



SAULO CABELLO ABOUCHEDID

**A política econômica no Brasil no contexto da crise
financeira global (2008-2012)**

**Campinas
2014**



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

SAULO CABELLO ABOUCHEDID

**A política econômica no Brasil no contexto da crise
financeira global (2008-2012)**

Prof^a. Dr^a. Daniela Magalhães Prates – Orientadora

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas, do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas.

**ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO FINAL
DA DISSERTAÇÃO DEFENDIDA PELO ALUNO SAULO
CABELLO ABOUCHEDID E ORIENTADA PELA PROF^a.
DR^a. DANIELA MAGALHÃES PRATES.**


Orientadora

CAMPINAS
2014

Ficha catalográfica
Universidade Estadual de Campinas
Biblioteca do Instituto de Economia
Mirian Clavico Alves - CRB 8/8708

Ab76p Abouchedid, Saulo Cabello, 1987-
A política econômica no Brasil no contexto da crise financeira global
(2008-2012) / Saulo Cabello Abouchedid. – Campinas, SP : [s.n.], 2014.

Orientador: Daniela Magalhães Prates.
Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de
Economia.

1. Política econômica - Brasil. 2. Crise financeira - 2008-2012. 3.
Macroeconomia - Brasil. I. Prates, Daniela Magalhães, 1970-. II. Universidade
Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Informações para Biblioteca Digital

Título em outro idioma: The economic policy in Brazil in the context of the global financial crisis (2008-2012)

Palavras-chave em inglês:

Economic policy - Brazil

Financial crisis - 2008-2012

Macroeconomics - Brazil

Área de concentração: Teoria Econômica

Titulação: Mestre em Ciências Econômicas

Banca examinadora:

Daniela Magalhães Prates [Orientador]

Bruno Martarello De Conti

André Moreira Cunha

Data de defesa: 28-02-2014

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas



DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

SAULO CABELLO ABOUCHEDID

**A política econômica no Brasil no contexto da crise
financeira global (2008-2012)**

Defendida em 28/02/2014

COMISSÃO JULGADORA

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Daniela Magalhães Prates", is positioned above the printed name.

Prof. Dr. DANIELA MAGALHÃES PRATES
Instituto de Economia / UNICAMP

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Bruno Martarello de Conti", is positioned above the printed name.

Prof. Dr. BRUNO MARTARELLO DE CONTI
Instituto de Economia / UNICAMP

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "André Moreira Cunha", is positioned above the printed name.

Prof. Dr. ANDRÉ MOREIRA CUNHA
UFRGS

Aos meus pais, José Alberto e Beatriz, ídolos por
toda a vida.

Agradecimentos

À Deus, por me proporcionar uma vida maravilhosa e abençoar toda essa jornada.

Aos meus pais, José Alberto e Beatriz, pelo amor incondicional e pelo apoio em todos os momentos. Tudo o que sou hoje é graças à educação e aos ensinamentos que eles me proporcionaram.

As minhas irmãs queridas, Isabela e Débora, por sempre estarem ao meu lado e pela compreensão nos momentos difíceis. Amo vocês.

Ao meu amor, Patrícia, grande companheira e amiga. Nós passamos por desafios semelhantes, eu no mestrado e ela no doutorado, e juntos enfrentamos as dificuldades da pós-graduação. Obrigado por seu amor em todos os momentos e pelas palavras de esperança nas horas de incerteza.

A minha orientadora, Daniela, pelos ensinamentos, pela inspiração por meio de seus trabalhos, pelo apoio nos momentos mais delicados e pela confiança em mim depositada. Durante a elaboração dessa dissertação, a professora Daniela me fez ter a certeza de que a carreira acadêmica é o caminho que desejo trilhar. Sou eternamente grato à sua orientação e fico muito feliz que ela se estenderá no doutorado.

Ao Bruno, professor, colega e amigo. Muito obrigado por todos os conselhos profissionais e pessoais, pelos ensinamentos e pela disponibilidade. Seus trabalhos, assim como os da Daniela, inspiraram grande parte dessa dissertação.

À professora Maryse, pela leitura do projeto e pelas recomendações fundamentais na construção dessa dissertação.

Aos professores José Carlos de Souza Braga e Simone, que foram muito importantes em minha trajetória no mestrado.

Ao professor Giuliano, pelas conversas e conselhos nos momentos mais difíceis e de incerteza desde a graduação. Você tem grande participação nos caminhos que escolhi em minha carreira profissional.

Aos amigos e colegas do meu ano de Mestrado, Camila, Luma, Jayme, Jean, Nicholas, Danilo, Daniel, Tati, Maurício (Mosquito), Alex, Wagner, Lucas. A companhia e o apoio de vocês foram muito importantes para mim ao longo desses dois anos. Sou realmente privilegiado por ter pessoas tão inteligentes ao meu redor.

Ao colega e amigo Alex Wilhans, doutorando do IE e colega desde a graduação, pelo apoio, mesmo de longe, e ajuda na construção desse trabalho.

Ao colega e amigo Paulo Wolf, que esteve presente em toda jornada, sempre com um conselho “salvador” nos momentos de angústia.

Ao meu amigo Barone, colega de faculdade e de Deloitte, mas acima de tudo um grande irmão em Campinas, muito obrigado por tudo.

Ao meu amigo e irmão Bianchi, que esteve presente em grande parte dos momentos felizes da minha vida.

Aos meus amigos da turma 06 do IE Marcelo e Nicolás, certamente as pessoas mais sensacionais que conheci em minha vida. Mesmo longe, dentro da caverna, isolado do mundo, nesses meses, a amizade continua a mesma.

Ao meu amigo e colega de apartamento Marcelo, que me aguentou nesses dois anos. Nesse período nossa amizade só se fortaleceu. Agradeço também a Luiza, namorada do Marcelo, pela convivência, paciência e amizade construída nesse período.

A todas as secretárias da Pós-Graduação do Instituto de Economia – Fátima, Andréa, Vânia e Marinete – pelo atendimento e ajuda nos momentos de dúvida, sempre com muita simpatia e educação.

Ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPQ) pelo financiamento desse trabalho.

Enfim, sou muito grato por ter tantas pessoas ao meu redor que me incentivaram e torceram por mim ao longo desses anos de mestrado. O apoio de vocês fez tudo valer a pena.

*“Porque se chamavam homens,
Também se chamavam sonhos,
E sonhos não envelhecem”*
Clube da Esquina II (Flávio Venturini)

Resumo

A crise financeira global assumiu uma dimensão sistêmica em setembro de 2008, após a falência do banco de investimento Lehman Brothers, afetando os países de maneira indiscriminada. Diante desse cenário, os países emergentes adotaram um conjunto de políticas anticíclicas e enfrentaram desafios de política econômica impostos pelos desdobramentos da crise. Esta dissertação objetiva entender as políticas econômicas adotadas no contexto da crise num país emergente específico: o Brasil. Para isso, quatro hipóteses serão propostas para compreensão dessas mudanças:

- i) A utilização de medidas anticíclicas pelos países avançados no contexto da crise;
- ii) As novas recomendações do *mainstream* e dos organismos multilaterais;
- iii) A inserção comercial e financeira diferenciada e a política econômica do Brasil no período pré-crise;
- iv) A nova gestão da política macroeconômica com a entrada do governo Dilma em 2011, traduzida no esforço assumido de “recolocar os preços macroeconômicos no lugar” (“*getting the macroeconomic prices right*”).

A partir das hipóteses acima, a política econômica do Brasil no contexto da crise financeira global pode ser entendida por meio de três fatores fundamentais. Primeiro, as políticas adotadas logo após a eclosão da crise sistêmica seguiram as medidas anticíclicas dos países avançados e estiveram relacionadas (sem nenhum sentido de causalidade) com as novas recomendações propostas pelo *mainstream*. Segundo, a redução da vulnerabilidade externa - por meio da diminuição do endividamento externo do setor público e da política de acumulação de reservas - e a melhora da situação fiscal no período 2003-2007 conferiram maior espaço de política econômica e permitiram a adoção de medidas anticíclicas no contexto da crise. Por fim, a mudança na gestão da política econômica em 2011 respondeu aos desafios impostos pela nova fase de alta dos ciclos de fluxos de capitais e de preços de commodities, pelo aprofundamento da crise europeia, e pelos sinais de esgotamento do ciclo de consumo.

Palavras-Chave: Política Econômica; Brasil; Crise financeira global.

Abstract

The global financial crisis has taken a systemic dimension in September 2008, after the bankruptcy of Lehman Brothers , affecting countries indiscriminately . Given this scenario , emerging countries have adopted a set of countercyclical policies tax challenges faced by economic policy developments in the crisis . This dissertation aims to understand the economic policies adopted during the crisis emerging in a specific country : Brazil. In order to understand this changes, four hypotheses are proposed:

- i) The use of countercyclical measures by developed countries during the crisis;
- ii) The new recommendations from the mainstream and multilateral agencies;
- iii) The differentiated trade and financial integration and economic policy of Brazil in the pre-crisis
- iv) The new management of macroeconomic policy with input from the Dilma government in 2011, reflected the efforts to get the macroeconomic prices right.

From the above hypotheses, the economic policy of Brazil in the global financial crisis can be understood through three fundamental ideas. First, the policies adopted after the outbreak of systemic crisis, followed the countercyclical measures of the advanced countries and were related (without any sense of causality) with the new rhetoric proposed by the mainstream. Second, the reduction of external vulnerability - by reducing the external debt of the public sector and reserve accumulation policy - and the improved fiscal situation in 2003-2007 gave more room for economic policy and allowed the adoption of countercyclical measures in the context of the crisis . Finally, the change in economic policy management in 2011 responded to the challenges posed by the new phase of the cycles of capital flows and commodity prices, the deepening of the European crisis, and the signs of exhaustion of the consumer cycle.

Key-words: Economic policy; Brazil; Global financial crisis

Índice de Quadros, Tabelas e Gráficos

Quadros

Quadro 1.1: Quadro-resumo das políticas econômicas no pré-crise e no contexto da crise.....	32
Quadro 3.1: Técnicas de Gestão dos Fluxos de Capitais e Derivativos: 2009-2012.....	119

Tabelas

Tabela 2.1: Indicadores monetários e creditícios (variação 2003-2006).....	50
Tabela 2.2: Variação das Reservas Internacionais e Câmbio Real Efetivo (2003-2007).....	51
Tabela 2.3: Exportações para China (% do total exportado).....	54
Tabela 2.4: Emissões Brutas na Ásia e em países selecionados (em US\$ milhões).....	54
Tabela 2.5: Variação anual da Taxa de Câmbio Nominal (em %).....	55
Tabela 2.6: Taxa de juros e taxa de câmbio efetiva – países selecionados.....	59
Tabela 2.7: Indicadores financeiros e taxa de câmbio nominal.....	61
Tabela 2.8: Emissões brutas de títulos, ações e empréstimos nos grupos de países emergentes (em US\$ milhões).....	68
Tabela 2.9: Fluxo Líquido de capitais privados – grupos selecionados (US\$ Bilhões).....	68
Tabela 2.10: Variação da taxa de juros – países e períodos selecionados (em p.p.).....	70
Tabela 2.11: Variáveis macroeconômicas nos países emergentes selecionados.....	81
Tabela 3.1: Balanço de Pagamentos (Resumo) – em R\$ Milhões.....	135
Tabela 3.2: Dados macroeconômicos (Variação anual – em %).....	136

Gráficos

Gráfico 2.1: Fluxos líquidos de capitais privados e saldo em transações correntes - Economias emergentes e em desenvolvimento (1990 - 2008).....	44
--	----

Gráfico 2.2: Índice de Preço dos grupos de commodities (2005=100).....	46
Gráfico 2.3: Conta Corrente - US\$ Bilhão.....	53
Gráfico 2.4: Participação dos bancos estrangeiros no sistema bancário – em %.....	58
Gráfico 2.5: Transações Correntes - US\$ Bilhões.....	60
Gráfico 2.6: Variação da taxa de câmbio (em %)......	65
Gráfico 2.7: Variação da taxa de câmbio nominal - 2009 e 2010 (em %)......	70
Gráfico 2.8: Variação das Reservas (US\$ Bilhões).....	71
Gráfico 2.9: PIB real de países emergentes selecionados: variação frente ao mesmo trimestre do ano anterior (%)......	72
Gráfico 3.1: Taxa de Juros Nominal – 2002-2007.....	90
Gráfico 3.2: Taxa de câmbio nominal.....	90
Gráfico 3.3: Conta Financeira - US\$ Bilhões.....	92
Gráfico 3.4: Passivo Externo Bruto desagregado - à direita (em US\$ Bilhões).....	93
Gráfico 3.5: Contribuição no crescimento do PIB - em %.....	95
Gráfico 3.6: Reservas Internacionais - US\$ Bilhões.....	97
Gráfico 3.7: PECP/Reservas e Indicador Cecon.....	100
Gráfico 3.8: Passivo externo líquido/exportações.....	101
Gráfico 3.9: Serviço do PEL/Exportações.....	102
Gráfico 3.10: Dívida Externa Líquida/Export. e Dívida Externa Pública Líquida/Export.....	103
Gráfico 3.12: Taxa de Juros Nominal - 2008-2012.....	109
Gráfico 3.13: Contribuição ao crescimento do PIB - 2008-2012.....	113

Gráfico 3.14: Taxa de câmbio nominal - 2008-2012.....	122
Gráfico 3.15: Fluxos Financeiros Estrangeiros Desagregados - US\$ Bilhões.....	123
Gráfico 3.16: Dívida Líquida do Setor Público (%PIB).....	137
Gráfico 3.17: Superávit Primário (%PIB) - acumulado 12 meses.....	137
Gráfico 3.18: Crédito às pessoas físicas e ao setor privado (à direita) - % PIB.....	138
Gráfico 3.19: Passivo Externo Bruto desagregado - à direita (em US\$ Bilhões).....	138

Sumário

INTRODUÇÃO GERAL.....	1
1. AS NOVAS RECOMENDAÇÕES DE POLÍTICA ECONÔMICA NO CONTEXTO DA CRISE.....	7
INTRODUÇÃO.....	7
1.1. AS RECOMENDAÇÕES DE POLÍTICA ECONÔMICA NO PRÉ-CRISE: A BASE TEÓRICA.....	8
1.2. O NOVO CONSENSO E AS RECOMENDAÇÕES DE POLÍTICA ECONÔMICA.....	15
1.3. AS RECOMENDAÇÕES DE POLÍTICA ECONÔMICA NO CONTEXTO DA CRISE: AS NOVAS RECOMENDAÇÕES DO MAINSTREAM E AS AÇÕES DOS POLICY MAKERS.....	19
1.3.1. REGULAÇÃO PRUDENCIAL.....	22
1.3.2. POLÍTICA MONETÁRIA.....	26
1.3.3. POLÍTICA FISCAL.....	30
1.4. AS LIMITAÇÕES DAS NOVAS RECOMENDAÇÕES SOB A ÓTICA KEYNESIANA.....	33
1.5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	36
2. AS MUDANÇAS DE POLÍTICA ECONÔMICA E A RECUPERAÇÃO DOS PAÍSES EMERGENTES NO CONTEXTO DA CRISE FINANCEIRA GLOBAL.....	37
INTRODUÇÃO.....	37
2.1. ASSIMETRIAS MONETÁRIA E FINANCEIRA.....	38
2.2. AS INSERÇÕES COMERCIAL E FINANCEIRA E AS ESTRATÉGIAS DE POLÍTICA ECONÔMICA DOS PAÍSES EMERGENTES NO PRÉ-CRISE.....	43
2.2.1. AMÉRICA LATINA.....	45
2.2.2. ÁSIA.....	52
2.2.3. EUROPA CENTRAL E DO LESTE.....	57
2.2.4. COMUNIDADE DOS ESTADOS INDEPENDENTES (CEI).....	60
2.3. A POLÍTICA ECONÔMICA E A RECUPERAÇÃO DOS PAÍSES EMERGENTES NO CONTEXTO DA CRISE.....	62
2.3.1. O PRIMEIRO MOMENTO: O COLAPSO DA CRISE.....	63
2.3.2. O SEGUNDO MOMENTO DA CRISE: RECUPERAÇÃO E DESAFIO DE POLÍTICA ECONÔMICA.....	67
2.3.2.1. O RETORNO DOS FLUXOS DE CAPITAIS E A RECUPERAÇÃO DA ATIVIDADE ECONÔMICA EM 2009.....	69

2.3.2.2. A EXPANSÃO DOS FLUXOS DE CAPITAIS E OS DESAFIOS DE POLÍTICA ECONÔMICA	74
A) AS NOVAS ABORDAGENS SOBRE CONTROLES DE CAPITAIS NO CONTEXTO DA CRISE 77	
B) AS TÉCNICAS DE GESTÃO DOS FLUXOS DE CAPITAIS NOS PAÍSES EMERGENTES	81
2.4. CONSIDERAÇÕES FINAIS: O CICLO DE FLUXOS DE CAPITAIS E AS INCERTEZAS DA ECONOMIA GLOBAL	83
3. A POLÍTICA ECONÔMICA NO BRASIL NO CONTEXTO DA CRISE FINANCEIRA GLOBAL (2008-2012)	85
INTRODUÇÃO	85
3.1. A POLÍTICA ECONÔMICA NO PRÉ-CRISE: 2003 A 2007	85
3.1.1. O PERÍODO 2003-2005: TEMOR AOS MERCADOS FINANCEIROS	87
3.1.2. O PERÍODO 2006-2007: A OPÇÃO DESENVOLVIMENTISTA	95
3.1.3. OS INDICADORES DE SOLVÊNCIA E LIQUIDEZ E A REDUÇÃO DA VULNERABILIDADE EXTERNA	99
3.2. O PERÍODO 2008-2012	105
3.2.1. O PERÍODO 2008-2010: AS POLÍTICAS ANTICÍCLICAS E A VOLTA DOS FLUXOS DE CAPITAIS	106
3.2.2. O PERÍODO 2011-2012: OS DESAFIOS DA POLÍTICA ECONÔMICA	115
A) RECOLOCAR OS PREÇOS MACROECONÔMICOS NO LUGAR	116
B) A RETOMADA DA COMPETITIVIDADE DA INDÚSTRIA NACIONAL E AS POLÍTICAS SOCIAIS	123
3.2.3. As avaliações preliminares das mudanças no biênio 2011-2012	125
3.3. CONSIDERAÇÕES FINAIS	127
CONCLUSÃO	131
ANEXO ESTATÍSTICO:	135
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	139

INTRODUÇÃO GERAL

A crise financeira, iniciada em meados de 2007, com a desvalorização dos ativos e imóveis relacionados às hipotecas de alto risco (*subprime*) nos Estados Unidos, assumiu uma dimensão sistêmica após a falência do banco de investimento Lehman Brothers em 15/09/2008. A desconfiança e o pânico dos investidores causaram a paralisação dos mercados de ações, derivativos, bônus e empréstimos, afetando os países avançados¹ e emergentes² de maneira indiscriminada. Ou seja, nem mesmo os países com “bons” fundamentos e políticas econômicas consideradas saudáveis pelo mercado ficaram incólumes dos efeitos da crise sistêmica (Cintra & Prates, 2011). Ademais, o cenário de incerteza nos sistemas financeiros se espalhou para a economia real, com a retração da economia global e queda nas cotações dos preços das commodities - agrícolas, minerais e de energia (Prates, 2011).

Os países avançados responderam aos efeitos da crise financeira por meio de diversas medidas anticíclicas, como, por exemplo, a injeção de liquidez no mercado interbancário – iniciada antes mesmo da crise assumir um caráter sistêmico – e pacotes de estímulo fiscal. Os países emergentes seguiram o exemplo dos países avançados e também utilizaram um conjunto de políticas anticíclicas, a fim de atenuar a depreciação de suas moedas e os impactos sobre os sistemas financeiros domésticos. A utilização de medidas monetárias e fiscais anticíclicas pelos países emergentes contraria o padrão de política econômica adotado nas crises progressivas, que se baseavam em políticas pró-cíclicas (restritivas), conforme recomendação dos organismos multilaterais e dos países do G7 (Prates, 2011).

A utilização de políticas anticíclicas, juntamente com o retorno dos fluxos de capitais no segundo trimestre de 2009, foram fundamentais para a recuperação das economias emergentes e o reestabelecimento do cenário de bonança externa verificado no período 2003-2007 (Ocampo, 2007). Entretanto, a crise da área do euro iniciada no final de 2009 e começo de 2010 aumentou a volatilidade dos fluxos de capitais e resultou em redução desses fluxos em alguns períodos. Somado a isso, a recuperação da atividade econômica nos emergentes gerou pressões inflacionárias e/ou um *boom* de crédito e dos preços dos ativos financeiros. Esse cenário resultou

¹ Os termos países avançados, países desenvolvidos e países centrais serão sinônimos nessa dissertação.

² Será utilizada nessa dissertação a definição de Prates (2002), que classifica os países emergentes como países periféricos que se inseriram no processo de globalização financeira.

num dilema de política econômica em grande parte dos países emergentes. Por exemplo, uma política monetária restritiva poderia conter o sobreaquecimento das economias, porém, num ambiente de alta mobilidade de capitais, essa medida estimularia ainda mais os fluxos de capitais, exercendo pressão de apreciação cambial. Dessa forma, diversos países emergentes adotaram técnicas de gestão dos fluxos de capitais, com o intuito de solucionar esses dilemas, por meio da promoção da estabilidade das taxas de câmbio e de juros (Cunha, Prates & Ferrari, 2011).

Assim, é possível identificar dois momentos de mudança na política econômica dos países emergentes após a eclosão da crise sistêmica: i) logo após essa eclosão, foram adotadas medidas anticíclicas, o que significou uma mudança radical em relação às respostas de política econômica às crises financeiras pregressas; ii) ao longo de 2009, após a volta dos fluxos de capitais e a recuperação das economias emergentes, foram implementadas medidas de gestão dos fluxos de capitais diante da percepção de que os mesmos instrumentos de política econômica utilizados no boom entre 2003 e 2007 não seriam suficientes para conter o novo *boom* de fluxos de capitais e seus impactos macroeconômicos adversos.

A presente dissertação tem como objetivo entender essas mudanças num país emergente específico: o Brasil. Para isso, quatro hipóteses serão propostas como possíveis explicações dessas mudanças:

- i) A utilização de medidas anticíclicas pelos países avançados no contexto da crise permitiu as ações anticíclicas dos países emergentes, entre eles o Brasil, logo após a eclosão da crise sistêmica.
- ii) As novas recomendações de política econômica do *mainstream*³ e dos organismos multilaterais possuem algum tipo de relação com as mudanças na política econômica brasileira.
- iii) A inserção comercial e financeira diferenciada e a política econômica do Brasil no período pré-crise conferiram maior autonomia de política econômica logo após a eclosão da crise sistêmica, possibilitando a adoção de políticas anticíclicas.
- iv) A nova gestão da política macroeconômica no biênio 2011-2012 - traduzida no esforço assumido de “recolocar os preços macroeconômicos no lugar” (“*getting the*

³ É importante nesse ponto diferenciar *mainstream* de ortodoxia. Segundo Dequech (2007, p.6), o *mainstream* econômico pode ser definido como aquele que “*is taught in the most prestigious universities and colleges, gets published in the most prestigious journals, receives funds from the most important research foundations, and wins the most prestigious awards*”. A ortodoxia, por sua vez, geralmente se refere “*to what historians of economic thought have classified as the most recent dominant „school of thought”*” (Colander et al., 2004, pp.490). Ou seja, é possível ser *mainstream* sem ser ortodoxo (Martins & Farhi, 2011).

macroeconomic prices right”) - representou uma resposta ao dilema de política imposto pelo novo *boom* de fluxos de capitais.

Essas hipóteses são exploradas em três capítulos.

