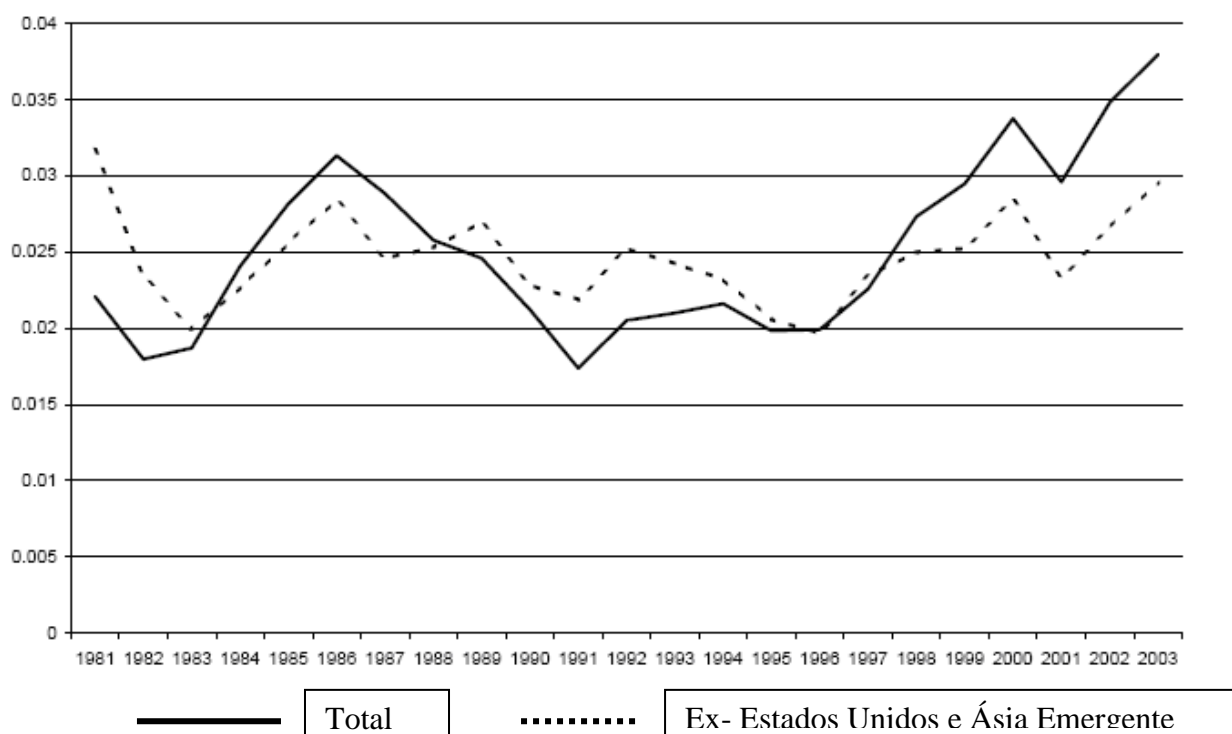


Figura 20

Fonte: GRUBER; KAMIN, 2005

5.5 ALTA DO PREÇO DO PETRÓLEO

Outro fator que contribuiu para a mudança nas Contas Correntes de alguns países em desenvolvimento foi o forte aumento no preço do petróleo ocorrido nos últimos anos. Os superávits em Conta Corrente dos países exportadores de petróleo vêm aumentando, na medida em que aumentam as receitas relacionadas ao petróleo. Como mostrado na Tabela 4, o superávit em Conta Corrente conjunto do Oriente Médio e África cresceu cerca de US\$ 42 bilhões entre 1996 e 2003.

Por outro lado, entre 1996 e 2004, as importações americanas de petróleo aumentaram em torno de US\$ 110 bilhões. A maior parte desse aumento foi devido à alta dos preços. Ela respondeu por cerca de 1% do crescimento de 4,1% do déficit em relação ao PIB ocorrido entre 1996 e 2004 (GRUBER; KAMIN, 2005). Em 2005, a alta no preço do petróleo contribuiu com US\$ 70 bilhões para o déficit e estima-se que este valor chegue a US\$ 100 bilhões em 2006 (CRS, 2006).

Em síntese, a Conta Corrente dos Estados Unidos durante os anos 2000 foi profundamente influenciada pelo aumento do preço do petróleo, pela forte demanda por ativos americanos, pela alta poupança mundial e pelas facilidades do sistema financeiro internacional atual. No entanto, os déficits recordes atuais são, essencialmente, frutos de características intrínsecas da economia americana como a reduzida taxa de poupança das famílias, o forte consumo e um elevado déficit orçamentário.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diversas explicações têm sido usadas para justificar as causas e a persistência do déficit em Conta Corrente dos EUA, tais como: déficit orçamentário, declínio da poupança privada, aumento da produtividade da economia americana, avanços nas intermediações financeiras globais, excesso de poupança em outros países, crises financeiras dos mercados emergentes, etc. O exposto nesta monografia permite concluir que todas elas encerram alguma verdade.