O primeiro capítulo retrata os questionamentos suscitados pelo próprio pensamento do *mainstream* acerca do impacto global gerado pela súbita reversão das expectativas e as medidas anticíclicas adotadas pelos países avançados no contexto da crise⁴, sem estabelecer uma causalidade entre a mudança nas recomendações e as alterações de política na prática. Para tal propósito, a primeira seção analisa o pensamento *mainstream* antes da crise, composto fundamentalmente pelo novo consenso, que reúne as ideias dos novos keynesianos e dos novo-clássicos. A partir da compreensão desse arcabouço teórico, a seção também aborda as recomendações de política econômica que vigoraram no período pré-crise. Já a segunda seção trata das novas recomendações de política econômica no período 2008-2012, focando principalmente nas medidas macroprudenciais, na política monetária e na política fiscal. Ademais, as novas recomendações são contrapostas às ações dos países avançados em resposta aos efeitos da crise. Por fim, o capítulo apresenta brevemente os limites dessa nova abordagem sob a ótica de Keynes e Minsky, e as propostas de política econômica dos autores pós-keynesianos.

Entretanto, as novas recomendações e as medidas anticíclicas dos países avançados, discutidos no primeiro capítulo, não ocorreram de maneira uniforme entre os países. Dessa forma, o segundo capítulo procura mostrar que as mudanças na política econômica das economias emergentes - listadas acima - ao longo da crise foram condicionadas pelo caráter assimétrico do Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI) (Prates, 2002).

As assimetrias monetária e financeira, cujos conceitos serão apresentados na primeira seção do segundo capítulo, tornam as taxas de juros e de câmbio dos países detentores de moedas ilíquidas no plano internacional (ou moedas periféricas)⁵ mais instáveis e implicam diferentes graus de autonomia de política econômica dos países que integram o SMFI (Prates, 2002).

⁴ Essa dissertação utilizará a abordagem proposta por Farhi (2012 e 2013) e Prates (2014), que divide a crise financeira global em quatro fases no período 2008-2012. Essas fases serão exploradas no primeiro capítulo. Assim, por entender que a crise financeira global não apresentou um desfecho no período supracitado, será utilizada a expressão “contexto da crise” para referir-se ao período 2008-2012.

⁵ De acordo com De Conti (2011), as moedas periféricas são aquelas que não exercem suas funções (de uso público e privado) no plano internacional. Esse conceito será retomado e explorado no segundo capítulo.

A partir do desenvolvimento dos conceitos acima, o segundo capítulo analisa os condicionantes da resposta de política econômica dos países emergentes no contexto da crise. Assim, a segunda seção do capítulo descreve a inserção comercial e financeira e as políticas econômicas de quatro regiões de países emergentes - América Latina, Ásia, Europa Central e do Leste e Comunidade dos Estados Independentes (CEI) - no período 2003-2007 (pré-crise), caracterizado pela bonança dos fluxos de capitais e dos preços das commodities (Ocampo, 2007). Em seguida, a terceira seção abordará as respostas de política econômica dos países emergentes no contexto da crise, por meio da divisão do período 2008-2012 em dois “momentos”: o primeiro, de setembro de 2008 a março de 2009, retrata as medidas anticíclicas adotadas pelos países frente ao efeito contágio da crise; o segundo, de março de 2009 a 2012, analisa a recuperação das economias emergentes, impulsionadas pelo retorno dos fluxos de capitais e pela alta dos preços das commodities a partir do início de 2009, e os desafios de política econômica gerados pelos novos ciclos de fluxos de capitais e dos preços das commodities. Essa seção também aborda as técnicas de gestão dos fluxos de capitais, adotadas pelos países no segundo momento da crise, por meio de uma revisão bibliográfica sobre o tema nos últimos anos.

Vale ressaltar que o segundo capítulo se concentrará nas políticas econômicas diretamente relacionadas aos preços-chave (câmbio e juros) das economias emergentes, ou seja, política cambial, monetária e macroprudencial. Tal opção se deu por dois motivos: i) o objetivo do capítulo é analisar a resposta de política dos países emergentes no período 2008-2012 num contexto de instabilidade nas taxas de câmbio e de juros, geradas pelas assimetrias monetária e financeira; ii) a política fiscal, adotada por cada país emergente no período 2003-2012, afetou apenas de forma indireta o comportamento dos preços-chave. Entretanto, as especificidades das medidas praticadas nos diferentes países impossibilita a inclusão de uma análise pormenorizada da política fiscal no escopo desse capítulo.

O terceiro capítulo se debruça sobre o caso do Brasil, por meio da utilização das mesmas hipóteses adotadas na análise dos países emergentes, porém com ênfase nas especificidades da economia brasileira. Dessa forma, a primeira seção abordará o período 2003-2007, ressaltando a redução do endividamento público e da vulnerabilidade externa no país. Já a segunda seção analisará as medidas anticíclicas adotadas pelo Brasil logo após a eclosão da crise sistêmica e a recuperação da economia brasileira a partir do final de 2009; e a mudança na gestão

da política econômica no país no biênio 2011-2012, em decorrência dos dilemas impostos pela crise.

Por fim, a conclusão reunirá as quatro hipóteses discutidas nos capítulos, relacionando-as com o objetivo dessa dissertação.

1. AS NOVAS RECOMENDAÇÕES DE POLÍTICA ECONÔMICA NO CONTEXTO DA CRISE

INTRODUÇÃO

A crise financeira global representou um ponto de inflexão nas diversas correntes do pensamento econômico. O impacto global que a súbita reversão das expectativas causou no sistema financeiro e na economia real gerou questionamentos em relação ao pensamento do *mainstream*, composto fundamentalmente pelo Novo Consenso, que reúne principalmente as ideias dos novos keynesianos e dos novo-clássicos. Essas reflexões surgiram não apenas de outras correntes - como os pós-keynesianos, estruturalistas e marxistas - mas do próprio *mainstream*, que por meio de organismos multilaterais representantes desse pensamento – Fundo Monetário Internacional (FMI), Banco Mundial e *Bank of International Settlements* (BIS) – expressaram a necessidade de se repensar as políticas macroeconômicas que “guiavam” o sistema financeiro internacional.

Entretanto, não há uma causalidade entre a mudança nas recomendações e as alterações de política na prática. O que se observou de fato foi uma percepção geral do impacto profundo, a nível global, que a crise causou no sistema financeiro e na economia real, e o reconhecimento – de todas as correntes – da necessidade de mudanças na gestão de políticas macroeconômicas diante desse novo cenário. Essa percepção implicou um reconhecimento da incapacidade da política econômica vigente em lidar com a situação e provocou um clamor por mudanças e maior participação do Estado por parte de todas as correntes, como relata Farhi (2012):

todas (correntes teóricas) preconizavam uma intensa intervenção do Estado, em oposição às políticas de laissez-faire e às diretrizes de políticas macroeconômicas recomendadas pelo mainstream econômico (Farhi, 2012, p. 126)

Porém, logo após a fase mais crítica da crise financeira, divergências começaram a surgir por parte dos *policy makers* e das recomendações do *mainstream*. Enquanto alguns setores, preocupados com o aumento do déficit público e da inflação, voltavam ao velho receituário da austeridade, outros preferiram pela manutenção das mudanças ensejadas pela crise.

O objetivo deste capítulo, portanto, é analisar e entender as mudanças nas recomendações de política econômica no contexto da crise. A primeira seção descreverá a base teórica que sustentou as recomendações no período pré-crise; a segunda relacionará tal arcabouço teórico com as recomendações dos organismos multilaterais. Na terceira seção, serão abordadas as novas recomendações no contexto da crise, com uma análise das mudanças nas políticas monetária, prudencial e fiscal. No caso da política fiscal, optou-se por abordar as transformações de maneira geral, com o intuito de apresentar um panorama global da discussão do *mainstream* acerca do tema. Já a quarta seção destacará as limitações das novas propostas de política econômica sob a ótica de Keynes e Minsky.

1.1. AS RECOMENDAÇÕES DE POLÍTICA ECONÔMICA NO PRÉ-CRISE: A BASE TEÓRICA

As recomendações de política econômica no pré-crise surgiram e se consolidaram no contexto das transformações estruturais no último quarto do século XX. Esse período foi marcado pelo avanço da globalização financeira e produtiva, pela nova configuração do sistema monetário internacional (ancorado no dólar flexível, financeiro e fiduciário), entre outros fatores⁶.

É no contexto supracitado que novas vertentes da teoria econômica passaram a ganhar relevância dentro do pensamento *mainstream*, confrontando os postulados até então aceitos, e sancionando a ideologia pró-mercado. Lucas & Sargent (1978) realizaram um trabalho de crítica aos fundamentos da síntese neoclássica, apontando para a incapacidade desse modelo em prover orientação confiável para formulação de políticas monetária e fiscal. A partir dessa crítica, os autores sugerem que modelos de equilíbrio geral sejam utilizados, por oferecerem um conjunto de princípios compatíveis com modelos econométricos. De acordo com os principais elementos dos modelos de equilíbrio geral, os agentes são racionais⁷, reagindo a mudanças de política conforme seus interesses privados, e os impulsos que desencadeiam flutuações econômicas são causados por choques não antecipados. Ademais, outra característica essencial

⁶ Para uma análise detalhada das transformações estruturais do período ver: Belluzo (1995), Belluzo (1997), Tavares & Mellin (1997), Chesnais (1996), Helleiner (1995), Belluzo & Coutinho (1998).

⁷ De acordo com Lucas & Sargent (1978), a hipótese das expectativas racionais tem a intenção de propor que os agentes devem fazer o melhor uso possível das informações limitadas que possuem e conhecer as distribuições de probabilidades pertinentes. Esta hipótese é imposta por meio da adesão à teoria do equilíbrio.

desses modelos é o contínuo *market clearing* (mercados em constante equilíbrio), com salários e preços flexíveis.

Dentro desse arcabouço, os autores apontaram para a necessidade de se conduzir a política econômica de acordo com “regras do jogo” estáveis, bem compreendidas pelos agentes econômicos. Adicionalmente, essa abordagem sugere que políticas que afetam o comportamento dos agentes de forma errada – como, por exemplo, políticas discricionárias ou confusas para o mercado – têm capacidade apenas para atrapalhar, já que as mudanças nas ações governamentais ou nas regras econômicas são entendidas e os agentes mudam de comportamento de acordo com as novas condições⁸ (Lucas & Sargent, 1978).

As ideias de Lucas e Sargent foram incorporadas pela escola novo-clássica. O modelo básico dessa escola - modelo dos ciclos reais de negócios - é caracterizado pela flexibilidade de salários e preços, pela ausência de impacto da moeda em variáveis reais (sendo a inflação um fenômeno monetário), pela inexistência de informações imperfeitas e pela curva de Phillips verticalizada (ou seja, a inexistência da relação entre inflação e desemprego) – além do contínuo *market clearing* dentro de um cenário de mercados competitivos, conforme citado acima. Assim, as pesquisas dessa vertente são guiadas por três princípios: explicitar micro fundamentações, definidas como maximização da utilidade e do lucro; seguir o modelo de equilíbrio geral; e explorar o quão longe tal modelo pode chegar com nenhuma ou poucas imperfeições no mercado de bens (Blanchard, 2008).

A implicação dos novos postulados para a política econômica segue, portanto, o que foi proposto por Lucas & Sargent (1978). Ou seja, a política econômica é ineficaz e deve ser *time consistent* (consistente intertemporalmente), exigindo do governo fidelidade ao plano original e superando qualquer problema de inconsistência intertemporal que afete as expectativas dos agentes (Lopreato, 2011). Dessa forma, na presença de agentes racionais, a definição de regras (e a obediência a elas) na condução de políticas é fundamental para alcançar a estabilidade de preços e manter o produto e o emprego em seu nível natural.

Para evitar que políticas discricionárias provoquem uma tendência a inflação, os autores dessa escola defendem a independência do Banco Central (Snowdon & Vane, 2005). A política monetária deve seguir um regime monetário condizente com uma trajetória estável da

⁸ Esta análise a favor dos modelos de equilíbrio e contra os modelos keynesianos é conhecida como a *Crítica de Lucas*.

inflação. Já a política fiscal deve se basear na abordagem da equivalência ricardiana⁹, com um controle intertemporal do orçamento governamental e um arranjo institucional capaz de garantir o desempenho como âncora da política monetária. Assim, “o controle inflacionário só é viável com a adoção de uma política fiscal consistente com os objetivos da política monetária” (Lopreato, 2011, p. 44).

Os novos keynesianos, por sua vez, surgiram, assim como a escola novo-clássica, no contexto da consolidação da globalização financeira e produtiva, na década de 1980, sob dominância da ideologia pró-mercado. Apesar de incorporarem em suas análises as expectativas racionais, a otimização (maximização da utilidade e do lucro) dos agentes individuais e os modelos de equilíbrio geral, a agenda de pesquisa dos novos keynesianos não propõe a ruptura total com os postulados keynesianos da síntese neoclássica, contrariando, portanto, o que foi proposto pelos novo-clássicos (Blanchard, 2008). Os principais pontos de discordância em relação à abordagem novo-clássica são a rejeição ao *market clearing* no curto prazo e a não aceitação dos modelos de concorrência perfeita. Assim, os modelos novos-keynesianos introduzem a competição monopolista em sua análise, já que consideram as firmas formadoras de preço (Blanchard, 2008).

As proposições dos autores dessa nova vertente baseiam-se em duas premissas principais: i) as flutuações em variáveis nominais influenciam o nível de produto e emprego no curto prazo; ii) as imperfeições no mercado são cruciais para se compreender as flutuações econômicas (Lopreato, 2011). Dessa forma, os novos keynesianos focam sua análise, teórica e empírica, na natureza das imperfeições de mercado, entre elas as rigidezes nominais e reais, os salários de eficiência e as restrições nos mercados de crédito.

Portanto, de acordo com as premissas supracitadas, a efetividade da política econômica, questionada pelos autores novo-clássicos, é restabelecida no aparato novo keynesiano (Snowdon & Virner, 2005). Entretanto, conforme observa Lopreato (2011), tais políticas pouco se assemelham àquelas propostas pela síntese neoclássica. Enquanto a última se concentrou no debate keynesiano, ainda que de forma ortodoxa, de controle da demanda agregada, os novos-keynesianos concentraram suas discussões nas condições de oferta¹⁰. O tratamento limitado das

⁹ De acordo com essa abordagem proposta por Barro (1974), o déficit público não possui efeito sobre a renda, a taxa de juros ou a formação de capital, já que os agentes (racionais) encaram o financiamento do déficit público como uma alocação intertemporal de impostos e compensam esse montante não gasto em impostos com a elevação da poupança do setor privado (Lopreato, 2011).

¹⁰ De acordo com Blanchard (2008, pp. 8-9) na descrição do modelo novo keynesiano, “(...) the aggregate demand equation is derived from the first-order conditions of consumers, which give consumption as a function of the real interest and future

políticas que estimulam a demanda agregada é, portanto, derivado desse enfoque, que, por sua vez, se aproxima da visão monetarista¹¹ (Snowdon et al., 2005; Lopreato, 2011). Na visão novo-keynesiana, a política monetária assume um papel fundamental na estabilidade do nível de preços e de produto, em detrimento da política fiscal¹².

De acordo com Blanchard (2008), a política monetária é formalizada segundo a “Regra de Taylor”, uma função de reação em que a taxa de juros real é determinada pela inflação (expectativa de inflação futura) e o *gap* de produto. Esse último, por sua vez, reflete a relação entre o produto efetivo – que considera as imperfeições do mercado – e o produto potencial – alcançado sem as rigidezes de preços e salários e outras imperfeições, e determinado por fatores reais, como tecnologia, produtividade, regime fiscal, entre outros condicionantes da oferta. No equilíbrio, tanto a taxa de juros quanto o produto alcançam seus respectivos níveis naturais. Ademais, no longo prazo, o nível de atividade tende ao equilíbrio de acordo com uma determinada taxa de desemprego (ou “taxa natural” de desemprego”), consistente com as características estruturais dos mercados de bens e de trabalho, conhecida como NAIRU (*non-accelerating inflation rate of unemployment*).

Já a política fiscal possui um papel secundário, atuando como fiadora da estabilidade macroeconômica e âncora da política monetária (Lopreato, 2011). Dessa forma, o controle do orçamento por meio de um ajuste fiscal intertemporal é fundamental para demonstrar ao mercado o comprometimento do governo com a sustentabilidade da dívida pública de médio e longo prazo. Ademais, a definição de regras claras de política fiscal permite que o governo incorra em déficit público nos momentos de crise, sem gerar desconfiança dos agentes racionais acerca da solvência das contas públicas (Mankiw, 2005).

Apesar da incompatibilidade teórica entre novos clássicos e novos keynesianos, a convergência de alguns princípios na construção dos respectivos modelos permitiu a formulação

expected consumption. As there is no other source of demand in the basic model, consumption demand is the same as aggregate demand. And given the assumption that, so long as the marginal cost is less than the price, price setters satisfy demand at existing prices, aggregate demand is equal to output. Putting these three assumptions together, the first relation gives us output as a function of the real interest rate and future expected output”. Portanto, além de recorrer à lei de Say, o modelo (básico) novo keynesiano restringe a função de demanda agregada ao consumo das famílias.

¹¹ O enfoque monetarista, mediante nova abordagem da teoria quantitativa, atribui estabilidade à demanda e a velocidade da moeda, e defende que a alteração na oferta de moeda é o fator determinante da mudança na renda nominal e do comportamento cíclico da economia (Lopreato, 2011).

¹² Adicionalmente, várias soluções microeconômicas foram propostas para romper as rigidezes de salários e preços no curto prazo que provocam flutuações no produto. O detalhamento dessas visões pode ser visto em Snowdon & Vane (2005) e Blanchard (2008).

da Nova Síntese Neoclássica (NSN). De acordo com o trabalho seminal de Goodfriend & King (1997), o novo consenso é definido por dois elementos centrais advindos das escolas que o compõem. O primeiro, baseado na corrente novo-clássica e nos modelos do ciclo real de negócios, é a incorporação da otimização intertemporal e das expectativas racionais. Já o segundo, baseado no modelo novo keynesiano, é a inclusão da competição imperfeita e da rigidez dos preços e salários, que impede o *market clearing* no curto prazo. Assim como a “velha” síntese neoclássica, a NSN possui um caráter pragmático, com implicações de política econômica que serviram de base às recomendações de organismos multilaterais.

Dessa forma, o modelo do novo consenso oferece um conjunto de políticas baseado na ideia de que a demanda agregada é um determinante da atividade econômica no curto prazo, em razão da rigidez de preços (Goodfriend & King, 1997). Entretanto, o sentido de determinação do produto segue os princípios dos modelos novo clássicos e do ciclo real de negócios, ou seja, os fatores reais (tecnologia, regime fiscal, produtividade, entre outros) são os determinantes das flutuações econômicas e do produto potencial (Lopreato, 2011).

O modelo do novo consenso pode ser representado, de maneira simples, por três equações, apresentadas em Arestis & Sawyer (2003)¹³:

$$(1) Y_t^g = a_0 + a_1 Y_{t-1}^g + a_2 E_t(Y_{t+1}^g) - a_3 [R_t - E_t(p_{t+1})]$$

$$(2) p_t = b_1 Y_t^g + b_2 p_{t-1} + b_3 E_t(p_{t+1}) + s_2, \text{ (com } b_2 + b_3 = 1)$$

$$(3) R_t = (1 - c_3) [RR^* + E_t(p_{t+1}) + c_1 Y_{t-1}^g + c_2 (p_{t-1} - p^T)] + c_3 R_{t-1}$$

nas quais, Y^g é o hiato de produto (diferença entre o produto efetivo e o produto potencial), R é a taxa nominal de juros, p é a taxa de inflação, p^T é a meta de inflação, RR^* é a taxa real de juros de equilíbrio¹⁴, consistente com um hiato de produto igual a zero ($Y^g = 0$); s_2 representa os choques estocásticos; enquanto E_t representa as expectativas dos agentes no tempo t .

A equação (1) representa uma curva do tipo IS, onde o hiato de produto corrente é determinado pelo hiato de produto passado, pela expectativa de hiato futuro, pela taxa de juros real. A equação (2) é uma curva de Phillips, com a inflação determinada pelo hiato de produto

¹³ A reprodução desse modelo pode ser vista também em Lopreato (2011).

¹⁴ Conforme Arestis & Sawyer(2009), a taxa de juros real de equilíbrio corresponde à taxa de juros “wickselliana”, que iguala poupança e investimento em um determinado nível de equilíbrio da produção pelo lado da oferta.

corrente, a inflação passada e a inflação futura. Nesse caso o modelo incorpora a rigidez de preços no curto prazo e a flexibilidade de preços no longo prazo, momento no qual a curva de Phillips se torna vertical, com $b_2 + b_3 = 1$ (Arestis e Sawyer, 2003; Santos, 2011). Já a equação (3) representa a regra de Taylor padrão para a condução da política monetária, na qual a taxa de juros é determinada pelos desvios da inflação em relação à meta, pela inflação esperada, pelo hiato de produto e pela taxa real de juros de equilíbrio.

Por meio da representação simples do modelo do novo consenso pode se chegar a seis conclusões importantes:

- i) Para se alcançar a estabilidade de preços, objetivo principal, e a estabilidade do produto, deve-se utilizar o instrumento da taxa nominal de juros de curto prazo via autoridade monetária, nesse caso um Banco Central nos moldes da proposição novo clássica. Seguindo as equações, os juros nominais responderão às variações no hiato de produto e, conseqüentemente, na inflação;
- ii) Os mecanismos de transmissão da política monetária, via taxa nominal de juros de curto prazo, são a demanda agregada – por meio da otimização intertemporal da utilidade dos agentes¹⁵ - e as expectativas de inflação – mediante o estabelecimento de regras críveis por parte do Banco Central;
- iii) A política fiscal não possui, no modelo de equações, nenhuma função no controle da demanda agregada (Arestis & Sawyer, 2002);
- iv) No longo prazo o *trade-off* entre inflação e atividade econômica é mínimo em um contexto de estabilidade de preços (de acordo com a meta) e equilíbrio entre oferta e demanda agregada (Goodfriend & King, 1997).
- v) Qualquer desvio entre produto efetivo e potencial e mudança na expectativa do nível de preços - incluindo taxa de câmbio nominal e preços mundiais - implica alterações no nível de preços, explicando, portanto, o comportamento da inflação¹⁶.

¹⁵ A alteração da taxa de juros impacta a demanda agregada via consumo e investimento, provocando redução dos *markups* conforme apontam Goodfriend & King (1997, p. 256), “a monetary policy action which raises aggregate demand raises marginal cost and lowers the average markup. This lower average markup sustains the increase in output and employment, because it works like a tax reduction in a Real Business Cycle setting”.

¹⁶ Conforme apontam Arestis & Sawyer (2002) é importante lembrar que os autores da chamada nova síntese neoclássica atrelam o comportamento da inflação somente a fatores de demanda, desconsiderando, portanto, os fatores ligados ao custo dos bens.

- vi) Não há relação entre os movimentos da taxa de câmbio e a taxa de juros (Arestis & Sawyer, 2009).

É a partir da constatação, apresentada no modelo, de que a estabilidade de preços evita distorções e custos na economia e promove o crescimento do produto de maneira equilibrada no longo prazo, que se baseia o Regime de Metas de Inflação (RMI). Essa abordagem é caracterizada pelo anúncio de uma meta oficial de inflação a ser alcançada em um determinado horizonte e pelo reconhecimento de que a inflação baixa e estável é o principal objetivo da política monetária. Nesse sistema, deve haver a independência institucional do Banco Central; infraestrutura técnica bem desenvolvida; preços desregulados; um sistema financeiro sadio; e sem a presença da dominância fiscal na condução da política econômica (Martins & Fahri, 2011).

Dentro desse arcabouço teórico, a política fiscal possui um papel secundário e subordinado ao objetivo principal, ou seja, a estabilidade de preços via taxa de juros. Dessa forma, assim como proposto pelos novos clássicos e novos keynesianos, no modelo da nova síntese neoclássica a política fiscal serve como âncora das expectativas dos agentes. A crença na não efetividade da política fiscal em estimular a demanda agregada é justificada pelo efeito de “crowding out” que o déficit público gera. De acordo com Arestis e Sawyer (2003), esse efeito é justificado por três fatores: o aumento da taxa de juros (causado pela expansão dos gastos); a diminuição da poupança e, assim, do investimento; a chamada equivalência ricardiana, na qual o gasto público não gera efeitos sobre a demanda agregada. Outro ponto a ser destacado também é a grande preocupação com a relação entre dívida pública e PIB e com o ciclo político, o que torna mais difícil a formulação de uma política fiscal totalmente atrelada a regras críveis (Blanchard et al., 2010).

Dadas essas restrições, o foco dos formuladores de política do novo consenso se volta para a sustentabilidade (intertemporal) da dívida pública com a criação de regras que viabilizem um controle fiscal no longo prazo. Isso garante um “espaço” para a política fiscal nos momentos de crise, com estabilizadores automáticos apropriados¹⁷. Portanto, o papel da política fiscal fica restrito a momentos de instabilidade e de incapacidade da política monetária em impulsionar a demanda agregada (situação conhecida como armadilha da liquidez).

¹⁷ Cleassens et alii (2010) defendem a criação de estabilizadores automáticos com regras bem definidas, em detrimento de políticas fiscais discricionárias. Uma importante revisão bibliográfica sobre os estabilizadores automáticos pode ser vista em Santos (2011).

Ademais, em consonância com o mix de políticas ancorado no regime de metas de inflação, defende-se a ideia de uma regulação microprudencial do sistema financeiro, na qual, como observa Borio (2011), a instituição individual é naturalmente o ponto de partida e o ponto final da análise – “o sistema financeiro é sólido se, e somente se, cada instituição é sólida” (Borio, 2011)¹⁸. Dessa forma, a abordagem microprudencial se preocupa com a gestão de risco de cada instituição, concentrando suas ações na criação de um sistema financeiro transparente, a fim de evitar distorções¹⁹ nas expectativas dos agentes. Como aponta Blanchard et al. (2010), o intuito da regulação financeira microprudencial é de corrigir as falhas de mercado decorrentes de informações assimétricas e outras imperfeições como garantias governamentais. Portanto, o risco sistêmico é exógeno em relação a cada instituição e ao sistema financeiro como um todo, pois não se considera o impacto macroeconômico, nos preços dos ativos e nas condições de crédito causado pelo sistema financeiro (Borio, 2011; Blanchard et al., 2010). Assim, nenhum espaço é dado para a regulação macroprudencial no modelo da nova síntese neoclássica, pois medidas desse tipo poderiam interferir no funcionamento do mercado financeiro.

1.2. O NOVO CONSENSO E AS RECOMENDAÇÕES DE POLÍTICA ECONÔMICA

Conforme mencionado, o modelo do novo consenso estruturou um mix de políticas e regulação condizente com o regime de metas de inflação, que se tornou sinônimo de boa prática de política monetária no *mainstream*, sendo incorporado nas recomendações dos organismos multilaterais. Entretanto, as restrições inerentes a esse regime - como o objetivo central na estabilidade de preços e a independência do Banco Central – resultaram em uma diferenciação, utilizada na abordagem dos seus defensores, entre a adoção prática do RMI e as rigidezes ligadas à sua concepção teórica (Fahri, 2007). Nesse sentido, defendeu-se no *mainstream* a abordagem do regime de metas de inflação como um “quadro de referência” (*framework*) flexível a ser seguido pela política monetária dos Bancos Centrais (Bernanke & Mishkin, 1997). Essa visão seria benéfica por permitir a inclusão de outros objetivos à política monetária, como o nível de

¹⁸ De acordo com Arestis e Sawyer (2009, p.5), o modelo básico do novo consenso assume que a presença de intermediários financeiros e, inclusive, do dinheiro é desnecessária, em um ambiente de um tipo de taxa de juros apenas, determinada por variáveis reais, ausência de riscos de crédito e substituição perfeita entre os ativos financeiros.

¹⁹ No caso intervenções governamentais, que afetam a confiança no sistema financeiro como aponta Claessens et alii (2010).

emprego e/ou de produto, além de propiciar maior transparência e coerência nas ações da autoridade monetária.

A política monetária de boa parte dos países avançados²⁰ no período pré-crise era condizente com o modelo do novo consenso, desenvolvido na década de 1990. Entretanto, apenas alguns desses países²¹ adotaram oficialmente o regime de metas de inflação nesta década, em razão das possíveis restrições, citadas acima, que o RMI poderia causar na condução da política monetária. Ademais, no caso dos países desenvolvidos que já haviam adotado - oficialmente ou apenas como um “quadro de referência” - o regime de metas de inflação ao longo da década de 1990, o foco das discussões, durante o período da crise dos mercados emergentes e do estouro da bolha das empresas da internet nos Estados Unidos, dirigiu-se para a relação entre estabilidade de preços e instabilidade financeira. Bean (2003) apontou, no *Annual Report* de 2003 do BIS, que o alcance da estabilidade de preços não garante que a instabilidade financeira possa ser evitada. Dessa forma, o regime de metas de inflação deveria considerar, na condução da política monetária não somente a estabilidade de preços, mas também os possíveis desequilíbrios financeiros gerados na busca pela meta de inflação estipulada (Bean, 2003).

No caso dos países emergentes, a adoção do RMI²² enfrentou duas especificidades: condições econômicas e institucionais inadequadas, e desvalorizações muito expressivas das moedas, que provocaram surtos inflacionários por meio de sua transmissão (*pass through*) aos preços. Em relação à primeira especificidade, o *World Economic Outlook* (WEO) de 2005, preparado pelo FMI, reforçou a necessidade de se criar algumas (pré) condições para o melhor desempenho do regime de metas, como a total autonomia do Banco Central, o desenvolvimento de infraestrutura técnica e um sistema financeiro “saudável”. Entretanto, o próprio FMI assinalou posteriormente estudos que apontam a não essencialidade da adoção de tais pré-condições nos países emergentes para implantação do RMI (Fahri, 2007). Já em relação à segunda especificidade, alguns autores do *mainstream* propõem que a volatilidade cambial inerente à maioria das economias emergentes seja administrada de forma a se adequar às metas de inflação (Fahri, 2007).²³

²⁰ Nesse trabalho “países centrais” e “países desenvolvidos” serão utilizados como sinônimos.

²¹ De acordo com Bernanke & Mishkin (1997), os países avançados que adotaram o regime de metas de inflação foram: Austrália, Canadá, Finlândia, Nova Zelândia, Espanha, Suécia e Reino Unido.

²² Alguns exemplos de países emergentes que adotaram o RMI na década de 1990: Brasil, África do Sul, Turquia, Chile, México, Coreia do Sul, Tailândia (Fahri, 2007).

²³ As especificidades da política econômica dos países emergentes serão melhor detalhadas no capítulo dois desta dissertação.

Uma política fiscal condizente com o modelo do novo consenso também foi defendida pelo *mainstream*. Em seus trabalhos, o FMI recomendou uma consolidação fiscal intertemporal a fim de se criar um comprometimento da política fiscal com a sustentabilidade da dívida, evitando-se, assim, pressões para incorrer ao déficit de forma discricionária (FMI, 2001). A partir dessa concepção, o FMI propôs reformas institucionais objetivando, primeiramente, a manutenção da consolidação fiscal (FMI, 2001)²⁴. Essas reformas podem ser classificadas em três grupos: i) definição de regras (ou metas) sobre o déficit público e a dívida pública em relação ao PIB, como, por exemplo, a regra imposta pelo tratado de Maastricht para os países membros da área do euro, limitando o déficit público em 3% do PIB (*Stability and Growth Pact*); ii) limitação de gastos públicos, principalmente gastos com pessoal; iii) transparência nos gastos por meio de estruturas legais. Outro ponto destacado pelo FMI é a relação, verificada em alguns países, entre a redução do déficit público e o crescimento econômico, via aumento do investimento.

As recomendações acerca da regulação prudencial do sistema financeiro seguiram o enfoque microeconômico citado anteriormente, com pouca atenção para o risco sistêmico e os impactos macroeconômicos inerentes aos momentos de crise financeira. Apesar da constatação de alguns economistas do *mainstream*, como Borio et al (2000)²⁵ e Borio (2003), sobre a falta de percepção da magnitude do risco sistêmico e a necessidade da regulação macroprudencial, os instrumentos regulatórios se comportaram de maneira pró-cíclica no período pré-crise, sendo suportados pelos modelos de mensuração de risco pertencentes ao *framework* teórico da nova síntese neoclássica.

Ademais, as discussões sobre medidas de controle de capital, que ganharam espaço nos países emergentes após as crises financeiras da segunda metade da década de 1990, também foram feitas respeitando o arcabouço teórico do novo consenso. Dessa forma, o FMI reiterou a necessidade de se aprofundar a liberalização e a abertura financeira, principalmente dos países emergentes, a fim de melhorar a integração financeira. As crises, portanto, seriam o resultado da

²⁴ Essa discussão acerca das regras fiscais adequadas para se alcançar a sustentabilidade fiscal é feita para os países emergentes em BIS (2005).

²⁵ Conforme conclui Borio et al (2000, p.49), “the mismeasurement of risk arises partly from the short horizons that underlie most risk measurement methodologies and partly from insufficient attention being paid to the correlations across borrowers and institutions. Combined, these two shortcomings mean that changes in risk associated with the economic cycle tend to be misassessed. In particular, risk is often underestimated in booms and overestimated in recessions. Longer horizons and a greater appreciation of correlations would contribute to better risk measurement, both at the level of individual institutions and for the system as a whole”. Ademais os autores atentam para a importância da coordenação entre regulação macroprudencial e política monetária.

baixa integração financeira dos mercados emergentes, além de fundamentos macroeconômicos, como regras monetárias e fiscais, não desenvolvidos.

Entretanto, posicionamentos críticos de outros organismos foram observados. O *Trade and Development Report* (TDR), da Unctad, de 1998 tratou de forma ampla as opções de controle de capitais, ao ir além da abordagem tradicional, focada apenas nas transações entre residentes e não residentes. De acordo com o relatório:

owing to deregulation and developments in banking technique making possible the supply of increasingly diversified services, accounts and transactions denominated in foreign currencies are now often available to residents, and they affect macroeconomic conditions, particularly exchange rates, in much the same way as cross-border financial transactions (Unctad, 1998, p. 101-102).

Porém, como se verá no capítulo dois, a posição do FMI prevaleceu na condução do controle de capitais na maioria dos países emergentes no período pré-crise, que focaram suas estratégias na acumulação de reservas, por meio de intervenções do Banco Central no mercado de câmbio, a fim de atenuar possíveis estrangulamentos externos em períodos de instabilidade (Cintra & Prates, 2011). Nesse contexto, a retórica dos organismos multilaterais se concentrou, em grande parte, ao desenvolvimento de métodos de intervenção no mercado de câmbio (BIS, 2005).

Portanto, apesar do posicionamento crítico de alguns representantes do *mainstream* nos períodos de crise, as ações dos *policy markers* a nível global e as consequentes recomendações dos organismos multilaterais, refletiram as propostas dos modelos do novo consenso. O regime de metas de inflação foi “aperfeiçoado”, incorporando questões ligadas aos períodos de instabilidade financeira, porém o objetivo principal de estabilidade de preços via política de taxa de juros foi mantido. E a justificativa para a manutenção desse arcabouço teórico é o período de baixa variabilidade do produto e da inflação que se inicia a partir dos anos 1980 com a alta sem precedentes dos juros norte-americanos. De acordo com o FMI (2000), a estabilidade desse período, conhecido como “grande moderação”, foi proporcionada por quatro fatores principais: i) qualidade institucional, que permitiu a implementação das regras fiscais e

monetárias; ii) qualidade das políticas macroeconômicas, com a estabilidade da política fiscal e a centralidade da política monetária na manutenção do nível e preços e de produto; iii) melhoras estruturais observadas no sistema financeiro e na produção, gerando maior produtividade e flutuações menos bruscas; iv) ausência de choques de oferta de grande impacto na estabilidade de preços, como os choques dos preços do barril de petróleo na década de 1970.

Entretanto, a continuidade do *mix* de políticas ancorado nas hipóteses das escolas novo-clássica e novo keynesianos - com alguns questionamentos e aperfeiçoamentos nos períodos de crise – foi abalada com a crise financeira global, como será visto na próxima seção.

1.3. AS RECOMENDAÇÕES DE POLÍTICA ECONÔMICA NO CONTEXTO DA CRISE: AS NOVAS RECOMENDAÇÕES DO *MAINSTREAM* E AS AÇÕES DOS *POLICY MAKERS*

Os questionamentos sobre a teoria que dominava o pensamento do *mainstream* só apareceram no momento em que uma crise atingiu o país hegemônico, emissor da moeda-chave, e grande parte dos países centrais. A maneira abrupta que ocorreu a interrupção dos fluxos de capitais após a falência do Lehman Brothers e o caráter sistêmico que a crise assumiu depois desse evento evidenciaram as inconsistências no *mix* de políticas até então dominante, já que se fez necessária uma atuação rápida do *Big Bank* e *Big Government*²⁶ nos países desenvolvidos.

O receio de colapso do sistema financeiro internacional e de uma deflação generalizada dos preços dos ativos levou a uma ação macroeconômica coordenada dos Estados e/ou bancos centrais, logo após a eclosão da crise sistêmica em setembro de 2008, para socorrer os bancos e outras instituições financeiras importantes - a fim de evitar uma falência em cadeia do sistema bancário, incentivar a demanda agregada e reduzir o desemprego (Farhi, 2013)²⁷. Esse período de rápida ação dos governos e Bancos Centrais pode ser compreendido como a primeira fase da crise financeira global, utilizando a classificação de Fahri (2013). Entretanto, a recuperação dos preços dos ativos e das expectativas pela retomada econômica em 2009, em função das políticas macroeconômicas adotadas, marcou o início da segunda fase da crise.

²⁶ Minsky (1986) enfatiza que as deficiências dos investimentos privados devem ser equilibradas por um aumento nos gastos públicos. Dessa maneira, o *Big Government* deve ser “grande o bastante” para estabilizar os lucros e evitar o aprofundamento de crises financeiras. A ação do *Big Government* deve ser coordenada por meio da ação de um *Big Bank* permanente, mediante a regulação do sistema financeiro e atuação como “emprestador de última instância” evitando grandes *defaults*.

²⁷ Fahri (2013) assinala que, embora os países da área do euro tenham concordado em seguir orientações gerais comuns, cada um desenvolveu seu próprio pacote de assistência, gerido pelas respectivas autoridades nacionais.

A expansão maciça dos déficits públicos e dos balanços dos bancos centrais era considerada temporária pelos formuladores de política e, assim que os sinais de retomada foram verificados, as “estratégias de saída” começaram a ser discutidas pelos governos e as convicções neoliberais voltaram a se afirmar, encontrando terrenos férteis para se expandir. Nesse momento, foi possível observar o início da divergência entre as políticas macroeconômicas da Europa, mais preocupada com os desequilíbrios fiscais do que com o crescimento econômico sustentável, e dos Estados Unidos, onde ocorria o contrário (Fahri, 2012 e 2013). Enquanto os países europeus adotaram medidas para conter o avanço do déficit público e apertar a política monetária, os Estados Unidos optaram pela manutenção das políticas anticíclicas, concentradas fundamentalmente nas mãos da autoridade monetária, já que grande parte dos incentivos fiscais adotados pelo país foi se extinguido no primeiro semestre de 2010.

Já a terceira fase se estendeu do início de 2010 a meados de 2012 e se caracterizou por uma séria ameaça de nova contração econômica, com grande potencial de contagiar o conjunto da economia internacional. O agravamento da crise nos países da área do euro revelou a recuperação econômica anêmica dos países desenvolvidos, além da ineficácia das políticas macroeconômicas contracionistas utilizadas pela Europa na segunda fase. Nesse período, o epicentro da crise passou a ser a União Econômica e Monetária Europeia em decorrência da desconfiança dos mercados financeiros em relação à capacidade de diversos países da região honrarem seus compromissos financeiros (Farhi, 2012). Os Estados Unidos, por sua vez, continuaram com a adoção de política monetária não convencional, iniciada na segunda fase, em busca da retomada do crescimento econômico.

Diante das percepções cada vez mais negativas sobre as perspectivas econômicas da área do euro, o presidente do Banco Central Europeu (BCE), Mario Draghi, anunciou em 26 de julho de 2012 que o BCE faria o necessário para preservar a área do Euro (Prates, 2014). Na atualização das etapas da crise proposta por Prates (2014), a blindagem ao euro de ataques especulativos, assegurada por Draghi em julho de 2012, marcou o início da quarta fase da crise, que se estendeu até o primeiro trimestre de 2013 e envolveu outros dois movimentos de política econômica dos países avançados. O primeiro foi o lançamento do *Quantitative Easing 3* (QE3) pelo Fed em setembro de 2012, que “reforçou ainda mais o otimismo dos mercados financeiros” (Prates, 2014, p. 3). O segundo fator foi a mudança da política econômica no Japão, após a vitória de Shinzo Abe, do Partido Liberal Democrático, nas eleições em dezembro de 2012. O primeiro-

ministro adotou uma combinação anticíclica das políticas monetária e fiscal e “suscitou expectativas positivas tanto no próprio Japão como entre os investidores internacionais” (Prates, 2014, p. 4).

No campo teórico, a crise financeira global implicou uma revisão das concepções de política econômica por parte dos economistas do *mainstream*. Conforme ressalta o *Dahlem Report* (2008), grande parte dos economistas falhou ao não alertar corretamente os *policy makers* sobre possíveis ameaças ao sistema financeiro. Os modelos utilizados até então desconsideraram fatores chave – como o risco sistêmico endógeno, a heterogeneidade nas regras de decisão, mudanças no contexto social – para o entendimento do mercado financeiro (Dahlem Report, 2008). Isso ocorreu devido à crença, por parte do *mainstream*, que as políticas econômicas baseadas nas premissas do novo consenso conferiam estabilidade à economia. Blanchard et al. (2010, p. 3) reconheceram que a crise “os forçou a questionar suas avaliações anteriores”:

We thought of monetary policy as having one target, inflation, and one instrument, the policy rate. So long as inflation was stable, the output gap was likely to be small and stable and monetary policy did its job. We thought of fiscal policy as playing a secondary role, with political constraints sharply limiting its de facto usefulness. And we thought of financial regulation as mostly outside the macroeconomic policy framework.

Outros economistas e *policy makers* também admitiram a falibilidade de suas convicções, como Alan Greenspan, em discurso ao congresso americano²⁸. O resultado dessas diversas constatações foi, nos termos utilizados por (Prates, 2002), uma reação teórica do *mainstream*, ou, utilizando a expressão cunhada por Possas (1995), uma cheia do *mainstream*²⁹. Ou seja, a agenda de pesquisa foi ampliada e conceitos foram revistos, gerando novas recomendações de política econômica com o intuito de recuperar o sistema financeiro, aumentar o nível de demanda agregada e restaurar a confiança dos agentes (Spilimbergo et al., 2008). Tais recomendações – feitas pelo *mainstream* e pelos organismos multilaterais, principalmente o FMI e BIS - são referenciais teóricos importantes (sem nenhum sentido de causalidade pré-

²⁸ “I made a mistake, in presuming that the self-interests of organizations, specifically banks and others, were such as that they were best capable of protecting their own shareholders and their equity in the firms” (The Washington Post, 24/10/2008)

²⁹ A expressão “cheia do mainstream” foi feita em analogia aos dois efeitos típicos da cheia de um rio: o aumento da correnteza – referente ao aumento da formalização da teoria ortodoxa – e a inundação das margens – referente à ampliação da agenda de pesquisa (Prates, 2002).

estabelecido) e podem ser relacionadas, em maior ou menor grau, com as políticas econômicas dos países avançados e emergentes no período 2008-2012.

As novas abordagens do *mainstream* serão divididas em três subseções: regulação prudencial, política monetária e política fiscal.

1.3.1. REGULAÇÃO PRUDENCIAL

Conforme apontado na seção anterior, a grande confiança na habilidade de autoajustamento do sistema financeiro levou a uma subestimação da possível consequência da acumulação de estoques crescentes de dívida, derivada do boom de crédito e dos preços dos ativos a partir de 2003 (Galati & Moessner, 2011). A crise financeira recente revelou a incapacidade dos mercados se autoajustarem e apontou para a necessidade de ser ir além da abordagem micro utilizada na regulação e supervisão financeiras. Nesse sentido, FMI e BIS reconheceram em seus trabalhos que a regulação microprudencial, focada nas instituições individuais, não era suficiente para assegurar a estabilidade do sistema financeiro (Borio, 2011). Dessa forma, como observa Borio (2011):

It is now agreed that the systemic or “macropudential” orientation of regulation and supervision should be strengthened and that arrangements should play closer attention to liquidity (Borio, 2011, p.11)

Portanto, conforme grande parte dos autores do *mainstream*, a crise evidenciou a necessidade de uma regulação prudencial com dimensão macroeconômica, considerando o sistema como um todo (Blanchard et al., 2010; Borio 2011; Dalhen Report, 2008). Entretanto, conforme aponta Galati & Moessner (2011), a discussão sobre políticas macroprudenciais mostra pouco consenso entre os economistas do *mainstream*. De forma geral todos concordam que o objetivo da regulação macroprudencial é alcançar a estabilidade financeira, porém diferem em relação à maneira pela qual essa estabilidade é alcançada (Galati & Moessner, 2011). Enquanto alguns formuladores de política definem instabilidade financeira de acordo com a capacidade do sistema financeiro em suportar choques e o espriamento do risco sistêmico, Borio & Drehmann (2009) e Borio (2011) consideram que a instabilidade financeira é gerada endogenamente no sistema – seguindo a interpretação de Minsky (1982) – e que, portanto, o risco é

fundamentalmente endógeno. Nessa abordagem, o risco reflete a interação mútua entre o sistema financeiro e a economia real, na qual a expansão do gasto e a pouca aversão ao risco nos momentos de boom “lança as sementes” da crise subsequente e das tensões financeiras (Galati & Moessner, 2011).

Apesar das divergências em torno da conceituação de estabilidade financeira, grande parte dos formuladores de política econômica concorda que os preços dos ativos, as condições de crédito e a economia real são dependentes do comportamento do sistema financeiro. A partir dessa nova interpretação, Borio & Drehmann (2009) e Borio (2011) salientam que a regulação macroprudencial deve focar na correlação entre as exposições das instituições e propõe duas dimensões dentro da abordagem macroprudencial:

- i) Uma temporal (*time-series dimension*), que considera a maneira pela qual o risco do sistema financeiro evolui com o tempo e age de maneira anticíclica, por meio da criação de um “colchão de liquidez” nos momentos de alta no ciclo;
- ii) Uma transversal (*cross-sectional dimension*), que analisa como o risco é alocado dentro do sistema em um dado ponto no tempo. Nesse caso os instrumentos prudenciais procuram verificar a “contribuição” de cada instituição para o risco sistêmico e objetivam internalizar as externalidades provocadas por cada uma.

No caso da abordagem temporal, a literatura econômica identificou vários elementos pró-cíclicos do sistema financeiro e sugeriu várias medidas³⁰. Dentre elas: i) o desenvolvimento da metodologia da taxa LTV (loan-to-value) - relação entre o valor do empréstimo e o valor do bem; ii) provisões para perdas com caráter anticíclico, que se eleva nos períodos de alta do ciclo de liquidez; iii) requerimentos de margem e limites de posição no caso dos derivativos de balcão³¹. A abordagem transversal implica a mensuração da vulnerabilidade sistêmica, como, por exemplo, a análise das exposições e dos perfis de risco dos bancos e a inter-relação entre as

³⁰ Uma lista ampla dos instrumentos macroprudenciais sugeridos pela literatura pode ser visto em Galati & Moessner (2011).

³¹ De acordo com Galati & Moessner (2011), outros instrumentos foram propostos na abordagem temporal para se reduzir a vulnerabilidade dos bancos derivada da grande participação da dívida de curto prazo no passivo total dos bancos. Medidas como requerimentos de capitais proporcionais ao descasamento de prazos foram sugeridas para se evitar o *funding* de curto prazo.

instituições. Mecanismos de seguro, como depósitos contra o risco sistêmico também são sugeridos dentro dessa abordagem (Galati & Moessner, 2011).

Um desafio decorrente dessa abordagem é o timing na identificação da instabilidade financeira. De acordo com Borio & Drehmann (2009) as estimativas realizadas em torno da possibilidade de instabilidade financeira são insuficientes, acarretando em instrumentos prudenciais inadequados. Dessa forma, os comportamentos dos agentes e dos formuladores de política se assemelham mais a “termômetros” do que “barômetros” da instabilidade financeira.