Nos anos 1980 o déficit foi causado, principalmente, por uma baixa poupança pública, decorrente dos déficits orçamentários vigentes à época.

Nos anos 1990, apesar do ajuste fiscal, o déficit só deixou de existir no ano de 1991, se acentuando no final da década, época na qual os Estados Unidos geravam superávits orçamentários relevantes. A principal causa foi a forte queda da poupança privada, em especial da poupança das famílias motivada pelo forte aumento do consumo.

Já durante a década de 2000, o forte desajuste orçamentário surgido no Governo Bush, que levou o déficit público a níveis semelhantes dos verificados nos anos 1980, surgiu em um momento no qual a poupança das famílias já estava extremamente deprimida. Como não ocorreu um aumento da poupança privada como resposta à redução da poupança pública, a taxa de poupança doméstica dos Estados Unidos desabou, exigindo uma grande quantidade de poupança externa que ensejou os déficits recordes verificados ano após ano da presente década. Pode-se dizer, então, que a década de 2000 juntou, ao mesmo tempo, a principal causa do déficit nos anos 1980 com a dos anos 1990.

Em termos de perspectivas para o déficit em Conta Corrente dos Estados Unidos, a literatura sobre o tema é exaustiva, com os autores se dividindo em pessimistas, que acreditam em um “pouso forçado”, e otimistas, que apostam em um “pouso suave”. Embora o governo dos Estados Unidos (Congresso e Tesouro) insista em atribuir o problema a um excesso de poupança mundial e à moeda chinesa artificialmente desvalorizada, o fato é que o superávit chinês explica apenas uma parte do déficit dos Estados Unidos. Para revertê-lo, possivelmente, se faz necessário um ajuste fiscal, aumento da poupança privada e desvalorização do dólar.

Não se pode ser taxativo, uma vez que não existe precedente histórico de um país desenvolvido possuir déficits em Conta Corrente da magnitude dos observados nos EUA, nem, tampouco, da forma como tais déficits têm sido financiados, especialmente, na presente década. A certeza que se tem é que as economias asiáticas, principalmente, vêm financiando a “farra” americana.

REFERÊNCIAS

ALFONSO, Laneydi Martinez. **Dilemas y riesgos del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos**, 2004.

BAUMAN, R.; CANUTO, O.; GONÇALVES, R.. **Economia internacional: teoria e experiência brasileira**. Rio de Janeiro: Campus/ Elsevier, 2004.

BELLUZO, Luiz Gonzaga. Desequilíbrios globais: correção ou “fuga para frente”?. In: **Política Econômica em Foto**, n4, 2004.

BERNANKE, Ben. **The global saving glut and the US current account deficit**, 2005. Disponível em: <<http://www.fed.gov>>. Acesso em: 22 jul. 2006.

BLECKER, Robert. **The causes of the US trade deficit**, 1999.

BRAD setser's blog. 2006. Disponível em: < <http://www.rgemonitor.com>>. Acesso em: 20 out.2006.

BRUCK, Christiane. **The US current account deficit: a fundamentally flawed development?**. 2002.

BUREAU OF economic analysis. Disponível em: < <http://www.bea.gov>>. Acesso em: 14 maio. 2006.

CHESNAIS, François. **A mundialização do capital**. São Paulo: Xamã, 1996.

CLINE, William. **The case for a new plaza agreement**. 2005.

CLINE, William. **The US as a debtor nation**. 2005.

CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE. **Causes and consequences of the trade deficit, an Overview**. 2000. Disponível em: < <http://www.cbo.gov>>. Acesso em: 30 jun.2006.

CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE. **The decline in the U.S. current-account balance since 1991**. 2004. Disponível em: < <http://www.cbo.gov>>. Acesso em: 16 ago.2006.

CONGRESSIONAL RESEARCH REPORTS (CRS). **America's growing current account deficit: its cause and what it means for the economy**. 2002.

CONGRESSIONAL RESEARCH REPORTS - CRS. **The US trade deficit: causes, consequences and cures.** 2004.

CONGRESSIONAL RESEARCH REPORTS - CRS. **Changing causes of the US trade deficit.** 2004.

CONGRESSIONAL RESEARCH REPORTS - CRS. **Is the US trade deficit caused by a global saving glut?.** 2005.

CONGRESSIONAL RESEARCH REPORTS - CRS. **US trade deficit and the impact of rising oil prices.** 2006.

COSTA, F. N. . Circuito de financiamento na economia brasileira. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 9, 1997.

DOOLEY, Michael. **An essay on the revived bretton woods system.** 2003. Disponível em: < <http://www.nber.org>>. Acesso em: 12 jul. 2006.

DUNNING, John. Re-evaluating the benefits of foreign direct investment. **Transnational Corporations**, v.3, n.1, 1994.

ENGEL, CHARLES; ROGERS, JOHN. **The U.S. current account deficit and the expected share of world output.** 2006. Disponível em: < <http://www.nber.org>>. Acesso em: 14 out. 2005.