Já a abordagem proposta por Blanchard et al. (2013) divide os instrumentos macroprudenciais em três categorias: i) medidas direcionadas aos emprestadores, como requerimentos de capital, taxas de alavancagem e provisão para perdas. Os autores reforçam que tais instrumentos devem ter um caráter anticíclico³²; ii) medidas focadas nos tomadores de empréstimos, como, por exemplo, limites máximos para taxa LTV ou para a relação entre dívida e renda (*debt-to-income ratios*); iii) técnicas de gestão de fluxos de capitais.

Ademais, o FMI realizou um estudo amplo com 49 países, cujo resultado foi apresentado por Lim et al (2011), a fim de verificar a efetividade dos instrumentos macroprudenciais em reduzir o risco sistêmico. O estudo demonstrou a efetividade desse tipo de regulação e classificou as medidas mais utilizadas pelos países em três grupos: i) relacionadas ao crédito, como limites percentuais do valor contratado em relação à garantia; ii) relacionadas à liquidez, como o controle dos descasamentos de prazo; iii) relacionadas ao capital, como as reservas de capital com requerimentos que variam ao longo do tempo³³ (Prates & Cunha, 2011). Vários outros autores (Cleassens et al, 2011; Spilimbergo, 2008; Blanchard et al., 2010) também recomendaram regulação contracíclica e requerimentos de provisão de perdas, objetivando a redução do risco sistêmico

Outra preocupação dos formuladores de política econômica, expressada pelo *mainstream*, é a coordenação entre instrumentos macroprudenciais e a política econômica, já que os dois tipos de política possuem objetivos em comum: a estabilidade macroeconômica. As principais formas de coordenação verificadas nos trabalhos são entre medidas macroprudenciais e política monetária e medidas macroprudenciais e controles de capital. Em relação à interação

³² Blanchard et al. (2013) advertem para as dificuldades institucionais na implementação de tais medidas, como, por exemplo, a existência do *shadow banking system*. Outro problema apontado pelos autores é a referência na qual os requerimentos anticíclicos irão se basear: no ciclo econômico, no crescimento do crédito ou na dinâmica dos preços dos ativos.

³³ O estudo considerou medidas adotadas pelos países selecionados entre 2000 e 2010.

entre a regulação macroprudencial e a política monetária, há um consenso na literatura em torno da complementaridade dessas duas medidas na busca pela estabilidade financeira, já que a regulação macroprudencial pode “corrigir” os possíveis efeitos negativos da política monetária sobre o sistema financeiro ou aprofundar os canais de transmissão da política monetária nos momentos de crise (FMI, 2013; Blanchard et al., 2013). Entretanto, FMI (2013) salienta que o foco da regulação prudencial não deve se estender para além da estabilidade financeira, ou seja, a gestão da demanda agregada é reservada à política monetária ou à política fiscal anticíclica nos momentos de crise. Já a interação entre medidas macroprudenciais e controle de capitais será discutida na subseção abaixo.

Em relação aos aspectos institucionais, o debate entre regras e discricionariedade, presente na macroeconomia desde os monetaristas, se repete na formulação de políticas macroprudenciais. Assim como no caso da política monetária, vários autores defendem a importância da constituição de regras para a transparência, *accountability*, e eficácia da regulação macroprudencial (Blanchard et al., 2013; FMI, 2013; Galati & Moessner, 2011; Borio & Drehmann, 2009). A literatura sugere dois tipos de regras para os instrumentos macroprudenciais: i) a “construção” de estabilizadores automáticos, por exemplo, para a provisão de perdas, os requerimentos de capital e a gestão de riscos (Galati e Moessner, 2011; Borio & Drehmann, 2009); ii) “instrumentos de contingência” de capital, como seguros (*capital insurance*) e conversões de títulos de dívida em ações em momentos de descapitalização dos bancos (Galati & Moessner, 2011).

As políticas discricionárias assumem também um papel importante nos momentos de instabilidade financeira de acordo com Galati & Moessner (2011), por meio da retórica ou revisão da supervisão do sistema financeiro, ajustando as medidas prudenciais até então praticadas. Porém, grande parte das novas recomendações pesquisadas (FMI, 2013; Borio & Drehmann, 2009) condenam as intervenções governamentais, por gerarem distorções no sistema financeiro, e sugerem um espaço reduzido à regulação arbitrária.

A responsabilidade pelas políticas macroprudenciais segue a visão do novo consenso em relação à discussão entre regras e discricionariedade. FMI (2013) e Blanchard et. al. (2013) reforçam que o Banco Central, assim como no âmbito da política monetária, deveria ser o responsável pela aplicação dos instrumentos de regulação, pois o seu caráter independente evitaria possíveis discricionariedades, além de facilitar a coordenação de regulação prudencial e política monetária.

Entretanto, o Banco Central deve estar atento ao seu objetivo principal, ou seja, a estabilidade de preços, a fim de se evitar riscos a sua credibilidade e reputação.

1.3.2. POLÍTICA MONETÁRIA

O objetivo central da política monetária, a estabilidade dos preços, revelou-se insuficiente para lidar com as consequências causadas pela instabilidade financeira no contexto da crise. Ou seja, mesmo com a inflação sob controle e um hiato de produto reduzido, os países não escaparam dos impactos da crise sobre a demanda agregada. Assim como no caso da regulação prudencial, a ineficácia da política monetária frente aos desdobramentos da crise – principalmente a falta de liquidez dos mercados - suscitou mudanças por parte dos bancos centrais, como, por exemplo, a decisão do Federal Reserve (FED), em 2009, de comprar títulos ou ativos de menor liquidez, como títulos de longo prazo do tesouro americano, denominada *quantitative easing* (Farhi, 2012)³⁴. Estas medidas, encabeçadas pelo FED e posteriormente pelo Banco de Inglaterra, objetivaram a redução da taxa de juros de longo prazo, visto que os agentes demonstravam, logo após a eclosão da crise sistêmica, grande preferência por ativos de curto prazo (Kohn, 2010)³⁵. A busca por esses novos instrumentos ocorreu após as medidas tradicionais de políticas atingirem a “armadilha da liquidez”, ou seja, quando a taxa de juros chega a um patamar no qual não consegue mais fomentar o crescimento da demanda agregada (Farhi, 2012).

As novas recomendações do *mainstream* seguiram o mesmo objetivo, ou seja, readequar o papel da política monetária frente às necessidades impostas pela crise sistêmica. As principais discussões acerca do tema podem ser divididas em duas frentes: a primeira refere-se ao objetivo da política monetária e possíveis interações aos mecanismos de regulação; a segunda aborda as políticas monetárias “não convencionais” e a necessidade, imposta pela crise, de se ampliar os instrumentos utilizados pela autoridade monetária.

O ponto de maior discussão entre os autores é em relação ao objetivo da política monetária. De acordo com Borio (2011) e Claessens et al (2011) a política monetária não deveria

³⁴ Nesse caso, a intenção do FED era, além de retirar os ativos podres dos bancos e prover liquidez ao sistema, influenciar a taxa de juros de longo prazo, já que a de curto prazo estava atingindo seu limite inferior. Já no chamado “*quantitative easing 2*”, em 2011, a preocupação do governo norte-americano era em relação a espiral deflacionária. Em relação aos dilemas de política econômica nos países desenvolvidos ver Farhi (2012).

³⁵ De acordo com Kohn (2010), vice presidente do FED, “*our announcements of purchases of agency MBS, agency debt, and Treasury securities helped to lower long-term interest rates and increase the availability of mortgages to households and bond financing to businesses*”

focar suas ações apenas na estabilidade dos preços de bens e serviços - seguindo estritamente o receituário do regime de metas de inflação - mas também objetivando a estabilidade do sistema financeiro. Para tais propósitos é necessário que a política monetária atue em conjunto com a regulação macroprudencial e de forma coordenada. Segundo Borio (2011), há várias razões para a política monetária assumir um papel no controle dos desequilíbrios financeiros: i) a capacidade dessa política em influenciar as condições de crédito, os preços dos ativos e seus rendimentos, impactando no comportamento do sistema financeiro; ii) os indicadores de instabilidade financeira, baseado no ciclo financeiro, são mais “reais” e observáveis (e por isso não devem ser subestimados) se comparados aos índices que normalmente pautam a política monetária, como, por exemplo, o hiato de produto, taxa natural de desemprego e taxa natural de juros. Dessa forma, a política monetária deve agir - mesmo no caso de inflação sob controle - quando houver qualquer sinal de ameaça de um boom de crédito e preço dos ativos sobre a estabilidade do sistema financeiro.

Blanchard et al (2010) corroboram o diagnóstico supracitado e atentam para o fato de que a utilização da taxa de juros como instrumento de política monetária é insuficiente para lidar com o excesso de alavancagem e com desvios dos preços dos ativos em relação a seus fundamentos. Entretanto, em um primeiro momento, os autores propõem uma “hierarquização” dos objetivos da política monetária. A melhor forma de coordenação, nessa primeira abordagem, seria inicialmente o uso da política de taxa de juros para regular o nível de preços e do hiato do produto e, posteriormente, o uso de instrumentos específicos de regulação para lidar com o sistema financeiro. Em uma segunda versão, Blanchard et al. (2013) abandonam esta hierarquia assumindo que tanto a política monetária quanto a regulação macroprudencial devem almejar a estabilidade financeira e o controle da demanda agregada conjuntamente. A partir desta concepção os autores atentam para os problemas de coordenação entre as duas políticas, já que a introdução de medidas macroprudenciais deve ser realizada sem ameaça à independência do Banco Central, fundamental para atingir a estabilidade de preços.

A utilização de instrumentos “não convencionais” de política monetária também foi amplamente discutida pelo *mainstream*. Há no debate pelo menos duas visões acerca desse tema. A primeira limita o uso da política monetária não-convencional aos episódios específicos de “armadilha da liquidez” ou em outros momentos nos quais a taxa de juros é incapaz de influir no nível de demanda agregada (Claessens et al., 2011; Blanchard et al., 2013). Ou seja, a utilização

de tais instrumentos é amplamente condicionada ao comportamento da taxa de juros. A política monetária convencional, nessa abordagem, continua reduzida à taxa de juros e fielmente ancorada no arcabouço novo keynesiano, apesar da crise revelar a incapacidade da política de juros em lidar com os períodos de instabilidade financeira e a necessidade da incorporação de outros instrumentos de política.

A segunda visão, discutida por Borio & Disyatat (2009), define de maneira diferente o termo “política monetária não convencional”, denominando-a “política de balanço do Banco Central” (*balance sheet policy*). Por meio dessa política, os bancos centrais planejam afetar de forma mais direta os mercados financeiros, atingindo de maneira mais eficiente os canais de transmissão da política monetária (Borio & Disyatat, 2009). Ademais, dois pontos característicos da política de balanço a diferencia da primeira visão sobre políticas “não-convencionais”. Primeiramente, o termo “não-convencional” é criticado por esta abordagem, pois a política de balanço já é utilizada amplamente por meio das intervenções do banco central no mercado de câmbio. O caráter atípico neste caso é a utilização do balanço do Banco Central para objetivos ligados a política monetária, como o mercado a termo da taxa de juros e os rendimentos de longo prazo dos títulos governamentais (Borio & Disyatat, 2009). Segundo, o tamanho e a estrutura do balanço dos bancos centrais podem ser geridos separadamente da política de juros. Essa interpretação das mudanças de política monetária no contexto da crise sugere uma ampliação dos instrumentos utilizados não apenas para a estabilidade dos preços, mas também para o controle da demanda agregada, dissociando-se das interpretações limitadas à convenção da regra de Taylor. Conforme salientam Borio & Disyatat (2009, p. 25):

In the wake of the current financial crisis, monetary policy will probably never be the same again. Central banks have been forced to review their implementation frameworks and to try out policies that, only a few years back, were not on their radar screens. They have been operating in uncharted waters, outside their comfort zone.

A política de balanço, portanto, ganhou relevância no período e pode ser subdividida em quatro frentes: a política cambial, citada acima, a política de crédito, a política de gestão de dívida (ou “*quasi-debt management policy*”) e a política de reservas bancárias. No caso da política de crédito, o Banco Central pode atuar em duas áreas: i) no mercado interbancário, por meio da ampliação dos colaterais elegíveis, da concessão de empréstimos ou aquisição de

obrigações do setor privado, de linhas de swap junto aos bancos; ii) ou no chamado “*nonbank credit market*”, mediante a concessão de liquidez ou a compra de ativos atingidos pela crise financeira. No caso da “*quasi-debt management policy*”, o Banco Central compra títulos públicos dos bancos a fim de influenciar o rendimento de tais obrigações. Já em relação à política de reservas bancárias, o Banco Central determina uma meta específica para as reservas, com o intuito de promover a expansão monetária e o crédito, garantindo a liquidez para os bancos (Borio e Disyatat, 2009).

De acordo com estas duas visões, as principais políticas “não-convencionais” utilizadas no contexto da crise são o “*quantitative easing*” (ou afrouxamento quantitativo), citado acima, e o “*credit easing*” (Borio e Disyatat, 2009; Blanchard et al., 2013). De acordo com Blanchard et al. (2013) o *quantitative easing* é uma combinação entre expansão monetária – compra de ativos de curto prazo – e o chamado *credit easing* – compra de ativos, como títulos de longo prazo do tesouro americano, financiados pela venda de papéis de curto prazo em posse do Banco Central. Portanto, o *credit easing* possui o processo de esterilização, diferenciando-se do *quantitative easing*.

Na abordagem “política de balanço”, explicitada acima, o *credit easing* representa um mix entre política de crédito e *quasi-debt management policy*, pois tal política engloba concessão de crédito para bancos e não-bancos e compra de títulos do governo. No caso do *quantitative easing*, observa-se um mix entre *quasi-debt management policy* e a política de reserva bancária, já que o Banco Central possui metas específicas para a expansão de reservas e as atinge por meio da compra de títulos do governo de longo prazo, a fim de influenciar sua curva de rendimento (Borio & Disyatat, 2009).

Entretanto, apesar das recomendações supracitadas expressarem mudanças na condução da política monetária em relação às propostas iniciais do modelo do novo consenso, as características basilares da teoria dominante foram mantidas e reforçadas nas novas recomendações. Ou seja, as possíveis discricionariedades na coordenação da política monetária com a regulação macroprudencial ou na gestão do balanço do Banco Central são combatidas por Borio & Disyatat (2009) e Blanchard et al. (2013). Os autores reforçam sua posição a favor da independência da autoridade monetária, para que as regras e metas estipuladas sejam críveis aos agentes racionais. A manutenção dessas características é fundamental não apenas para o sucesso

das medidas engendradas no contexto da crise, mas também para a “estratégia de saída” das medidas anticíclicas (Borio & Disyatat, 2009).

1.3.3. POLÍTICA FISCAL

A política fiscal no contexto da crise financeira global pode ser “separada” em dois momentos. O primeiro refere-se ao período logo após a eclosão da crise sistêmica. Vários países europeus, os Estados Unidos e a União Europeia adotaram planos de estímulos à demanda agregada, a fim de conter a espiral deflacionária (Farhi, 2012). Apesar das medidas apresentarem intensidades diferentes em cada país, a criação de nova dívida e a geração de déficit público foram aplaudidas pelos agentes do mercado financeiro e pelos investidores (Farhi, 2012). Entretanto, a partir do segundo semestre de 2009, observou-se forte recuperação dos preços dos ativos e dos lucros de grande parte das instituições financeiras, acompanhada por uma deterioração da situação fiscal de diversos países centrais (Farhi, 2012). Esse cenário resultou em críticas às políticas fiscais anticíclicas até então adotadas e caracterizou o segundo momento da política fiscal, marcado pela volta do conservadorismo na ação dos *policy makers*. Contudo, as medidas de austeridade fiscal – além de outros instrumentos em busca da consolidação fiscal que passaram a dominar o debate – estavam longe de constituir um consenso entre os países centrais e provocaram divergências na política fiscal no contexto da crise.

No campo teórico, os dois “momentos” da política fiscal descritos acima foram evidenciados nas novas recomendações do *mainstream*. No primeiro momento, as propostas direcionaram-se para o aumento do papel da política fiscal no estímulo à demanda agregada. Blanchard et al (2010) corroboram tal visão, citando duas razões pelas quais a política fiscal retornou ao centro das discussões do *mainstream* sobre políticas macroeconômicas: i) a política monetária (convencional ou não) havia atingido seu limite no estímulo a demanda agregada; ii) considerando que a expectativa era de uma recessão de longa duração, os estímulos fiscais teriam um longo tempo para produzir impactos benéficos.

Spilimbergo et al (2008) detalha de maneira mais objetiva sua posição em relação à política fiscal no contexto da crise. De acordo com os autores, os estímulos fiscais devem ser *urgentes* – devido à necessidade urgente de ação –, *grandes* – já que houve expressiva queda na demanda agregada –, *duradouros* – pois a crise e seus impactos perdurarão por anos –,

diversificados – devido às incertezas e ao desconhecimento do melhor instrumento de política a ser utilizado – *contingentes* – para indicar que novas medidas serão tomadas se necessário –, *coletivos* – todos os países que possuírem “espaço fiscal” devem utilizar estímulos dessa natureza –, e *sustentáveis* – para evitar a explosão de dívidas no longo prazo.

O multiplicador fiscal é outro argumento que foi utilizado em favor dos estímulos fiscais após a eclosão da crise. Blanchard et al. (2013) constatam que no caso da “*zero bound*” (taxa de juros em patamares bem baixos) os multiplicadores são potencialmente maiores. Ademais, grande parte dos autores do *mainstream* argumenta que as medidas de aumento no gasto público costumam ter multiplicadores maiores do que as relativas à redução de tributos. Portanto, as discussões acerca dos multiplicadores fiscais apontam para o caminho da possibilidade de um melhor posicionamento da política fiscal enquanto ferramenta de ajuste macroeconômico.

No segundo momento, o foco das recomendações do *mainstream* direcionou-se para a consolidação fiscal³⁶, após os altos níveis de dívida pública apresentados pelos países centrais. Blanchard et al. (2013, p.11) refletem a preocupação da teoria convencional com a sustentabilidade da dívida:

(...) when the acute danger appeared to have subsided, governments found themselves with much higher levels of public debt. Since then, the focus of fiscal policy discussions has been on fiscal consolidation

Tal preocupação é justificada pelos possíveis impactos que as altas dívidas públicas irão causar nas taxas de juros e, portanto, via “*crowding out*”, no investimento privado, e pelos riscos associados a níveis elevados de dívida, ou seja, qualquer aumento na taxa de juros pode levar o governo da solvência para a insolvência (Blanchard et al., 2013; Santos, 2011). Apesar do alerta para um *timing* apropriado das políticas de ajustes, a fim de não prejudicar a recuperação econômica dos países, as recomendações do *mainstream* reforçam que a ausência de ajuste fiscal também pode ter impacto negativo no crescimento econômico (Santos, 2011). Dessa forma, Blanchard et al. (2013) propõem o desenvolvimento de “regras fiscais” que auxiliem no controle do déficit público. É fundamental, portanto, que os países construam o “espaço fiscal” necessário

³⁶ Santos (2011) ressalta que a preocupação com o ajuste fiscal nos países que estão com altos níveis de dívida pública tornou-se intensa em 2010, mas mesmo no início da crise já existia o reconhecimento da necessidade de execução de estímulos fiscais no curto prazo que não comprometessem a sustentabilidade da dívida.

para as ações fiscais expansionistas (UNCTAD, 2012), preservando a sustentabilidade da relação dívida/PIB. Para isso, Blanchard et al (2010) e Claessens et al (2011) recomendam um ajuste fiscal significativo nos momentos de alta no ciclo a fim de criar maior espaço para ação dos estímulos fiscais em momentos de crise. A construção de melhores estabilizadores automáticos também é reivindicada pelos autores, com o intuito de evitar que políticas fiscais discricionárias distorçam os estímulos fiscais e prejudiquem a sustentabilidade da dívida³⁷.

De maneira geral, conforme ressalta Santos (2011, p. 152), a proposta do pensamento *mainstream* busca um equilíbrio entre “a disciplina fiscal e a flexibilidade para agir de maneira discricionária quando necessário”. Entretanto, embora este discurso sugira mudanças na política fiscal em relação ao período pré-crise, o que se viu de fato foi a opção pela disciplina fiscal, apoiada institucionalmente pelo FMI, que exigiu as políticas de austeridade como pré-condições para o suporte financeiro aos países atingidos pela crise na área do euro.

Por fim, o quadro abaixo resume os principais pontos de política econômica no pré-crise e no contexto da crise, evidenciando as “mudanças de rumo” nas discussões acerca da política monetária, prudencial e fiscal.

Quadro 1.1: Quadro-resumo das políticas econômicas no pré-crise e no contexto da crise

	Pré-Crise	Contexto da crise
Regulação Prudencial	<p>Regulação microprudencial:</p> <ul style="list-style-type: none"> -O risco é exógeno ao sistema - Foco em cada instituição - Correção de falhas de mercado e desenvolvimento da gestão de risco. 	<p>Regulação Macroprudencial:</p> <ul style="list-style-type: none"> - O risco é sistêmico e endógeno ao sistema financeiro. - Foco no sistema como um todo. - Duas dimensões: temporal (medidas contracíclicas) e transversal (análise das fragilidades de cada instituição). -Coordenação com a política monetária e controle de capitais.

³⁷ Uma análise mais aprofundada sobre as principais discussões do *mainstream* sobre as novas recomendações de política fiscal pode ser vista em Santos (2011).

<p>Política Monetária</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Principal instrumento: taxa nominal de juros - Objetivo principal: estabilidade de preços (Regime de Metas de Inflação). - Foco nos preços de bens e serviços, em detrimento dos preços dos ativos financeiros. 	<ul style="list-style-type: none"> - Taxa nominal de juros em níveis baixos. - Política monetária não convencional (exemplo: <i>quantitative easing</i>): conferir liquidez ao sistema. - Política de balanço do Banco Central - Coordenação com a regulação macroprudencial.
<p>Política Fiscal</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Papel secundário e subordinado à política de taxa de juros. - Âncora das expectativas dos agentes. - Não efetividade em estimular a demanda agregada: <i>crowding out</i> 	<p>Primeiro Momento</p> <ul style="list-style-type: none"> - Estímulos fiscais: importante elemento contracíclico e efeito no longo prazo - Maior importância com o patamar mínimo atingido pela taxa de juros - Desenvolvimento de melhores estabilizadores automáticos. <p>Segundo Momento</p> <ul style="list-style-type: none"> - Discussão acerca da consolidação fiscal.

Fonte: Elaboração própria.

1.4. AS LIMITAÇÕES DAS NOVAS RECOMENDAÇÕES SOB A ÓTICA KEYNESIANA

As mudanças nas recomendações de política econômica nos países centrais, apontadas acima, foram propostas dentro do arcabouço teórico do novo consenso. Ou seja, apesar de o pensamento *mainstream* revisar suas convicções acerca do *mix* de política econômica a ser adotado, as hipóteses que sustentavam a base teórica no pré-crise se mantiveram após as propostas de mudança ao longo da crise. Dessa forma, apesar de resgatar as ideias de Keynes e Minsky, entre outros autores fora do pensamento *mainstream*, o debate gerado pelos *policy makers* e pelo *mainstream* no contexto da crise não englobou as hipóteses fundamentais desses

autores. Portanto, o objetivo desta seção é evidenciar as limitações das novas recomendações por meio de um breve relato das propostas de política econômica no contexto da crise baseadas nas ideias de Keynes e Minsky.

As propostas no contexto da crise dos autores de tradição keynesiana (conhecidos como pós-keynesianos) foram feitas de acordo com o *framework* de uma economia monetária de produção, na qual a moeda e a incerteza possuem um papel fundamental. As expectativas dos agentes em relação aos rendimentos futuros de seus investimentos são permeadas pela incerteza³⁸ e a moeda, ativo líquido por excelência, se constitui como receptáculo da incerteza dos agentes econômicos (Keynes, 1936). Dentro desse conceito, o papel do Estado é fundamental para a manutenção dos níveis de renda e emprego desejados e a criação de um ambiente institucional favorável para os investimentos (Cunha et al, 2011). Para isso, a política macroeconômica deve ser coordenada a fim de desenvolver i) políticas fiscais que objetivem expansão da demanda efetiva e redução das desigualdades sociais; ii) uma política monetária flexível para estimular os níveis de consumo e investimento; iii) um mercado financeiro e de câmbio regulado para estabilizar os fluxos de capital e a taxa de câmbio (Cunha et al, 2011).

Seguindo a mesma linha, Skidelsky (2009) relata as três falhas explicitadas pela crise financeira global: i) institucional, que transformou os mercados financeiros desregulados em “cassinos”; ii) intelectual, baseada na teoria dos mercados eficientes que cancelava o cenário pré-crise ; iii) moral, fundada nos princípios de eficiência econômica e crescimento, em detrimento do desenvolvimento e bem estar social. A fim de combater as três falhas, o mix de política econômica escolhido deve partir da seguinte proposição: buscar um nível de demanda agregada suficiente para a manutenção do pleno emprego (Skidelsky, 2009). O regime de metas de inflação, ancorado na política de taxa de juros, é incompatível com o objetivo supracitado, e uma política fiscal keynesiana se faz necessária para estabilizar a atividade econômica em um alto nível (Skidelsky, 2009).

O “retorno da política fiscal” para o centro das discussões de política econômica serviu para que os economistas pós-keynesianos reforçassem sua posição crítica em relação ao novo consenso, a favor da política fiscal como instrumento permanente para o controle do nível

³⁸ A definição de incerteza utilizada aqui segue a visão de Keynes e está associada, portanto, à temporalidade da atividade econômica, à irreversibilidade (e interdependência) das relações dos agentes e à não-ergodicidade (ou seja não obedecem leis de distribuição estatísticas estáveis) dos processos econômicos e sociais (Carvalho, 1992). Sobre a noção de incerteza e de ergodicidade ver Dequech (1999) e Davidson (1999) respectivamente.

de renda e emprego. Arestis & Sawyer (2010) mostram que o uso de estímulos fiscais logo após a eclosão da crise sistêmica é uma grande oportunidade para se discutir um propósito para política fiscal. Os autores criticam as regras de balanço arbitrárias que estipulam percentuais de déficits ou superávits na área fiscal inconsistentes com a fase do ciclo econômico, e propõem um *functional finance* (“finanças funcionais”) ao invés do *sound finance* (“finanças adequadas”), que objetive um alto nível de demanda agregada e seja consistente com o pleno emprego.

Seguindo a teoria keynesiana, as propostas baseadas nos escritos de Minsky foram além do simples diagnóstico da crise como um “momento Minsky”, citado por alguns setores do *mainstream*³⁹. A Hipótese de Instabilidade Financeira (HIF) - teoria que aborda o impacto das dívidas sobre o sistema financeiro e a maneira pela qual essa dívida é “validada” (Minsky, 1992)⁴⁰ – explicita a instabilidade inerente ao funcionamento da economia capitalista e serve como base para as propostas de reforma do sistema financeiro no contexto da crise dos autores “minskyanos”.

O *Big Bank* e o *Big Government* são fundamentais para a reforma do sistema financeiro e para a implementação de políticas que visem o pleno emprego. O *Big Bank* deve agir não apenas como prestador de última instância, mas também oferecer recursos aos intermediários financeiros (“janela de desconto”) de maneira permanente (Kregel, 2013). Os bancos não devem se tornar “*too big to fail*”, a fim de diminuir a potencialidade do caráter sistêmico nos períodos de instabilidade, e o controle das instituições financeiras deve ser “*cash flow-oriented*”, ou seja, focado na análise das posições passadas, presentes e futuras de cada instituição, o que melhora a identificação de possíveis pontos de fragilidade financeira (Kregel, 2013). Portanto, tendo em vista que o grande risco dos bancos é a validação de práticas financeiras que agravam o risco sistêmico, deve-se “controlar, restringir e talvez proibir” tais práticas que potencializam as fragilidades do sistema financeiro (Kregel, 2013).

O *Big Government*, por sua vez, deve atuar em conjunto com o *Big Bank* no suporte à reforma do sistema financeiro e buscar diretamente o pleno emprego. De acordo com os autores minskyanos, o Estado tem que se configurar como “empregador de última instância” com políticas de garantia de emprego (“*Job Guarantee*”). Esse objetivo é alcançado por meio de uma

³⁹ Conforme Kregel (2013), “Minsky became fashionable in explaining the crisis, but his work has not been used in responding to it”

⁴⁰ “*The financial instability hypothesis, therefore, is a theory of the impact of debt on system behavior and also incorporates the manner in which debt is validated*” (Minsky, 1992, p. 6)

política fiscal caracterizada pelo *functional finance*, citado acima, que gere renda por meio da criação e garantia de emprego a todos (Kregel, 2013).

1.5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente capítulo procurou entender as mudanças nas recomendações de política econômica do *mainstream* no contexto da crise financeira global. Primeiramente, contextualizou-se a emergência dos Novos Clássicos e Novos Keynesianos como escolas chave na base teórica das ações dos *policy makers*. Mostrou-se também a estrutura teórica dessas duas escolas, bem como suas propostas de política econômica, e a convergência dessas estruturas no modelo do Novo Consenso (ou Nova Síntese Neoclássica), que serviu de base para as recomendações de política econômica do *mainstream*, por meio dos organismos que o representam. Grande parte dos países desenvolvidos passou a adotar o mix de política econômica proposto pela Nova Síntese e que se caracteriza pela: i) centralidade da política monetária no controle do nível de preços e de produto; ii) desregulamentação dos mercados e regulação microprudencial; iii) política fiscal como instrumento secundário de controle da demanda agregada.

A crise financeira ensejou mudanças nas ações dos *policy makers* e provocou uma “reação teórica” por parte do *mainstream*. Além do uso de políticas anticíclicas, foram necessárias medidas não convencionais a fim de conter a espiral deflacionária, a insolvência das instituições financeiras e a queda acelerada do produto. No campo teórico, o *mainstream* e os organismos multilaterais reconheceram a incapacidade das políticas econômicas praticadas no pré-crise em lidar com as consequências da crise. Ademais, as novas recomendações de política econômica oferecem um *framework* (quadro de referência) teórico importante das medidas adotadas pelos países avançados e emergentes no contexto da crise. Essas mudanças, tanto na ação prática quanto em âmbito teórico, foram evidenciadas e detalhadas na seção 1.2.

Apesar das limitações teóricas das propostas de mudanças na política econômica, explicitadas na seção 1.3, as novas recomendações englobaram os principais movimentos dos *policy makers* no contexto da crise. Portanto, o entendimento das novas propostas listadas acima é importante para a compreensão das mudanças de política econômica no Brasil, que serão vistas no capítulo 3. Porém antes, é necessário compreender as especificidades que condicionaram a mudança de política econômica nos países emergentes no período 2008-2012.

2. AS MUDANÇAS DE POLÍTICA ECONÔMICA E A RECUPERAÇÃO DOS PAÍSES EMERGENTES NO CONTEXTO DA CRISE FINANCEIRA GLOBAL

INTRODUÇÃO

Conforme visto no capítulo 1, os desequilíbrios gerados pela crise financeira global de 2008 suscitaram propostas de mudanças de política econômica a nível global. Entretanto, tais mudanças não ocorreram de maneira uniforme entre os países. No caso dos países emergentes, os dilemas de política econômica destacados nas discussões do *mainstream* não consideram as assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional, que condicionam a condução de política econômica desses países. Essas assimetrias, combinadas com a instabilidade inerente aos mercados desregulados, característicos da globalização financeira, geram impactos profundos sobre as economias emergentes e limitam a autonomia de suas políticas monetária, fiscal e cambial:

Viewed from the perspective of developing countries, the combination of market instability and basic asymmetries in the international order means that the current system poses either the threat of strong volatility and contagion effects, or that of marginalization from financial markets (Ocampo, 2001, p.7)

A crise financeira internacional – que se originou no mercado de títulos dos Estados Unidos vinculados às hipotecas *subprime* em julho de 2007 – converteu-se em fenômeno sistêmico após a falência do banco de investimento *Lehman Brothers*, em meados de setembro de 2008, e contaminou indiscriminadamente as economias emergentes, atingindo mesmo aquelas com fundamentos macroeconômicos considerados saudáveis (contas externas e públicas controladas e inflação baixa) e elevados volumes de reservas internacionais (Prates, 2011). O efeito contágio da crise sobre as regiões emergentes ocorreu por meio de vários canais de transmissão – derivados das interconexões entre as economias dos países desenvolvidos e emergentes –, sendo o principal deles, o mercado de câmbio, reflexo das assimetrias monetária e financeira que permeiam tais economias.

O objetivo desse capítulo é analisar as políticas econômicas e a recuperação dos países emergentes no contexto da crise financeira global. Para tal propósito, analisar-se-á,

primeiramente, os conceitos de assimetria monetária, que caracteriza o sistema monetário internacional, e de assimetria financeira, geradores da assimetria macroeconômica observada nos países emergentes. Em seguida, será analisado o comportamento dos países emergentes no período pré-crise, entre 2003 e 2007, quando se verificaram elevadas taxas de crescimento decorrentes de um cenário favorável nas finanças e no comércio mundial, mediante análise de quatro regiões: América Latina, Ásia, Europa Central e do Leste, Comunidade dos Estados Independentes (CEI). Por fim, serão analisados os fatores que condicionaram as mudanças de política econômica nos países emergentes no contexto da crise financeira global e os desafios de política econômica frente aos novos desequilíbrios decorrentes do retorno dos fluxos de capitais e da retomada da trajetória de alta dos preços das commodities em 2009.

2.1. ASSIMETRIAS MONETÁRIA E FINANCEIRA

A resposta de política econômica dos países emergentes no contexto da crise foi condicionada por um fator estrutural fundamental, que impede uma comparação direta com as ações dos países avançados no período. A volatilidade dos preços-chave das economias emergentes e a reduzida autonomia de política econômica de seus governos decorre fundamentalmente do caráter assimétrico do Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI), caracterizado por uma hierarquia entre as moedas a nível internacional (Carneiro, 1999; Prates, 2002). Tal caráter assimétrico e suas implicações serão analisados nessa seção, a partir de uma abordagem de diversos autores da Unicamp – Belluzzo (1997), Carneiro (1999), Prates (2002) e De Conti (2011).

A posição de cada moeda no sistema monetário internacional dependerá do seu grau de liquidez, ou seja, da capacidade destas diferentes moedas nacionais de desempenhar suas funções em âmbito internacional - meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor (De Conti, 2011). Entretanto, conforme ressalta De Conti (2011, p.13) “diversos autores trabalham com essas três funções, mas defendem a importância de se estabelecer nas análises uma diferenciação entre os usos privados e públicos da moeda”. Dessa forma, as três funções da moeda são decompostas em seis. No caso do uso privado, a moeda possui a função de moeda de pagamento, moeda de denominação e moeda de investimento (financiamento); no caso do uso público (Bancos Centrais e Autoridade Monetária) as funções são divididas em moeda de

intervenção (no mercado de câmbio principalmente), moeda de referência (âncora) e moeda reserva (De Conti, 2011). Prates (2002) e Carneiro (1999) propõem que nem todas as moedas possuem capacidade de exercer suas funções em âmbito internacional, caracterizando, portanto, o caráter assimétrico e hierarquizado do SMI. A moeda que desempenha todas as seis funções no plano internacional - caso do dólar e do euro - torna-se, na definição utilizada por Aglietta (1986), uma divisa. Já as moedas que não realizam nenhuma de suas funções internacionalmente são denominadas por De Conti (2011) “moedas periféricas”.

O uso internacional da moeda é determinado por diversos fatores estruturais, preponderantemente ligados ao lado da oferta (De Conti, 2011)⁴¹. Ou seja, são as características dos países emissores das distintas moedas – e não dos agentes internacionais demandantes dessas moedas - que determinam o uso internacional das moedas (De Conti, 2011). Os determinantes podem ser organizados, utilizando a classificação proposta por De Conti (2011), em cinco grupos, dos quais três se destacam⁴²:

i) *O tamanho da economia nacional e a integração com a economia mundial*: de acordo com De Conti (2011, cap.1), os países cujas moedas são líquidas internacionalmente em geral possuem PIBs e correntes de comércio e financeira – indicadores de integração – maiores que os demais países possuidores de moedas periféricas.

ii) *Poder geopolítico*: de acordo com Prates (2002), Herr (2006) e De Conti (2011), as relações de poder influem na posição de uma moeda no SMI. Os países mais poderosos podem impor o uso de suas moedas por meio da participação decisória em organismos multilaterais e do poder militar, dentre outras formas de imposição (De Conti, 2011).

iii) *Voluntarismo político*: conforme De Conti (2011, p. 63) “um país que reúna as condições (...) para internacionalização de sua moeda pode interferir no processo por meio de políticas públicas com essa finalidade”. O exemplo mais explícito nesse caso são os Estados Unidos, que sempre promoveram o uso internacional do dólar, por meio do Acordo de Bretton Woods, da “política do dólar forte” no final da década de 1970, entre outras medidas.

⁴¹Essa dissertação utiliza a mesma interpretação utilizada por De Conti (2011), que considera preponderantes os fatores ligados à oferta, em detrimento dos fatores ligados à demanda.

⁴²Os outros dois grupos de fatores considerados pela revisão bibliográfica de De Conti (2011) são: i) instituições fortes e/ou favoráveis; ii) política econômica responsável. De acordo com De Conti (2011, p.74) o efeito do primeiro fator no fortalecimento do uso de uma moeda é secundário, “já que a abertura financeira e a liberalização cambial podem, por vezes, reduzir o uso da moeda nacional, mesmo em âmbito doméstico”. Já em relação ao segundo fator, o sentido de causalidade é inverso, já que a prática de uma política econômica “responsável” depende da capacidade de uma moeda exercer suas funções no plano internacional (De Conti, 2011).

A assimetria monetária descrita acima é intrinsecamente vinculada à assimetria financeira (Prates, 2002; Cintra & Prates, 2011). Essa, por sua vez, possui duas dimensões: i) os fluxos de capitais direcionados para os países emergentes são determinados por uma dinâmica exógena a esses países, que estão permanentemente vulneráveis a sua reversão, por meio de mudanças na fase do ciclo econômico – com aumento da preferência pela liquidez dos investidores globais – e alterações na política monetária dos países emissores de divisas; ii) a inserção marginal dos países periféricos nos fluxos de capitais globais. A participação dos ativos emitidos por esses países nos portfólios dos investidores residentes em economias avançadas é residual⁴³. Porém, ao mesmo tempo, o volume dos fluxos provindos dos investidores globais para os países emergentes não é marginal em relação ao tamanho de seus mercados.

Seguindo as definições acima, os diferentes graus de liquidez das moedas em âmbito internacional implicam diferentes taxas de remuneração dos ativos nelas denominados (De Conti, 2011). No caso das moedas periféricas, sua condição ilíquida no plano internacional exige maior remuneração de seus ativos, pois há incertezas inerentes às moedas que não possuem a “liquidez da divisa”. Porém, nos momentos de euforia dos ciclos de liquidez, os agentes demonstram, de maneira pró-cíclica, grande apetite ao risco e baixa preferência pela liquidez, o que resulta em uma busca pelo rendimento (*search for yield*) e a ilusão de que as moedas periféricas se tornaram líquidas internacionalmente.

Tal percepção é ilusória principalmente por dois motivos. Primeiro, de acordo com a definição de assimetria financeira, os determinantes dos fluxos de capitais são preponderantemente exógenos aos países emissores de moedas periféricas, ou seja, o comportamento desses fluxos obedece ao momento do ciclo econômico mundial e ao nível de taxa de juros do país emissor da moeda chave (Prates, 2002). Isso implica que nos momentos de reversão do ciclo de liquidez, os agentes abandonam a estratégia “*search for yield*” e buscam a liquidez da divisa (De Conti, 2011). Segundo, algumas características erroneamente atribuídas à liquidez da moeda são, na verdade, referentes a outro conceito, a liquidez dos mercados, que diz respeito “às condições em que um ativo é transacionado em determinado mercado” (De Conti, 2011, p. 171). Tais condições são determinadas pelas instituições que atuam no mercado, pelo

⁴³ Deve-se ressaltar, entretanto, que a participação dos ativos de países emissores de moedas periféricas nos portfólios dos grandes investidores aumentou, principalmente após o retorno dos fluxos de capitais no período pós-crise.

seu tamanho, pelos históricos de transações realizadas e, por fim, pelos agentes participantes do mercado (De Conti, 2011).

Portanto, a divisão entre os grupos de moedas que desempenham suas funções em âmbito internacional é intransponível no curto prazo, devido ao seu caráter estrutural. Somente a liquidez de mercado é passível de mudanças no curto prazo, porém apenas no interior de cada grupo de moedas. É errôneo pensar que o aprofundamento da abertura financeira e liberalização dos mercados possui impactos positivos sobre a liquidez da divisa. Essa relação muitas vezes é negativa, já que a abertura financeira pode fragilizar o desempenho de algumas funções da moeda em âmbito interno, causando mais instabilidade aos países de moedas periféricas (De Conti, 2011).

A iliquidez das moedas periféricas em âmbito internacional faz com que a demanda especulativa por essas moedas predomine no mercado financeiro. Adicionalmente, o caráter assimétrico do SMFI faz com que a dinâmica pró-cíclica e instabilizadora do capital financeiro – decorrente do processo de globalização financeira - afete de forma mais adversa os países emergentes. Assim, se em momentos de otimismo, os agentes estão dispostos a investir em ativos que não possuam a liquidez da divisa, nos momentos de elevada incerteza, derivada da instabilidade do mercado financeiro, há uma elevada preferência pela liquidez da divisa⁴⁴ (De Conti, 2011). Portanto, tais assimetrias exacerbam a amplitude das variações das taxas de câmbio das moedas periféricas, pois “a relação entre os fluxos de capitais financeiros e o *turnover* nos mercados cambiais é radicalmente maior nesses países” (De Conti, 2011, p.184).

Ademais, de acordo com Andrade & Prates (2013) a instabilidade da taxa de câmbio nos países emergentes, em razão da condição ilíquida de suas moedas no plano internacional, afeta a relação entre a taxa de juros doméstica e a externa, implicando um alto prêmio de risco em relação à moeda-chave. Assim, a volatilidade da taxa de câmbio dos países emergentes gera grande volatilidade nas taxas de juros desses países (Prates, 2002; De Conti, 2011). Além disso, os componentes da taxa de juros, elencados por De Conti (2011)⁴⁵, contribuem para a variabilidade desse preço-chave. De acordo com o autor, a taxa de juros dos países periféricos é composta – não de forma exclusiva - pela taxa de juros do emissor da moeda-chave; pelo prêmio

⁴⁴ De acordo com De Conti (2011), mudanças na psicologia do mercado também podem alterar as taxas de câmbio sem que os fluxos de capitais oscilem. Isso ocorre quando altera-se as taxas de câmbio futura, por meio de mecanismos de arbitragem, o que impacta o mercado a vista da moeda em questão.

⁴⁵ Deve-se ressaltar a ênfase do autor de que os componentes das taxas de juros considerados não contemplam todos os determinantes do preço-chave.

de iliquidez associado à posse de títulos denominados em moedas periféricas; e por fatores ligados à liquidez de mercado: o risco país, que “indica o prêmio adicional que deve ser pago pelo emissor do título pelos riscos que a posse do ativo significará para seu detentor” (De Conti, 2011, p.178); e a variação cambial esperada (De Conti, 2011)⁴⁶.

A maioria dos componentes da taxa de juros é exógena aos países emergentes, pois são determinados pelas assimetrias monetária e financeira. Entretanto, os prêmios de risco são em parte ligados a características das economias nacionais, entre elas a liquidez de mercado (De Conti, 2011). Esse componente endógeno pode se tornar um importante instrumento para se reduzir a volatilidade das taxas de juros e também das taxas de câmbio, em razão das mudanças na liquidez de mercado.

Portanto, as assimetrias monetária e financeira “(...) implicam assimetria macroeconômica, a qual diz respeito aos diferentes graus de autonomia de política dos países que integram o sistema” (Prates, 2002, p. 150). Essa dificuldade na condução da política econômica dos países emergentes devido à condição ilíquida de suas moedas em âmbito internacional raramente é considerada nas recomendações de política econômica pelas organizações multilaterais, que seguem as orientações do *mainstream*. Ademais, a dificuldade faz com que a política cambial se torne essencial, e ao mesmo tempo complexa, nos países periféricos, na luta contra a volatilidade cambial exacerbada. Isso implica perda de autonomia na política econômica, e principalmente, de política monetária, sujeita às instabilidades da taxa de cambio (De Conti, 2011). Nesse contexto, os países periféricos convivem na verdade com uma “dualidade impossível” (Flassbeck, 2001), pois a abertura financeira em si já restringe a autonomia de política monetária, independentemente do regime cambial adotado (De Conti, 2011, p. 188).

⁴⁶ De Conti (2011, p. 177) propõe a desagregação da taxa de juros de um país nos seguintes elementos:

i^* = taxa básica de juros da economia mundial

PI = prêmio pela iliquidez

RP= risco-país

VC = variação cambial esperada

Tal proposta diferencia-se, portanto, da teoria da paridade descoberta das taxas de juros, pois incorpora a “questão essencial da liquidez internacional das moedas” (De Conti, 2011, p.177).

2.2. AS INSERÇÕES COMERCIAL E FINANCEIRA E AS ESTRATÉGIAS DE POLÍTICA ECONÔMICA DOS PAÍSES EMERGENTES NO PRÉ-CRISE

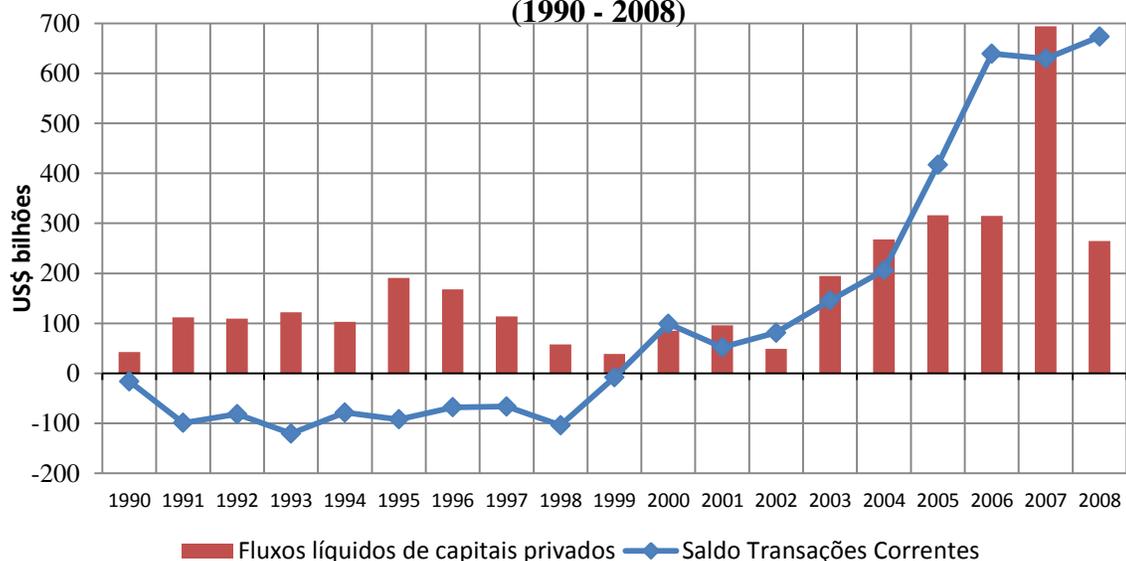
A partir da segunda metade da década de 1980, no contexto da globalização financeira (caracterizada em linhas gerais no capítulo 1), os países emergentes iniciaram ou aprofundaram a abertura comercial e financeira, as privatizações e as reformas pró-mercado. Essas iniciativas agravaram o cenário de instabilidade macroeconômica – derivada do caráter assimétrico dos sistemas monetário e financeiro internacional – o que tornou diferentes países, mesmo aqueles com sólidos fundamentos macroeconômicos, suscetíveis a movimentos especulativos capazes de instabilizar os preços-chave do sistema (Oliveira, 2012). Este cenário de instabilidade macroeconômica pode ser dividido, a partir da década de 1990 até o começo da crise financeira global em 2007, em três períodos que remetem ao movimento dos fluxos líquidos de capitais privados (Gráfico 2.1): 1990-1996, que representa fase de alta do primeiro ciclo dos fluxos de capitais no contexto da globalização financeira – apesar de distúrbios relevantes durante o período, como a crise mexicana; 1997-2002, período referente às crises que afetaram grande parte dos mercados emergentes; 2003-2007, fase de alta do segundo ciclo dos fluxos de capitais. Portanto, para se compreender o período de instabilidade iniciado em 2007, é necessário analisar as características da inserção dos países emergentes na fase de boom anterior.