FERGUSON, Roger. **US current account deficit – causes and consequences.** 2005. Disponível em: < <http://www.fed.gov>>. Acesso em: 08 jan.2006.

GREENSPAN, Alan. **Current account.** 2004. Disponível em: < <http://www.frb.gov>>. Acesso em: 19 fev.2006.

GREENSPAN, Alan. **Current account.** 2005. Disponível em: < <http://www.frb.gov>>. Acesso em: 19 fev.2006.

GRUBER, Joseph; KAMIN, Steven. **Explaining the global pattern of current account imbalances.** 2005.

HAKKIO, Craig. **The US current account: the other deficit.** 1995.

HOOPER, P.; JOHNSON, K.; MARQUEZ, J. **Trade elasticities for G-7 countries.** 1998. (Federal reserve board, international finance discussion, paper.n. 609).

HOUTHAKKER, H.S.; MAGEE, Stephen P. Income and price elasticities in world trade. **Review of Economics and Statistics**,n.2, maio 1969.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Balance of payments manual**. 1993. Disponível em: < <http://www.imf.org>>. Acesso em: 05 jun. 2006.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **World economic outlook**. 1999. Disponível em: < <http://www.imf.org>>. Acesso em: 12 maio.2006.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **International financial statistics yearbook**. 2003. Disponível em: < <http://www.imf.org>>. Acesso em: 07 abr. 2006.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Annual report**. 2003. Appendix I. Disponível em: < <http://www.imf.org>>. Acesso em: 16 jul. 2006.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **World economic outlook**. 2005. Disponível em: < <http://www.imf.org>>. Acesso em: 11 ago. 2006.

KRUGMAN, Paul; OBSTFELD, Maurice. **Economia internacional** - teoria e política. São Paulo: MAKRON Books, 2001.

LEE, Jong; MCKIBBIN, Warwick; PARK, Yung. **Transpacific trade imbalances: causes and cures**. 2004.

MANN, Catherine. **On the causes of the US current account deficit**. 1999.

MANN, Catherine. **Perspectives on the U.S. current account deficit and sustainability**. 2002.

MANN, Catherine. **Managing exchange rates: achievement of global re-balancing or evidence of global co-dependency?**. 2004.

MANN, Catherine. **Breaking Up is hard to do: global co-dependency, collective action, and the challenges of global adjustment**. 2005.

MARQUEZ, Jaime. Bilateral trade elasticities. **Review of Economics and Statistics**, v. 72, p. 70-77, 1990.

MARRIS Stephen, **Deficits and the dollar: the world economy at risk**. 1985.

MCKIBBIN, Warwick; STOECKEL, Andrew. **The United States current account deficit and world markets**. 2005. Disponível em: < <http://www.economicsscenarios.com>>. Acesso em: 17 set. 2005.

MICHALET, Charles-Albert. **O capitalismo mundial**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1983.

MUSSA, Michael. **Exchange rate adjustments needed to reduce global payments imbalance**. 2004.

NONNENBERG, Marcelo J. Braga. Aumento do déficit em conta corrente norte-americano e perspectivas de desvalorização do dólar. **Boletim de Conjuntura**, mar.2005.

OBSTFELD, Maurice. Os Estados Unidos terão que reduzir seu déficit em conta corrente. **Revista Conjuntura Econômica**, v. 59, n. 03, mar.2005.

OBSTFELD, Maurice; ROGOFF, Kenneth. **The unsustainable US current account position revisited**. National Bureau of Economic Research. Out. 2004 (Working Paper 10869). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10869>>. Acesso em: 13 ago.2005.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **The challenges of narrowing the US current account deficit**. (Economic Outlook n.75, 2004). Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/4/58/31920358.pdf>>. Acesso em: 17 jul.2005.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **Economic Outlook**. n.76, 2005. Disponível em: <<http://www.oecd.org>>. Acesso em: 04 mar. 2006.

PARKER, Jonathan. **Spendthrift in america? on two decades of decline in the U.S. saving rate**. National Bureau of Economic Research, 1999. (Working Paper 7238).

RESENDE, Marco. **Déficits gêmeos e poupança nacional: Abordagem Convencional e Pós-Keynesiana**. Belo Horizonte, 2005.

SACHS, J.; LARRAIN, F.. **Macroeconomia**. São Paulo: Makron Books, 1995.

ROUBINI, Nouriel; SETSER, Brad. **The US as a net debtor: the sustainability of the US external imbalances**. 2004.

UNITED STATES GENERAL ACCOUNTING OFFICE - GAO. **The US trade deficit: causes and policy options for solutions**. 1987.

U.S. DEPARTMENT OF COMMERCE – BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS. **Economic report of the president**. 1987.

U.S. DEPARTMENT OF COMMERCE.- BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS. **Survey of current business**. 1994.

U.S. DEPARTMENT OF COMMERCE – BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS.
Economic report of the president. 1999.

WORLD BANK. **World development indicators.** 2004. Disponível em:
<<http://www.worldbank.org>>. Acesso em: 08 abr. 2006.