Entre 2003 e 2007 a economia mundial cresceu de forma intensa e vivenciou a fase mais favorável das últimas quatro décadas, porém com graves desequilíbrios, explicitados com a crise financeira global. O cenário positivo se refletiu nos países emergentes, que apresentaram elevadas taxas de crescimento, fortemente relacionadas ao aumento da disponibilidade de financiamento externo, à expansão dos fluxos comerciais, e à fase de alta do ciclo dos preços das *commodities* (Prates, 2011). A expansão da liquidez internacional destinada às economias “emergentes” e “em desenvolvimento” se deu sob um contexto de expressiva flexibilização da política monetária norte-americana – que se iniciou em 2001 -, e do surgimento de oportunidades atrativas de acumulação na periferia, impulsionadas pela consolidação da China como polo econômico mundial.

A chamada segunda trajetória de expansão dos fluxos de capitais é explicitada no Gráfico 2.1, que mostra volumes recordes de fluxos líquidos de capitais privados no período. O saldo em transações correntes também apresentou grande salto no período analisado. A forte

expansão dos fluxos de capitais para os países emergentes é reflexo da baixa aversão ao risco e preferência pela liquidez por parte dos investidores globais, que, impulsionados pelas baixas taxas de juros dos países avançados, direcionaram-se para os mercados emergentes, que ofereciam altos retornos, principalmente em títulos de renda fixa e ações. O comportamento do saldo em transações correntes, por sua vez, decorre de fatores diversos – beneficiados pelo crescimento econômico do período - dentre os quais o boom nos preços das commodities, principalmente no caso da América latina, e o aumento da exportação de bens manufaturados, no caso dos países asiáticos.

Gráfico 2.1 - Fluxos líquidos de capitais privados e saldo em transações correntes - Economias emergentes e em desenvolvimento (1990 - 2008)



Fonte: World Economic Outlook Database. Elaboração

Conforme ressalta Oliveira (2012), no acumulado do período entre 2003 e 2007, o conjunto dos países emergentes e em desenvolvimento recebeu US\$ 1,64 trilhão dos fluxos líquidos de capitais privados, sendo 34,4% para as economias asiáticas em desenvolvimento; 30,3% aos países da Europa Central e do Leste; 14,6% aos países da Comunidade dos Estados Independentes (CEIs); e 13,3% aos países latino-americanos. Os dados mostram uma diferença em relação à primeira trajetória de expansão, entre 1990 e 1996, quando se observou a concentração dos fluxos de capitais nas economias latino-americanas e asiáticas. Portanto, a

análise das estratégias de política econômica pré-crise e no contexto da crise financeira global nos países emergentes será realizada para os quatro subgrupos que se destacaram como destinos dos fluxos líquidos de capitais privados no boom de 2003 a 2007.

Conforme aponta Prates (2012a), a inserção comercial e financeira desses subgrupos de países emergentes no período pré-crise (2003 à 2007), diferenciou-se em relação a um conjunto de fatores, dentre os quais se destacam: i) o regime cambial adotado; ii) o grau de abertura financeira; iii) as características dos sistemas financeiros domésticos; iv) e as estruturas das pautas de importação e exportação.

Ademais, as políticas econômicas dos países nas regiões selecionadas apresentaram, de maneira geral, um caráter pró-cíclico, no que tange à política monetária, e um caráter anticíclico em relação à política cambial. Essa estratégia defensiva em relação à política cambial foi reflexo das crises que atingiram os países emergentes na década de 1990. Nesse contexto, os regimes de câmbio administrado (fixo ou bandas cambiais) cederam lugar aos regimes flutuantes, com graus diferentes de intervenção na América Latina e na Ásia (Cintra & Prates, 2011). Os bancos centrais passaram a intervir no mercado de câmbio mediante a compra de divisas, a fim de garantir uma taxa de câmbio mais competitiva - o chamado “motivo mercantilista” - e/ou ampliar a capacidade de sustentação da liquidez externa nos momentos de reversão dos fluxos de capitais - estratégia defensiva conhecida como “demanda precaucional” de reservas (Aizenman, Lee & Rhee, 2004; Rodrik, 2006). Entretanto, apesar das mudanças, grande parte dos países latino-americanos e asiáticos aprofundou ainda mais o grau de abertura financeira no boom do ciclo de liquidez que se iniciou em 2003 (Prates, 2012a).

2.2.1. AMÉRICA LATINA

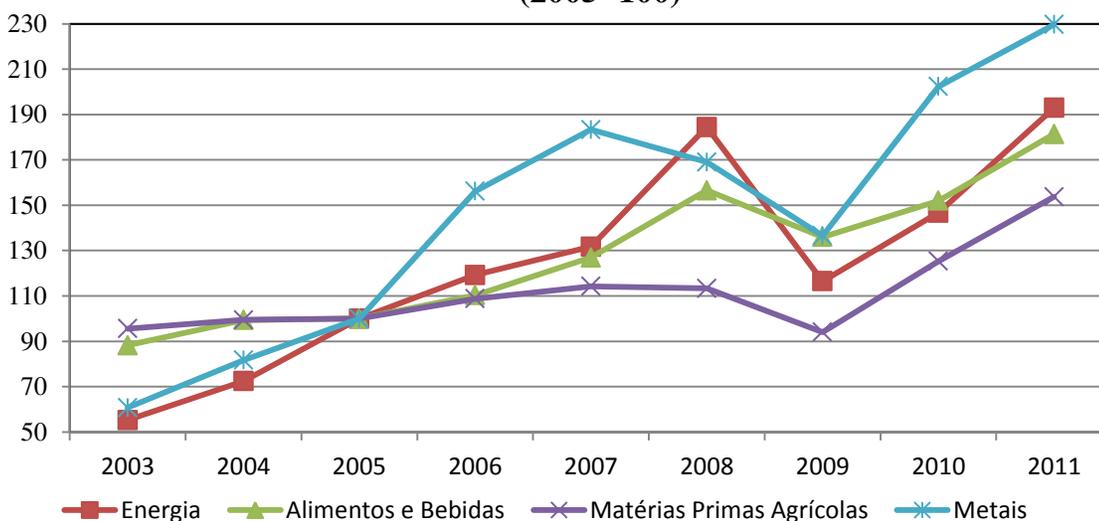
O boom observado entre 2003 e 2007 na América Latina representou o período de mais forte crescimento desde o longo auge do pós-guerra e sucedeu uma fase de crises e desempenho econômico medíocre⁴⁷. De acordo com Ocampo (2007) a explicação para esse resultado deve ser procurada basicamente nas condições excepcionais da economia internacional no período, que beneficiaram os países latino-americanos por meio de dois canais: i) melhora dos

⁴⁷ De acordo com Ocampo (2007) o período entre 1998 e 2002 pode ser denominado como meia década perdida, em decorrência das crises (Brasil e Argentina) e difícil recuperação dos países latino-americanos.

termos de troca, propiciada pela alta dos preços das matérias primas, que impulsionou o saldo comercial e de transações correntes; ii) e as ótimas condições do financiamento externo, que fomentaram os mercados financeiros da região e possibilitaram estratégias de política diferentes, como, por exemplo, a acumulação de reservas internacionais.

A bonança dos preços das matérias-primas no período atingiu todos os grupos de commodities, porém se concentrou nos hidrocarbonetos e nos produtos minerais – em particular, minério de ferro, cobre e estanho (Gráfico 2). De acordo com Ocampo (2007), em 2006 os preços dos metais estavam 76% acima da média do período 1945-1980, patamar nunca antes alcançado; já no caso dos produtos agrícolas, os preços estavam 41% abaixo dos níveis de 1945-1980. A partir de 2007, petróleo e alimentos passaram a registrar os aumentos mais expressivos e forte volatilidade, atingindo níveis recordes em meados do mês de julho de 2008 (Freitas, 2009a). A incerteza dos investidores em relação à crise do *subprime* impactou negativamente os mercados futuros de *commodities* e interrompeu a trajetória de alta dos preços a partir de agosto de 2008 (Freitas, 2009a; Akyuz, 2011; Prates, 2011). Entretanto, já em janeiro de 2009 os preços dos produtos primários voltaram a subir, alcançando valores ainda maiores que os verificados até 2008 (Prates, 2011; Gráfico 2.2).

Gráfico 2.2 - Índice de Preço dos grupos de commodities (2005=100)



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Outubro 2012. Elaboração Própria

De acordo com Freitas (2009a, p. 114) e Prates (2007), há múltiplas razões por trás dessa elevação da cotação de várias commodities, que se inter-relacionam e se realimentam de modo complexo. Segundo (Freitas, 2009a) um dos principais fatores explicativos para a alta dos preços das commodities no período 2003-2007 foi a existência de desequilíbrios entre oferta e demanda. Vale ressaltar que o ritmo da economia global tem influência fundamental sobre os preços das commodities, já que muitas são insumos da produção industrial. A lenta resposta dos produtores – principalmente em relação a commodities metálicas e ao mercado de petróleo - aos sinais de recuperação econômica global não acompanhou o crescimento acelerado dos países emergentes no período, em particular da Ásia. Tal fato resultou num nível muito baixo dos estoques, o qual reforçou o movimento de alta pró-cíclica dos preços (Prates, 2007).

Outro fator importante que explica a elevação dos preços das commodities – e que está relacionado às baixas taxas de juros norte-americanas e de outras economias centrais no período – é o enfraquecimento do dólar, moeda na qual se denomina os produtos primários (Freitas, 2009a; Prates, 2007a). Com a desvalorização da moeda-chave, observou-se um realimento dos preços de grande parte das commodities, principalmente do petróleo, a fim de neutralizar as perdas cambiais⁴⁸. Adicionalmente, a ampla liquidez internacional, vigente desde o final de 2002, fomentou as aplicações especulativas nos fundos de commodities, dando o caráter financeiro do boom observado. Os fundos de commodities receberam volumes elevados de recursos no período de boom em um cenário de busca por oportunidades de investimento lucrativas⁴⁹ (Prates, 2007a). Portanto, ao que tudo indica, “se formou uma bolha especulativa no mercado futuro de commodities a qual alimentou a alta dos preços à vista que, por sua vez, reforçou a alta dos preços futuros” (Prates, 2007a, p. 335). Esse processo se intensificou em 2007, com a eclosão da crise subprime, já que os fundos de investimento especulativos e outros investidores institucionais direcionaram ainda mais suas apostas para os mercados de commodities e seus derivativos. Esse movimento de busca de alto retorno nesses mercados para compensar a perda com os demais ativos financeiros contaminou os preços dos cereais e do petróleo, que se elevaram de forma expressiva em 2007 (Gráfico 2) (Freitas, 2009a).

⁴⁸ O realinhamento nos preços das commodities foi muito importante no caso do petróleo, que, por sua vez, influenciou o preço dos alimentos, já que fomentou a produção de biocombustíveis (fonte alternativa aos derivados de petróleo) e aumentou o custo de produção das commodities agrícolas, em decorrência da elevação dos preços dos fertilizantes e do transporte (Freitas, 2009a).

⁴⁹ De acordo com Cepal (2008), entre 2002 e 2008, os investimentos nos fundos baseados nos produtos básicos foram de menos de 15 bilhões de dólares a mais de 260 bilhões de dólares.

A importância fundamental do *boom* das commodities no superávit em transações correntes observado entre 2003 e 2007 não provocou mudanças estruturais na região latino-americana. De acordo com Ocampo (2007), dois pontos matizam o impacto positivo desse saldo. Primeiramente, ele concentrou-se em sete países, sendo cinco deles petrolíferos ou mineiros (Bolívia, Chile, Venezuela, e Peru) e dois com estruturas exportadoras mais diversificadas (Argentina e Brasil). No Brasil, em particular, esta situação se mostrou frágil, já que a conta corrente se tornou deficitária em 2008. Segundo, o saldo de transações correntes, ajustado pela melhoria dos termos de troca, se tornou negativo a partir de 2005 nos países latino-americanos, num rápido processo de deterioração até 2007.

No caso do financiamento externo, a expansão da liquidez internacional teve diversos desdobramentos nos países latino-americanos. De acordo com Ocampo (2007), ao considerarmos a natureza dos fluxos financeiros de 2003 a 2006 das sete maiores economias latino-americanas⁵⁰, observa-se o aumento das reservas internacionais, do lado dos ativos, e a forte variação na composição dos passivos, essencialmente guiada pela redução do endividamento e pela elevação dos passivos de carteira⁵¹. Os fluxos de Investimento Direto Externo (IDE) continuaram sendo a principal modalidade de recurso externo, atraídos não somente pelo desempenho dos setores produtores de commodities, mas também pelo dinamismo do mercado interno das principais economias da região – Brasil, México e Argentina (Prates, 2010).

Esse comportamento do balanço externo das economias da região foi impulsionado pela redução expressiva dos prêmios de risco dos emissores soberanos e privados dos principais países latino-americanos no período, que superou com folga o aumento das taxas de juros de referência de longo prazo a partir de setembro de 2004, referentes aos títulos do tesouro norte-americano (Ocampo, 2007). Ademais, depois da perturbação que caracterizou os mercados no segundo trimestre de 2006⁵², a entrada de capital se tornou maciça durante o “segundo período de exuberância” (Ocampo, 2007, p. 91), se dirigindo principalmente para o Brasil, que recebeu, entre o último trimestre de 2006 e o primeiro semestre de 2007, aproximadamente dois terços dos

⁵⁰ Nesse período as sete maiores economias são Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela (Ocampo, 2007).

⁵¹ No lado dos ativos, as reservas internacionais saltaram de 8,7% do PIB em 2003 para 10,6% do PIB em 2006. No caso dos passivos em carteira (ou seja, excluindo o investimento externo direto), o investimento em ações saltou de 7,5% do PIB em 2003 para 13,7% do PIB em 2006, enquanto o endividamento caiu de 16,6% do PIB em 2003 para 11,5% do PIB em 2006 (Ocampo, 2007).

⁵² De acordo com UNCTAD (2006), o segundo trimestre de 2006 foi marcado por grande volatilidade nos mercados de ações e de câmbio das economias emergentes. Esse cenário decorreu das incertezas, por parte dos investidores estrangeiros, geradas pelo aumento da taxa de juros norte-americana.

100 bilhões de dólares referente ao excedente do balanço de pagamento e proveniente da conta financeira⁵³ (Ocampo, 2007).

Este cenário gerou grande volatilidade nas taxas de juros e de câmbio das economias latino-americanas – que variaram conforme a retração e expansão dos fluxos de capitais e mostraram alta correlação com as margens de risco – e explicitou as assimetrias monetária, financeira e macroeconômica de tais países. Ademais, a excessiva valorização cambial nesse período de boom, verificada principalmente no Brasil e na Colômbia foi impulsionada pelo mercado futuro de câmbio⁵⁴, os fluxos de capitais especulativos se fizeram presentes e desempenharam um papel crucial - principalmente nos dois países supracitados. (Ocampo, 2007).

Ademais, o pequeno grau de autonomia das políticas monetária e cambial dos países latino-americanos reduziu-se ainda mais com a intensificação da abertura da conta financeira, juntamente com a desregulamentação do sistema financeiro doméstico. Dessa forma, num contexto de abundância de capitais, as políticas monetárias e creditícias se mostraram ligeira ou pronunciadamente pró-cíclicas, embora haja especificidades entre os países latino-americanos (Ocampo, 2007). As taxas de juros no mercado interbancário declinaram expressivamente no Brasil e Venezuela, e o crédito ao setor privado – como proporção do PIB – se elevou em todos os países listados na tabela 2.1, com destaque para Brasil e Colômbia.

Entretanto, em 2007 e no primeiro semestre de 2008, as cotações das commodities mantiveram sua trajetória altista, e geraram pressões inflacionárias nos países latino-americanos, levando grande parte dos bancos centrais a adotar políticas monetárias restritivas – aumento da taxa básica de juros, medidas de controle do crédito, entre outros instrumentos (Prates, 2010).

⁵³ Ocampo (2007) utiliza o termo antigo “conta de capital” para referir-se à conta financeira.

⁵⁴ Para maiores detalhes sobre o papel do mercado de derivativos na apreciação da moeda brasileira, ver Prates & Fritz (2013), Rossi (2011) e Farhi (2010).

Tabela 2.1: Indicadores monetários e creditícios (variação 2003-2006)

	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru	Venezuela
Varição da taxa nominal interbancária (p.p.)	3,5	-8,1	2,3	-0,5	0,7	2,0	-8,0
Crédito ao setor privado (Variação como % do PIB)	2,3	7,3	1,6	10,7	3,7	-3,0	3,9

Fonte: Ocampo (2007)

Já a gestão da política cambial na América Latina foi heterogênea, sob um contexto de regime de flutuação suja, que se tornou predominante na região após as crises financeiras da década de 1990. De maneira geral, a opção dos países latino-americanos por regimes intermediários de taxa de câmbio administrada, com intervenção ativa nos mercados cambiais – o que era, a princípio, contra as recomendações ortodoxas no final daquela década de adoção de dois regimes extremos, seja a livre flutuação, seja as paridades cambiais rígidas – sugere que há um objetivo cambial implícito no manejo da política econômica (Ocampo, 2007).

No caso da Argentina, optou-se pela manutenção de uma taxa de câmbio competitiva, favorável as exportações. Já no Brasil, México e Chile, onde o regime de câmbio flutuante é um dos pilares do sistema de metas de inflação, a apreciação cambial foi utilizada para atingir as metas estipuladas – estratégia que não comprometeu a balança comercial desses países devido à melhora dos termos de troca e ao aumento das quantidades exportadas no caso das commodities (Prates, 2011; Prates & Cunha, 2008). Em ambos os casos, a estratégia de acumulação de reservas foi utilizada, dado o contexto de superávit em transações correntes e volumes expressivos de fluxos líquidos de capitais. Ademais, conforme ressalta Ocampo (2007, p.96) e Prates (2006, p. 128), as condições de liquidez favoráveis possibilitaram outras formas de intervenção, como as operações de administração de passivos. Brasil, México e Chile aproveitaram para reestruturar a dívida externa, reduzir o endividamento líquido do setor público e pré-financiar seus compromissos externos. O Brasil, por exemplo, utilizou suas reservas internacionais na recompra de títulos soberanos em 2006, com o intuito de reduzir o custo de sua dívida externa (Prates, 2006).

As diferenças na gestão cambial são evidenciadas pelas distintas trajetórias do índice de câmbio real efetivo e pelas estratégias de acumulação de reservas nos seis principais países latino-americanos durante o boom (a Venezuela não foi incluída nessa relação, pois adota o regime de câmbio fixo desde 2005) (ver Tabela 2.2). Observa-se uma expressiva acumulação de reservas no Brasil – inclusive em 2006, ano com pequenas turbulências nos países emergentes – e no México em 2007. Ademais, conforme mencionado, os dados também revelam as especificidades dessa gestão no Brasil e Colômbia – com expressiva valorização cambial – e Argentina – que optou pelo câmbio competitivo.

Tabela 2.2: Variação das Reservas Internacionais e Câmbio Real Efetivo (2003-2007)

	2003	2004	2005	2006	2007
Variação das reservas (em US\$ milhões) ^a					
Chile	366	191	-1.716	-2.011	3.198
Argentina	-3.581	-5.319	-8.857	-3.529	-13.098
Brasil	-8.496	-2.244	-4.319	-30.569	-87.484
Colômbia	184	-2.541	-1.729	-23	-4.714
Peru	-516	-2.443	-1.628	-2.753	-9.654
México	-9.438	-4.058	-7.164	1.003	-10.286
Câmbio real efetivo (2000=100) ^b					
Chile	114,7	108,5	103,2	100,9	102,5
Argentina	205,0	212,8	213,4	218,0	222,1
Brasil	131,2	123,8	100,4	88,9	82,5
Colômbia	119,6	107,1	96,7	97,8	85,7
Peru	112,5	106,4	118,7	106,5	95,5
México	104,5	108,3	104,6	104,7	105,8

Fonte: Cepal (2008). Elaboração própria

a: O sinal de menos indica um aumento das reservas

b: Média anual, ponderada pelo valor das exportações e importações de bens

Portanto, as políticas macroeconômicas dos países latino-americanos foram, de forma geral, pró-cíclicas durante o boom de 2003 a 2007. Esses países optaram por uma política monetária expansionista – redução das taxas de juros - e pelo aprofundamento da abertura financeira, sem a preocupação explícita com a qualidade da composição dos fluxos líquidos de capitais privados. Entretanto, as medidas anticíclicas observadas, como a estratégia de acumulação de reservas e a redução do endividamento externo, se mostraram fundamentais após

a eclosão da crise financeira global em setembro de 2008, pois concederam maior autonomia de política econômica na resposta ao efeito-contágio da crise.

2.2.2. ÁSIA

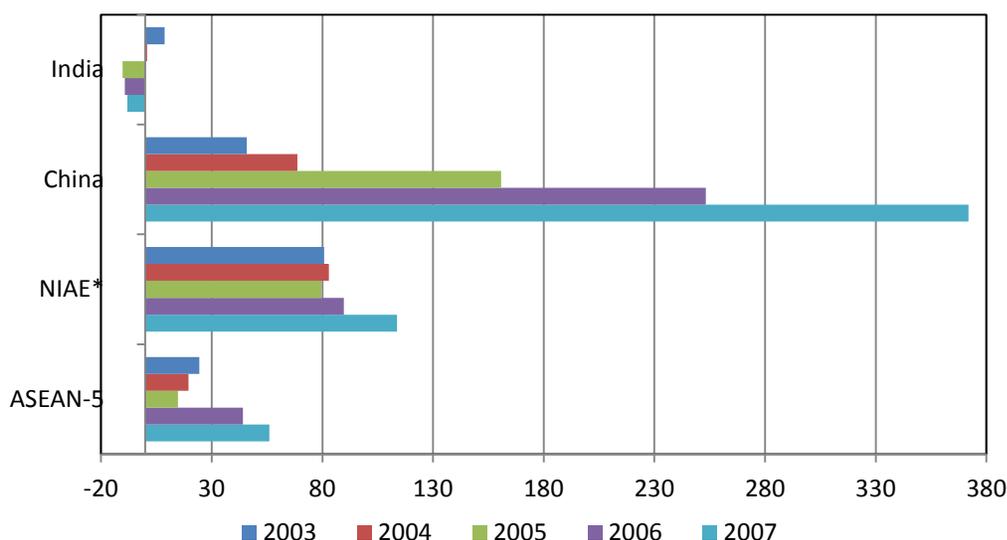
Após a crise de 1997-1998, a região asiática voltou a registrar altas taxas de crescimento, impulsionadas pela demanda doméstica da China e da Índia – que representavam, em 2005, mais de 50% do PIB asiático (ADB, 2007) - e pela fase de alta do segundo ciclo de liquidez da globalização financeira. Durante o boom de 2003 a 2007, a Ásia beneficiou-se do crescimento dos volumes das exportações de manufaturas (sobretudo chinesas), gerando elevados superávits em transações correntes, num ambiente de demanda externa dinâmica (Prates, 2011). Dessa forma, a inserção comercial dos países da região diferenciou-se da América Latina, em função das composições distintas das pautas de exportação. No lado financeiro, após a Europa central e do leste, a Ásia foi a região que mais absorveu fluxos de capitais entre 2003 e 2007. A composição dos fluxos de capitais foi heterogênea entre os países da região, com destaque para o IDE.

Diante desse cenário, os países asiáticos optaram, de maneira geral, pela manutenção de uma taxa de câmbio competitiva (a Coreia é uma importante exceção nesse caso, como se verá abaixo), em um ambiente de câmbio administrado; pela adoção de uma política monetária pró-cíclica, ou seja, que potencializou os efeitos da abundância de capitais sobre o sistema financeiro doméstico; e pela estratégia de acumulação de reservas internacionais, iniciadas antes de 2003 (Aizenman, Lee & Rhee, 2004).

Os superávits em transações correntes das economias asiáticas ao longo do período de boom – derivado, conforme citado acima, dos níveis crescentes de exportações de manufaturas dos países da região – foram reflexos não apenas da conjuntura externa favorável, mas também do papel dinâmico assumido pela China na região asiática (Gráfico 2.3 e Tabela 2.3). Os principais destinos das exportações asiáticas no período foram os Estados Unidos – principal parceiro, que representava 17% do total de exportações em 2006 -, a Europa e também a economia chinesa, que aumentou sua participação no total de exportações dos países integrantes

do ASEAN 5 e da chamada Ásia emergente⁵⁵ (FMI 2006), graças à forte demanda interna registrada no país. O setor de eletrônicos foi um dos principais segmentos dinamizadores do comércio regional, principalmente entre os países da ASEAN 5, da Ásia Emergente e a China (FMI, 2007a). Em relação às importações, a elevação dos preços das commodities, especialmente do petróleo, pressionou a balança comercial dos países asiáticos⁵⁶. Entretanto, o ritmo de crescimento das importações foi menor em relação às exportações no período.

Gráfico 2.3: Conta Corrente - US\$ Bilhão



Fonte: World Economic Outlook 2010. Elaboração Própria

* Newly industrialized Asian economies: Coreia, Hong Kong, Taiwan e Cingapura.

⁵⁵ De acordo com o *World Economic Outlook Database* do FMI, os países da ASEAN 5 são Indonésia, Malásia, Filipinas, Tailândia e Vietnã. Já a chamada Ásia emergente é composta por Hong Kong, Coreia, Cingapura, Taiwan, Índia, Vietnã, Indonésia, Malásia, Filipinas, Tailândia.

⁵⁶ À exceção dos países exportadores de petróleo, como Malásia e Vietnã (REO, 2008).

Tabela 2.3: Exportações para China (% do total exportado)

Países de Origem	China	
	2000	2007
Coréia	10,2	21,2
Índia	1,8	8,6
Indonésia	4,2	8,1
Malásia	2,9	8,5
Filipinas	1,6	10,9
Cingapura	3,8	9,5
Tailândia	3,9	9,5

Fonte: Asian Development Bank (2009)

Já no que tange à conta financeira, os fluxos de IDE tiveram participação relevante no período, sobretudo na China (Prates, 2011). O comportamento das demais modalidades de fluxos de capitais pode ser observado a partir das emissões brutas de títulos, ações e empréstimos. No período de 2003 a 2007, tais emissões concentraram-se na China, Índia e Coréia, sendo que China e Coréia destacaram-se na colocação de ações e Índia e Coréia no endividamento externo (Tabela 2.4).

Tabela 2.4: Emissões Brutas na Ásia e em países selecionados (em US\$ milhões)

	2003	2004	2005	2006	2007
Títulos - Total	26.739	44.567	44.502	41.705	47.315
China	1.802	4.362	3.858	1.110	2.144
Índia	300	3.200	2.118	2.644	7.549
Coréia	12.303	17.718	17.954	18.346	22.250
Ações - Total	22.955	36.755	68.813	100.952	117.983
China	4.114	13.764	25.715	53.871	60.744
Índia	422	5.024	10.101	14.512	22.199
Coréia	1.220	5.314	13.301	10.063	7.371
Empréstimos - Total	50.552	71.036	82.007	100.412	150.003
China	9.856	7.536	11.758	8.412	24.727
Índia	2.556	5.078	10.971	15.881	31.312
Coréia	5.590	7.984	17.108	13.018	31.122
Variação nas Reservas (US\$ bilhões)	-236,7	-338,7	-288,3	-373,3	-662,8

Fonte: Global Financial Stability Report (2008)

Ademais, grande parte dos países asiáticos – com destaque para China, Coréia, Índia, Malásia, Cingapura e Indonésia - adotaram a estratégia de acumulação de reservas internacionais,

cujo crescimento foi expressivo no período (Tabela 2.4). Tal política, além de refletir a estratégia defensiva de proteção aos choques externos, foi acompanhada pela manutenção de uma taxa de câmbio competitiva. Apesar da valorização das moedas chinesa e indiana, por exemplo, - o que atenuou em parte as pressões inflacionárias decorrente do elevado preço das commodities - e apreciação de grande parte das moedas da região, os países asiáticos sustentaram uma taxa de câmbio que permitiu uma inserção comercial favorável no período, graças a uma valorização real das moedas da região menor do que boa parte das moedas periféricas. (Prates, 2011; Tabela 2.5). Além dos países com grau menor de abertura financeira, como China e Índia, a Tailândia tentou conter o movimento de apreciação de sua moeda no período, por meio da imposição de controles de capitais (requerimento de reserva não remunerado de 30% sobre os investimentos de carteira), porém sem sucesso, conforme visto na tabela 2.5 (ADB, 2007).

Tabela 2.5: Variação anual da Taxa de Câmbio Nominal¹ (em %)

	2003	2004	2005	2006	2007
China	0.0	0.0	2.6	3.4	7.0
Índia	5.2	5.0	-3.5	1.8	12.3
Indonésia	6.3	-9.2	-5.7	9.3	-4.3
Coréia	-0.5	15.2	2.5	8.6	-0.6
Malásia	0.0	0.0	0.5	7.1	6.7
Paquistão	1.7	-3.7	-0.6	-1.8	-1.2
Filipinas	-3.5	-1.2	5.9	8.3	18.9
Taiwan	2.0	7.0	-3.3	0.7	0.5
Tailândia	8.8	1.8	-5.1	15.7	19.0

Fonte: Global Financial Stability Report (2008)

1: Os números negativos indicam depreciação e os positivos apreciação

A Coreia do Sul representou uma exceção à estratégia utilizada pela maioria dos países asiáticos, pois optou por aprofundar sua abertura financeira após a crise financeira de 1997 e por permitir, como alguns países latino-americanos, a apreciação de sua moeda, o *won*, a fim de atenuar as pressões inflacionárias e na balança comercial, provenientes da alta dos preços das commodities⁵⁷. A apreciação, somada à deterioração dos termos de troca, resultou na redução do superávit de transações correntes do país – o que culminou com o déficit registrado em 2008 -

⁵⁷ As exportações sul coreanas são concentradas em bens de média e alta intensidade tecnológica (principalmente eletrônicas). Já as importações são concentradas em produtos primários (principalmente petróleo). Para maiores detalhes ver <<http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx>>

destoando do perfil característico da região asiática (Prates, 2011). Ademais, a abertura financeira potencializou a volatilidade do mercado financeiro coreano e da taxa de câmbio. Nesse contexto, as empresas exportadoras adotaram operações nos mercados de derivativos cambiais (antecipando a apreciação do *won*), seja para se proteger da exposição cambial (*hedge*), seja para obter ganhos especulativos. Os bancos (estrangeiros e coreanos), por sua vez, realizaram operações de arbitragem de juros e sustentavam suas posições por meio de empréstimos de curto prazo em dólar⁵⁸ (Fritz & Prates, 2014).

Diferentemente da taxa de câmbio, o movimento da taxa de juros na região seguiu, em linhas gerais, a política monetária norte-americana e dos demais países emissores de divisas. Dessa forma, entre 2003 e 2004, a política monetária em grande parte dos países asiáticos foi expansionista - estimulando ainda mais as economias asiáticas no *boom* - e alcançou taxa de juros reais negativas. O aperto da política monetária norte-americana a partir de 2005 foi seguido pela política monetária dos países asiáticos, com o objetivo de manter diferenciais de juros atrativos para o capital estrangeiro e conter a pressão inflacionária advinda, principalmente, da elevação dos preços das commodities⁵⁹. No caso da China, a política monetária buscou também conter a rápida expansão do crédito e evitar possíveis riscos ao setor bancário, por meio de aumento nos requerimentos de reservas bancárias.

Portanto, o período pré-crise na região asiática foi marcado por expressivos superávits em transações correntes - impulsionados pela grande demanda externa e pelo crescimento chinês - e pelo *boom* de fluxos de capitais. Assim como a região latino-americana, os países asiáticos acumularam grandes montantes de reservas internacionais, aproveitando o período de bonança. Entretanto, grande parte dos países asiáticos – com exceção da Coreia do Sul - procurou evitar o movimento de apreciação nominal de suas moedas, a fim de sustentar uma taxa de câmbio competitiva. Dessa forma, as inserções, comercial e financeira, diferenciadas da região asiática nesse período de boom contribuíram para a rápida recuperação dos países da região no contexto da crise, como se verá a seguir.

⁵⁸ De acordo com FMI (2007a), o aumento dos empréstimos em moeda estrangeira contraídos pelos bancos coreanos impulsionou a rubrica “outros investimentos” do balanço de pagamentos do país.

⁵⁹ Conforme observa FMI (2006), a Indonésia é uma exceção nesse movimento de alta nas taxas de juros, já que reduziu sua taxa de juros base após a redução da forte pressão inflacionária no país.

2.2.3. EUROPA CENTRAL E DO LESTE

A inserção comercial e financeira dos países da Europa Central e do Leste diferenciou-se, em grande parte, das regiões asiática e latino-americana. Num contexto de taxas de câmbio estáveis em relação ao euro, dada a perspectiva de integração com a União Europeia, os países da região acumularam déficits expressivos em transações correntes, tornando-se dependentes dos fluxos de capitais externos para fecharem seus balanços de pagamentos (Cintra & Prates, 2011).

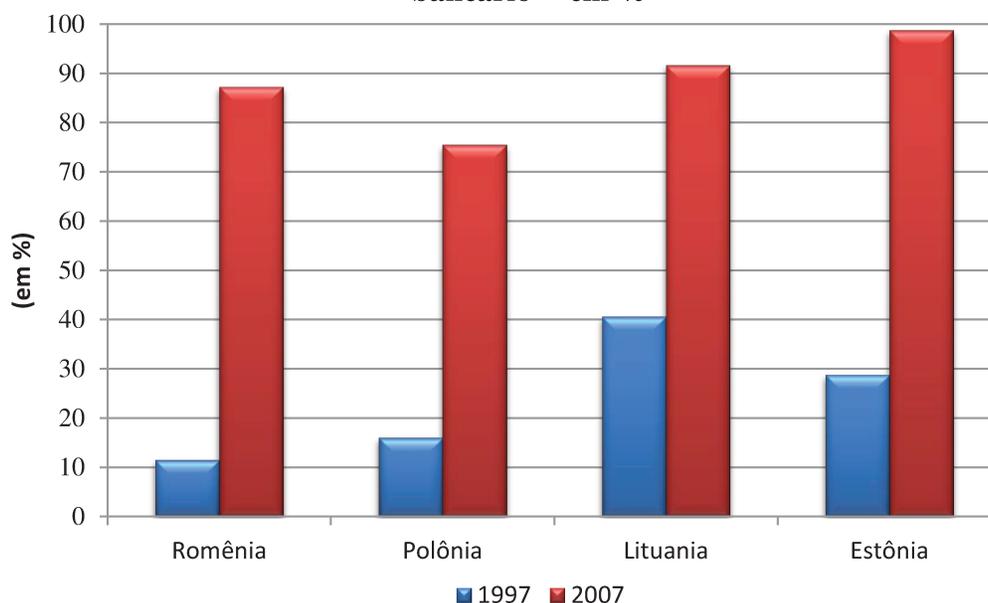
A piora da balança comercial e do saldo de transações correntes no período se deu, principalmente, por dois motivos: i) o *boom* dos preços das commodities, principal responsável pela alta inflação (que atingiu dois dígitos em junho de 2008) no período, impactou duplamente os países da região, já que estes são importadores líquidos não apenas dos produtos básicos, mas também de manufaturas (Prates, 2011); ii) o forte dinamismo da demanda interna das economias da Europa central e do leste, impulsionados pelos aportes de recursos advindos da integração das economias da região à União Europeia, pelo aumento de salários (acima da produtividade) e pela expansão do crédito ao consumidor e hipotecário (Prates, 2011).

O déficit no saldo de transações correntes no período esteve fortemente correlacionado com o padrão de inserção financeira dos países da região, que promoveu um boom no crédito e na demanda interna e, ao mesmo tempo, impulsionou a entrada dos fluxos de capitais necessários para o financiamento do déficit. Os influxos de capitais foram viabilizados pelo aprofundamento da abertura financeira e desregulamentação do sistema financeiro na região, promovendo um ambiente lucrativo para os bancos estrangeiros, sujeitos ao acirramento da concorrência nos mercados de origem e também para suas filiais que captavam no exterior para financiar empréstimos imobiliários e ao consumo. Isso permitiu que a Europa Central e do Leste recebesse cerca de um terço do total de fluxos de capitais privados direcionados para os mercados emergentes entre 2002 e 2007 e se tornasse a região que mais absorveu tais fluxos entre 2005 e 2007 (Kattel, 2010; Prates, 2011).

Estes influxos de capital se concentravam nas modalidades de investimento de portfólio e empréstimos bancários e foram impulsionados pela presença crescente e maciça de bancos estrangeiros na região (principalmente alemães e austríacos), atraídos pelas oportunidades de lucro num mercado de crédito ainda pouco profundo e em expansão (Prates, 2011). O gráfico

2.4 mostra a predominância dos bancos (universais) estrangeiros em alguns países da região, antes dominada por bancos públicos fortemente setorizados (Kattel, 2010). Consequentemente, a participação do endividamento externo aumentou consideravelmente, principalmente nos países da região Báltica - Lituânia, Estônia e Letônia (Kattel, 2010). Os empréstimos externos eram captados mediante emissão de títulos, classificados como investimento de portfólio, ou empréstimos bancários, registrado na rubrica outros fluxos de capitais.

Gráfico 2.4: Participação dos bancos estrangeiros no sistema bancário¹ - em %



Fonte: European Bank for Reconstruction and Development. Elaboração própria

Nota: 1 - São considerados bancos estrangeiros aqueles com participação estrangeira superior a 50% do total de ativos da instituição financeira.

A política econômica praticada nos países da região condicionou, igualmente, as inserções comercial e financeira descritas acima. A política monetária, assim como na Ásia, acompanhou o movimento da taxa de juros norte-americana, mantendo um diferencial entre as taxas de juros externa e interna atraente para os capitais estrangeiros. A política de taxa de juros também era compatível com o regime de metas de inflação, instaurado em grande parte da região do leste europeu (Kattel, 2010)⁶⁰. Em relação à política cambial, os países optaram pela manutenção de uma taxa de câmbio estável - mediante regime de câmbio administrado, como nos

⁶⁰ Conforme observa Kattel (2010), a aspiração dos países da região em entrar na União Europeia condicionava suas respectivas políticas, que procuravam seguir o receituário recomendado pelo bloco. Nesse contexto, os países perseguiram déficits públicos abaixo dos 3% do PIB e adotaram regimes de metas para inflação.

países bálticos – ou com tendência a apreciação, por meio do regime de flutuação suja – Turquia e Hungria (Prates, 2011; Tabela 2.4). Ademais, a estratégia de acumulação de reservas não foi adotada pelos países da região, aumentando ainda mais a vulnerabilidade de suas economias (Kattel, 2010).

Tabela 2.6: Taxa de juros e taxa de câmbio efetiva – países selecionados

Países	Taxa de juros (em %)					Taxa de câmbio real efetiva (2005=100)				
	2003	2004	2005	2006	2007	2003	2004	2005	2006	2007
Polônia	5,7	6,2	5,2	4,2	4,8	91,1	89,5	100	103,0	107,0
Hungria	8,2	11,3	7	6,9	7,6	97,2	99,5	100	93,7	99,5
Estônia	2,9	2,5	2,4	3,2	4,9	98,8	100,7	100	99,7	101,0
Turquia	38,5	23,8	15,9	17,9	18,2	97,1	95,0	100	93,1	95,4

Fonte: Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE).

Essa combinação dos preços-chave estimulou operações de *carry trade*, por meio da captação de recursos em divisas com baixas taxas de juros (como o iene), além do endividamento (imobiliário e empresarial) nessas divisas. Tais operações causaram um expressivo descasamento de moeda e de prazo nos balanços das famílias e empresas, e reforçaram a tendência de apreciação cambial (Kattel, 2010; Prates, 2011). Esse cenário é sintetizado por Kattel (2010, p.7):

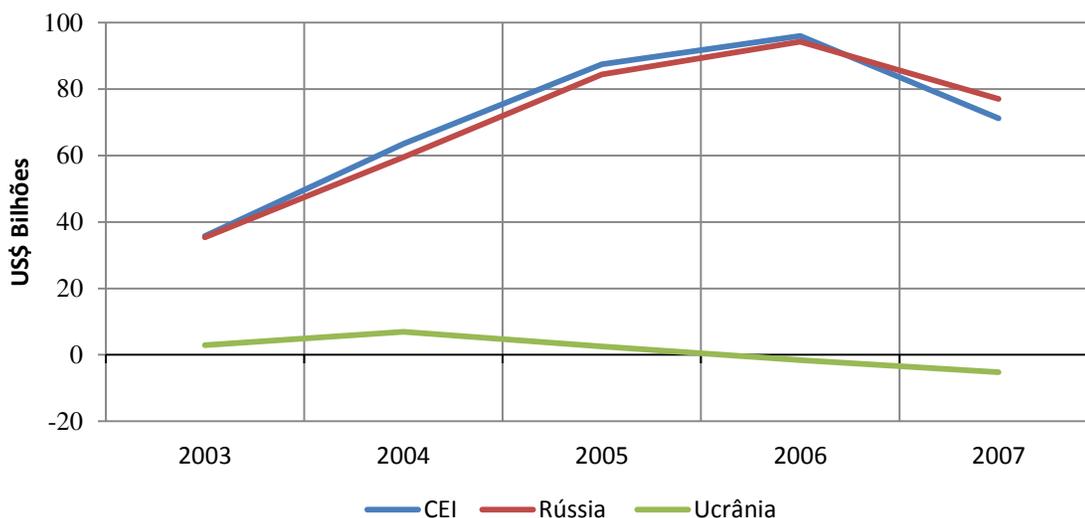
It can be argued that both the increase in domestic foreign currency borrowing and development of the banking sector in 2000s represented in essence massive carry trade with EE (Eastern European) households and companies receiving both interest rate and currency risks in form of long term debt.

Portanto, a adoção de políticas condizentes com o ideário neoliberal – ou seja, visando à estabilidade macroeconômica por meio da abertura dos mercados financeiros e desregulamentação dos sistemas financeiros nacionais – elevou de forma expressiva as instabilidades inerentes às taxas de juros e de câmbio na região da Europa Central e do Leste. A ausência de regulação (micro ou macro) prudencial sobre o sistema financeiro, somada às políticas monetárias e cambial focadas no controle da inflação, aumentou a vulnerabilidade dos países a uma possível reversão do *boom* de fluxos de capitais até então vigente.

2.2.4. COMUNIDADE DOS ESTADOS INDEPENDENTES (CEI)

Os países da CEI registraram, assim como Ásia e América Latina, superávit nas transações correntes e um ingresso expressivo de fluxos de capitais privados, gerando grande acumulação de reservas no período de *boom*. Os países que absorveram a maior parte dos fluxos de capitais foram Rússia e Ucrânia. Porém, tais países apresentaram inserções comercial e financeira distintas no período. A Rússia, enquanto exportadora líquida de petróleo, se beneficiou da alta dos preços das commodities e registrou superávits crescentes em sua conta corrente; a Ucrânia, por sua vez, ampliou seu déficit na conta de transações correntes após 2005 – com o forte crescimento da demanda interna e a expansão do crédito doméstico -e, conseqüentemente, sua dependência do financiamento externo (Prates, 2011; Gráfico 2.5).

Gráfico 2.5: Transações Correntes - US\$ Bilhões



Fonte: World Economic Outlook 2013. Elaboração Própria

Em relação à composição dos fluxos de capitais, houve a preponderância dos fluxos de IDE em relação aos investimentos de portfólio nos fluxos líquidos. No que tange às emissões brutas, a Rússia se destacou nas emissões de títulos, ações, enquanto a Ucrânia apresentou crescimento expressivo nos empréstimos em moeda estrangeira, que saltou de US\$ 715 bilhões em 2003 para US\$ 22.994 milhões em 2007, impulsionado pela presença crescente dos bancos estrangeiros no país, assemelhando-se, portanto, aos países da Europa Central e do Leste (EBRD, 2008).

A política econômica nos dois países em destaque durante o período de *boom* foram semelhantes em relação ao regime de câmbio e à política monetária adotada. A Ucrânia optou por um regime de câmbio administrado⁶¹ e uma política monetária pró-cíclica - com o objetivo de manter a taxa de câmbio estável - o que permitiu, além da manutenção do diferencial de juros, uma expansão expressiva da liquidez em seus mercados financeiros, impulsionadas ainda pela desregulamentação do sistema financeiro doméstico (FMI, 2007b). O país também adotou a estratégia de acumulação de reservas, aproveitando os elevados influxos de capitais estrangeiros.

Assim como a Ucrânia, a Rússia optou por um regime de câmbio administrado, a fim de conter a rápida apreciação do rublo, em decorrência da forte entrada de fluxos de capitais, e adotou a estratégia de acumulação de reservas – aproveitando o aumento do preço do petróleo -, com o intuito de manter o câmbio estável (motivo mercantilista) e também de proteger a economia de uma possível reversão do ciclo de fluxos de capitais e do preço do petróleo (FMI, 2007b). Entretanto, as intervenções no mercado de câmbio, não acompanhadas por esterilização, aumentaram ainda mais a liquidez interna mediante elevação da base monetária (FMI, 2007b, FMI 2006). A política monetária, por sua vez, foi acomodatória e permitiu a expansão da demanda doméstica no país.

Tabela 2.7: Indicadores financeiros e taxa de câmbio nominal

Ano	Outros Fluxos de Capitais (US\$ Bi)		Reservas Internacionais (US\$ Bi)		Taxa de câmbio nominal (2003=100)	
	Ucrânia	Rússia	Ucrânia	Rússia	Ucrânia	Rússia
2003	715	1.945	9	77	100	100
2004	4.196	5.131	10	125	100	94
2005	5.749	7.731	19	182	95	92
2006	10.189	9.598	22	304	95	89
2007	22.994	20.301	33	476	95	83

Fonte: Prates (2011); FMI (2008a); FMI (2008b)

A análise dos principais países da CEI revela a opção por um câmbio estável e competitivo, freando a tendência de apreciação excessiva. Entretanto, a não utilização de instrumentos de política monetária e regulação prudencial do sistema financeiro frente a expansão da liquidez interna provocada pelo boom de fluxos de capitais resultou na deterioração

⁶¹ O Article IV do FMI de 2008 reflete uma grande pressão do Fundo pela flexibilização do regime de câmbio no país e a adoção do regime de metas de inflação.

do saldo de transações correntes, dado o aumento nas importações nos dois países, e numa maior vulnerabilidade dos mercados financeiros a possíveis reversões.

2.3. A POLÍTICA ECONÔMICA E A RECUPERAÇÃO DOS PAÍSES EMERGENTES NO CONTEXTO DA CRISE

A crise financeira global, iniciada em meados de 2007 nos Estados Unidos, teve vários desdobramentos, que foram divididos em etapas pelo BIS (2009). A primeira etapa, referente ao período entre julho de 2007 e março de 2008, caracterizou-se pela crise no mercado norte-americano de hipotecas de alto risco (*subprime*), ou seja, pelas turbulências ocorridas especificamente nesse mercado, que atingiram as instituições financeiras norte-americanas e demais economias avançadas que possuíam ativos vinculados a essas hipotecas (Prates & Cunha, 2011). Na segunda etapa, que compreende o período entre março e setembro de 2008, a crise se espalhou para outros segmentos do mercado financeiro e provocou resgates e aquisições de instituições financeiras relevantes, culminando com a falência do banco *Lehman Brothers*. Tais fatos implicaram algumas retrações de linhas de crédito bancário, impactando economias emergentes com elevados déficits em transações correntes e ampla dependência de empréstimos em moeda estrangeira, caso dos países da Europa Central e do Leste e da Coreia do Sul.

A falência do banco Lehman Brothers, em setembro de 2008, implicou o surgimento de uma nova etapa, na qual a crise adquiriu um caráter sistêmico, provocando o *sudden stop* nos fluxos de capitais destinados às economias emergentes. A análise dessa seção se iniciará nessa etapa, com o intuito de compreender o comportamento e as respostas de política econômica dos países emergentes frente aos impactos da crise. Para tal propósito, o período 2008-2012 será dividido em dois “momentos”, sendo que o critério adotado foi a fase (retração ou expansão) dos ciclos dos fluxos de capitais e de preços das commodities. Ou seja, o primeiro momento abrangerá o período entre setembro de 2008 e março de 2009, marcado pela interrupção de grande parte dos fluxos de capitais destinados às economias emergentes. Nesse período, as respostas de política econômica dos países emergentes foram condicionadas pelas inserções comercial e financeira no período de *boom* anterior - descrita na última seção - e também pela resposta de política econômica dos países avançados. Já o segundo momento, a partir de março de 2009, caracterizou-se pela volta dos fluxos de capitais às economias emergentes. Nessa fase, o

comportamento dos países emergentes foi condicionado não apenas pelos fatores referentes ao “primeiro momento” – inserções comercial e financeira, e política econômica praticada nos países avançados - mas também pela capacidade dos países de empreender políticas direcionadas à redução da instabilidade inerente aos seus preços-chave (câmbio e juros).

2.3.1. O PRIMEIRO MOMENTO: O COLAPSO DA CRISE

O primeiro momento compreende o efeito-contágio da crise e as respectivas reações dos países emergentes e pode ser dividido, utilizando a classificação proposta pelo BIS (2009), em duas fases. A primeira, entre setembro e outubro de 2008, e a segunda, entre outubro e dezembro de 2008. Vale ressaltar que a linha de separação entre as etapas é tênue, ou seja, a divisão proposta aqui é apenas para fins analíticos.

A primeira fase foi marcada pela conversão da crise num fenômeno sistêmico, resultando na virtual paralisia do sistema financeiro e se espalhando para todos os países (avançados e emergentes), independentemente de qualquer ligação dos mercados locais com os ativos ligados às hipotecas *subprime* (Prates & Cunha, 2011). O efeito contágio da crise sobre os países emergentes se deu por meio de vários canais de transmissão – derivados das múltiplas relações de interdependência entre as economias emergentes e avançadas - que podem ser divididos em dois grupos: i) aqueles que impactaram a conta corrente, dentre os quais a queda nos preços das commodities e da demanda mundial e aumento das remessas de lucros pelas empresas e bancos; ii) aqueles que impactaram a conta financeira, dentre os quais a saída dos investimentos de portfólio, num contexto de crescente aversão ao risco e preferência pela liquidez; a diminuição e, após a falência do Lehman Brothers, virtual interrupção das linhas de crédito comercial e empréstimos bancários; a diminuição dos fluxos de IDE (IEDI, 2008; Prates & Cintra, 2011; Prates & Cunha, 2011).

A existência desses vários canais de transmissão invalida, portanto, a hipótese de descolamento das economias emergentes à crise financeira global, levantada nas duas primeiras etapas da crise descritas acima (Prates, Bichara & Cunha, 2009). Além disso, o efeito-contágio também explicita as assimetrias monetária e financeira das economias emergentes, já que a crise sistêmica provocou o retorno dos fluxos de capitais as moedas que possuem a liquidez da divisa e a consequente depreciação das moedas periféricas, ilíquidas internacionalmente.

Considerando os canais de transmissão descritos acima, os impactos da eclosão da crise sistêmica sobre os países emergentes foram condicionados por dois grupos de fatores: i) pelas diferentes inserções comercial e financeira e regimes cambiais e monetários no período de *boom* pré-crise; ii) pela resposta de política econômica dos países avançados.

Em relação ao primeiro fator, nos países com déficit em transações correntes mais expressivos - e que apresentavam, portanto, maior dependência do capital externo - a tendência de depreciação de suas moedas iniciou-se antes da eclosão da crise sistêmica para os países emergentes, como é o caso de África do Sul, Turquia (IEDI, 2008) e Coréia (Gráfico 2.6). No caso deste último país, a deterioração da conta corrente não é suficiente para explicar este comportamento da taxa de câmbio. O principal determinante da depreciação foi a forte diminuição dos empréstimos em moeda estrangeira após a crise *subprime*, que resultou na desmontagem das operações de derivativos cambiais feitas entre os bancos e as empresas exportadoras coreanas diante da impossibilidade de rolagem dos empréstimos contraídos no exterior (Prates, Bichara & Cunha, 2009).

Já na maior parte dos países da Europa Central e do Leste e da América Latina a depreciação de suas moedas concentrou-se nos meses de setembro e outubro de 2008, ou seja, após a eclosão da crise sistêmica, porém por razões distintas.

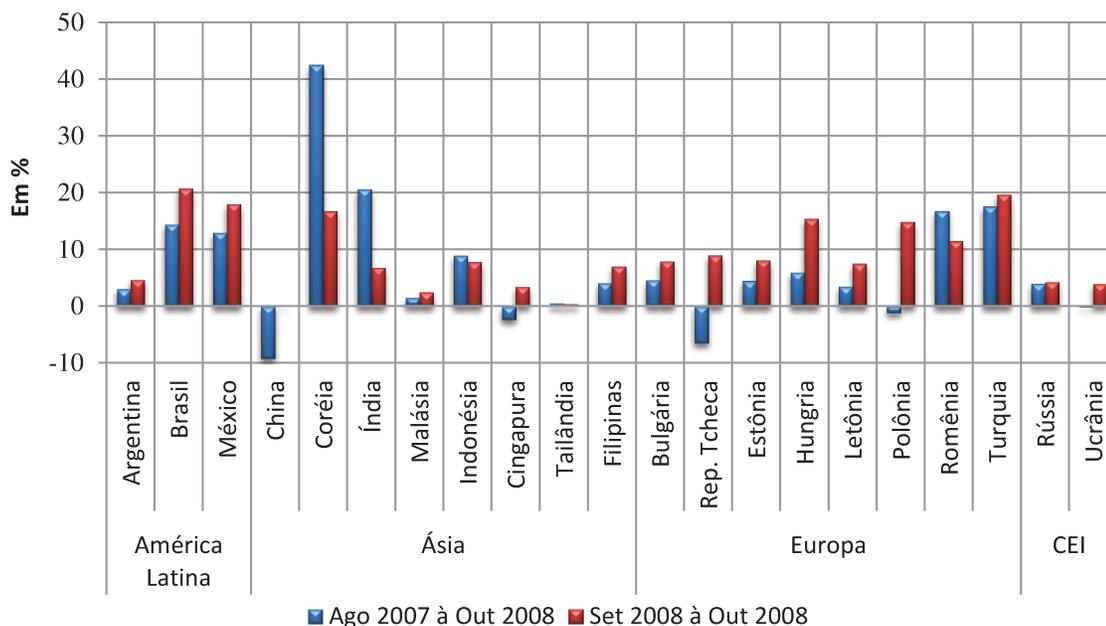
No caso das moedas latino-americanas, a resistência por mais tempo ao efeito-contágio decorreu, principalmente, da alta dos preços das commodities que se sustentou até julho de 2008. Mas, a partir de agosto de 2008, as moedas ingressaram numa trajetória de depreciação – em função da queda dos preços das commodities -, que se intensificou em setembro com a virtual interrupção das linhas de crédito e o movimento de fuga para qualidade (Prates, Bichara & Cunha, 2009). Assim como a Coréia, a desmontagem das operações de derivativos intensificou esse processo, especialmente no Brasil (questão analisada no capítulo 3).

Diferentemente das moedas latino-americanas, a surpreendente sustentação da apreciação cambial nos países da Europa Central e do Leste, caracterizados pelos elevados déficits em transações correntes e pela presença maciça dos bancos estrangeiros, ocorreu devido ao atrelamento de suas respectivas moedas ao euro (que se apreciou frente ao dólar no primeiro semestre de 2008) e às taxas de juros internas elevadas (Gráfico 2.6; IEDI, 2008).

Já em relação ao segundo fator, a ação coordenada dos bancos centrais dos países avançados em setembro e outubro de 2008 envolveu diversas medidas anticíclicas, tais como

operações de injeção de liquidez, cortes das metas das taxas de juros básicas e garantia às operações interbancárias (Prates & Cunha, 2011). Essas ações “estabilizadoras”, condizentes com o papel do *Big Bank* descrito por Minsky (1992), evitaram uma maior paralisação do mercado financeiro e permitiram uma resposta mais ativa dos países emergentes na etapa seguinte.

Gráfico 2.6: Variação da taxa de câmbio (em %)



Fonte: International Financial Statistics (IFS). Elaboração Própria

Já a segunda fase, que compreendeu o período entre outubro de 2008 e o primeiro trimestre de 2009, foi marcada pela tentativa dos países emergentes de conter a depreciação de suas moedas e atenuar seus impactos adversos sobre os sistemas financeiros domésticos e a atividade econômica (Prates & Cunha, 2011). Os países emergentes que apresentavam uma situação macroeconômica e externa mais robusta puderam utilizar medidas anticíclicas – priorizando a atividade econômica -, contrariamente ao padrão de política econômica adotado nas situações progressas de instabilidade macroeconômica. Tais políticas se concentravam em ações pró-cíclicas, conforme recomendações dos organismos multilaterais, a fim de reconquistar a credibilidade dos mercados e promover o retorno dos fluxos de capitais externos (Prates, 2011). Apesar dessas mudanças estarem relacionadas com as ações anticíclicas coordenadas dos países avançados, elas evidenciam também uma percepção - por parte dos países emergentes - dos efeitos negativos das políticas pró-cíclicas, que provocariam uma profunda recessão da atividade

econômica, e da inocuidade dessas ações, dada a natureza sistêmica da crise (Prates & Cunha, 2011).

No âmbito da política cambial, a maioria dos países utilizou suas reservas para conter a depreciação de suas moedas (nos regimes de flutuação suja) ou manter a paridade cambial (nos regimes de câmbio fixo, caso de Estônia e Ucrânia, por exemplo), mas em diferentes intensidades (Prates, 2011). As estratégias mais agressivas de intervenção foram nos principais países da CEI, Rússia e Ucrânia, onde os Bancos Centrais procuraram conter o efeito deletério da depreciação cambial sobre a situação patrimonial de famílias, empresas e bancos, caracterizada por um expressivo descasamento de moedas (devido ao endividamento em moeda estrangeira) (Prates, 2011). Esse descasamento também atingiu os países da Europa Central e do Leste, levando-os a usarem seus reduzidos estoques de reservas para conter o contágio da crise sobre os mercados de câmbio e financeiro (Prates, 2011)⁶². Já as economias da América Latina e da Ásia não utilizaram suas reservas internacionais⁶³, apesar de intervirem no mercado de câmbio a fim de conter as depreciações de suas moedas, causadas pela reversão dos investimentos de portfólio e/ou – no caso de Brasil, México e Coréia do Sul – pela desmontagem das operações de derivativos.

Já as medidas de política monetária e financeira adotadas podem ser divididas em dois grupos: i) redução das taxas de juros básicas; ii) ações dos governos e dos Bancos Centrais – por meio de garantias ao setor bancário e aos empréstimos em moeda estrangeira - com intuito de conferir maior estabilidade aos sistemas financeiros domésticos.

No caso dos países da Europa Central e do Leste e também da Ucrânia, a presença relevante de bancos estrangeiros, a concentração dos fluxos de capitais em empréstimos em moeda estrangeira e a grande dependência de financiamento externo (citados na seção anterior), restringiu ou impossibilitou o uso de política monetária anticíclica. Embora alguns países, como Eslováquia e República Tcheca, tenham conseguido reduzir suas taxas de juros, outros, como Hungria e Sérvia, adotaram uma política monetária contracionista em decorrência do estrangulamento externo e da conseqüente necessidade de atrair capitais estrangeiros. Vale ressaltar também que a adoção de políticas pró-cíclicas na Hungria e Sérvia foi uma condição imposta pelo FMI para a aprovação de um pacote de auxílio a estes países. A Ucrânia também

⁶² No caso da Hungria, houve o crescimento das reservas, em função do empréstimo do FMI.

⁶³ A China aumentou o nível de suas reservas no período (Prates, 2011).

necessitou da ajuda do Fundo para a estabilização de seu mercado financeiro após a eclosão da crise sistêmica em setembro de 2008 (Prates, Bichara e Cunha, 2009).

Já em relação à região asiática, grande parte dos países reduziu suas taxas de juros e injetou liquidez nos mercados financeiros. No caso das economias latino-americanas, países que adotaram o regime de metas de inflação (Brasil, Chile, México, Peru e Colômbia) optaram pela manutenção das taxas de juros, com receio do possível *pass-through* da depreciação de suas moedas aos preços internos. Entretanto, após esse *pass-through* se revelar pequeno⁶⁴ e as evidências mostrarem a forte redução da atividade econômica, os juros básicos começaram a ser cortados no início de 2009. A Argentina, por sua vez, chegou a aumentar suas taxas de juros, em decorrência da forte dependência do financiamento externo para fechar seu balanço de pagamentos, iniciando a redução dos juros no começo de 2009 (Prates & Cunha, 2011).

2.3.2. O SEGUNDO MOMENTO DA CRISE: RECUPERAÇÃO E DESAFIO DE POLÍTICA ECONÔMICA

O segundo momento da crise para os países emergentes foi marcado pelo surgimento de dois novos ciclos a partir do primeiro trimestre de 2009: de fluxos de capitais e de preços das commodities. O retorno dos fluxos de capitais aos mercados emergentes (Tabela 2.8 e Gráfico 2.7) e a elevação dos preços das commodities receberam um impulso em 2010 com o desdobramento da crise na Europa. Essa reversão dos dois principais canais de transmissão do efeito-contágio da crise possibilitou a recuperação dos países emergentes em 2009 e 2010.

⁶⁴ No contexto da globalização financeira, desvalorizações muito expressivas das moedas dos países emergentes têm provocado surtos inflacionários através de sua transmissão aos preços (Farhi, 2007, p.9). Entretanto, a desaceleração da atividade econômica foi tão intensa após a eclosão da crise sistêmica, que as possíveis pressões inflacionárias decorrentes da depreciação das moedas periféricas não se confirmaram (Freitas, 2009a).

Tabela 2.8: Emissões brutas de títulos, ações e empréstimos nos grupos de países emergentes (em US\$ milhões).

Países	2008	2009	2010	2011
Ásia	92.861	169.714	260.550	232.751
América Latina	58.760	95.767	132.061	124.073
Europa Central e do Leste	39.751	36.152	582.154	553.293
CEI	70.988	59.045	60.237	68.273

Fonte: Global Financial Stability Report (2012)

Tabela 2.9: Fluxo líquido de capitais privados – grupos selecionados (US\$ Bilhões)

Regiões	Tipo de Fluxo Líquido	2007	2008	2009	2010	2011
Europa Central e do Leste	Investimento Direto	74,7	67,8	31,0	24,8	39,5
	Fluxos de Portfólio	-4,1	-10,4	8,6	26,9	33,8
	Outros Fluxos de Capitais	113,7	99,7	-8,6	31,3	21,0
CEI	Investimento Direto	27,9	49,7	15,7	9,7	14,2
	Fluxos de Portfólio	19,4	-31,1	-9,2	8,5	-27,7
	Outros Fluxos de Capitais	82,8	-116,2	-69,9	-43,6	-50,3
Ásia	Investimento Direto	174,2	153,7	115,9	222,6	283,0
	Fluxos de Portfólio	52,2	-0,4	48,5	82,0	56,3
	Outros Fluxos de Capitais	-22,0	-117,4	43,5	86,0	27,2
América Latina	Investimento Direto	94,3	100,3	69,5	79,6	133,7
	Fluxos de Portfólio	36,1	-10,6	29,2	57,3	48,2
	Outros Fluxos de Capitais	-39,9	-9,1	-37,4	-6,4	18,5

Fonte: World Economic Outlook Databases. Elaboração Própria

No entanto, a recuperação das economias emergentes e o grau de autonomia de política necessário para a adoção de medidas anticíclicas foram condicionados: i) pelas diferentes inserções comercial e financeira dos quatro grupos de países emergentes no período pré-crise; ii) pelos distintos regimes cambiais vigentes (câmbio fixo ou flutuação suja); iii) e pela situação macroeconômica (externa e fiscal). Ou seja, pelos resultados das contas públicas (em termos de fluxo – superávit primário e nominal – e estoque – relação Dívida/PIB) e pela proporção do endividamento externo ou doméstico em divisa estrangeira (Prates, 2011). Ademais, a recuperação das economias emergentes ao longo de 2009 e 2010 ensejou mudanças nas estratégias de política econômica em alguns países na comparação com o período pré-crise, com

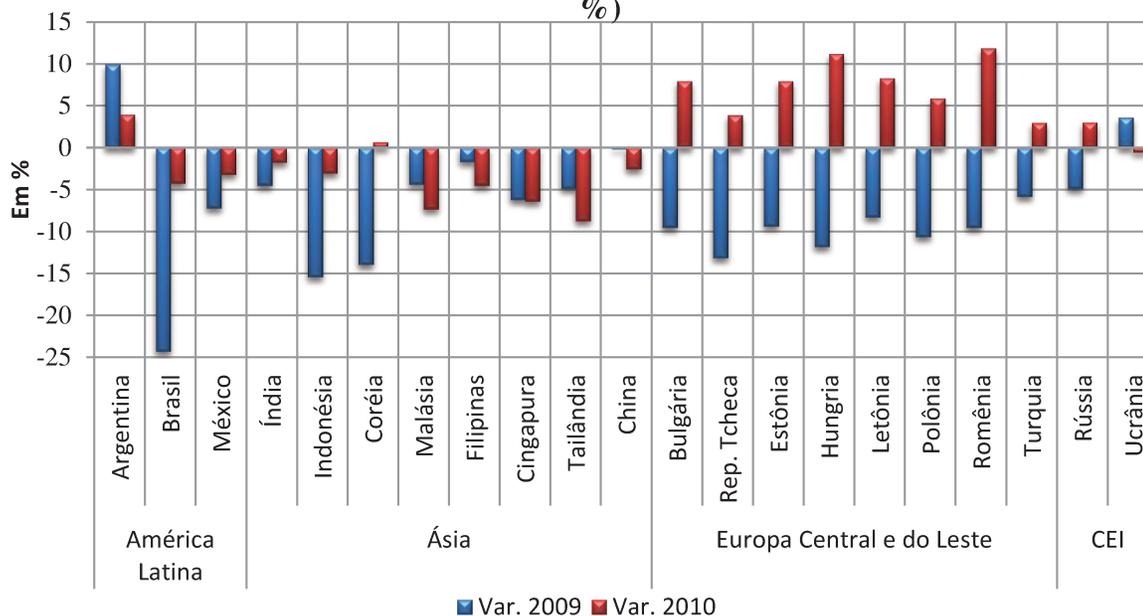
o objetivo de ampliar a autonomia de política econômica e, com isso, conter as instabilidades nos preços-chave da economia.

2.3.2.1. O RETORNO DOS FLUXOS DE CAPITAIS E A RECUPERAÇÃO DA ATIVIDADE ECONÔMICA EM 2009

O retorno dos fluxos de capitais no primeiro semestre de 2009 foi reflexo das ações coordenadas dos bancos centrais dos países avançados, citadas acima, que impulsionaram esses fluxos em direção aos mercados emergentes, em função do elevado diferencial de juros, tornando as operações de *carry trade* ainda mais lucrativas. Vale ressaltar que a redução das taxas de juros nos países avançados para os menores patamares da história manteve um diferencial de juros favorável aos países emergentes, mesmo num contexto de redução das taxas de juros nesses países. A retomada dos preços das commodities no início de 2009 – determinada fundamentalmente pela reposição dos estoques da China – foi outro elemento importante para a recuperação da atividade econômica ao longo do ano.

O retorno dos ingressos de capitais nas economias emergentes foi fundamental para a contenção da depreciação das moedas periféricas em 2009, que passaram a apresentar elevados níveis de apreciação nos países com regime de flutuação suja (Gráfico 2.8). No caso dos países com regimes de câmbio fixo (Letônia e Estônia) e/ou com elevados graus de descasamento de moedas (caso de Hungria e Ucrânia), esse retorno permitiu maior flexibilização da política monetária a partir do segundo trimestre. Nos demais países emergentes (com exceção da Argentina), essa política continuou expansiva, com redução das taxas de juros e injeção de liquidez (Tabela 2.10). O retorno dos fluxos de capitais também possibilitou a volta da acumulação de reservas para aqueles países que as utilizaram para conter a depreciação de suas moedas, ou expansão das reservas para aqueles países que preservaram o colchão de liquidez (Gráfico 2.9). Ademais, os estímulos fiscais adotados desde o final de 2008 foram mantidos em 2009, atingindo a economia real e o setor financeiro (Fundap 2008; Prates, Bichara & Cunha, 2009).

Gráfico 2.7: Variação da taxa de câmbio nominal - 2009 e 2010 (em %)



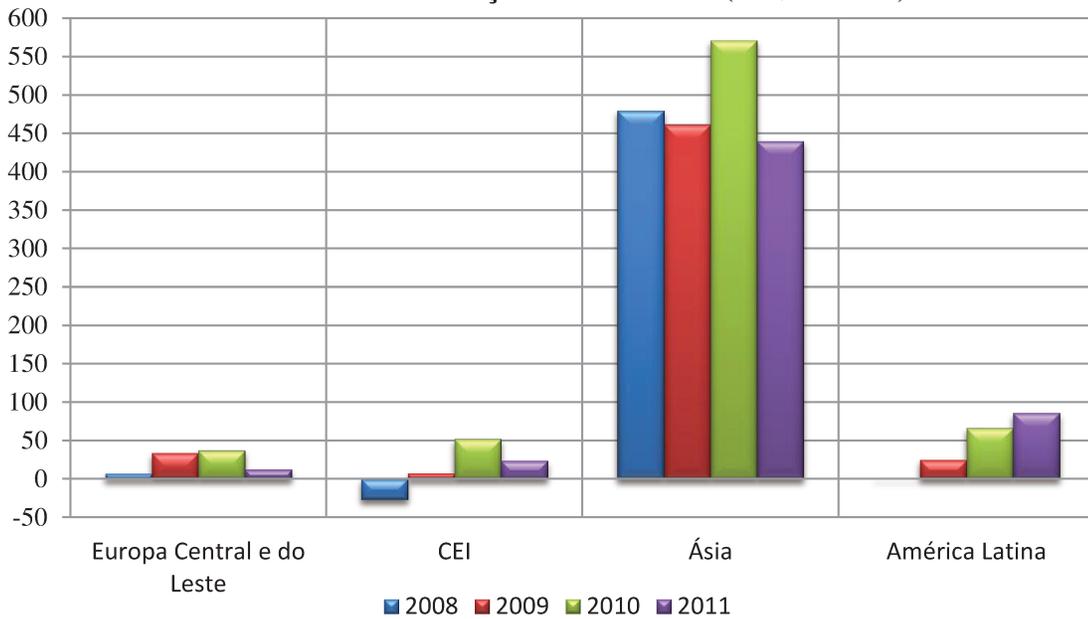
Fonte: International Financial Statistics - FMI. Elaboração Própria

Tabela 2.10: Variação da taxa de juros – países e períodos selecionados (em p.p.)

Países	Var set a dez 2008	Var 2009	Var 2010
Brasil	0,00	-31,37	22,86
Chile	6,45	-93,10	524,00
México	0,00	-41,94	0,00
China	-22,50	0,00	9,42
Coreia	-42,86	-33,33	25,00
Tailândia	-26,67	-37,50	60,00
Indonésia	0,00	-25,71	0,00
Malásia	-7,14	-20,00	37,50
Índia	-27,78	-13,64	31,58
Turquia	-2,99	-53,97	-74,92
Romênia	0,00	-21,95	-16,67
Polônia	-16,67	-17,65	0,00
Hungria	23,53	-34,21	-4,17
Rússia	18,18	-32,69	-11,43
África do Sul	-4,17	-39,13	-21,43

Fonte: International Financial Statistics, Bancos Centrais. Elaboração Própria.

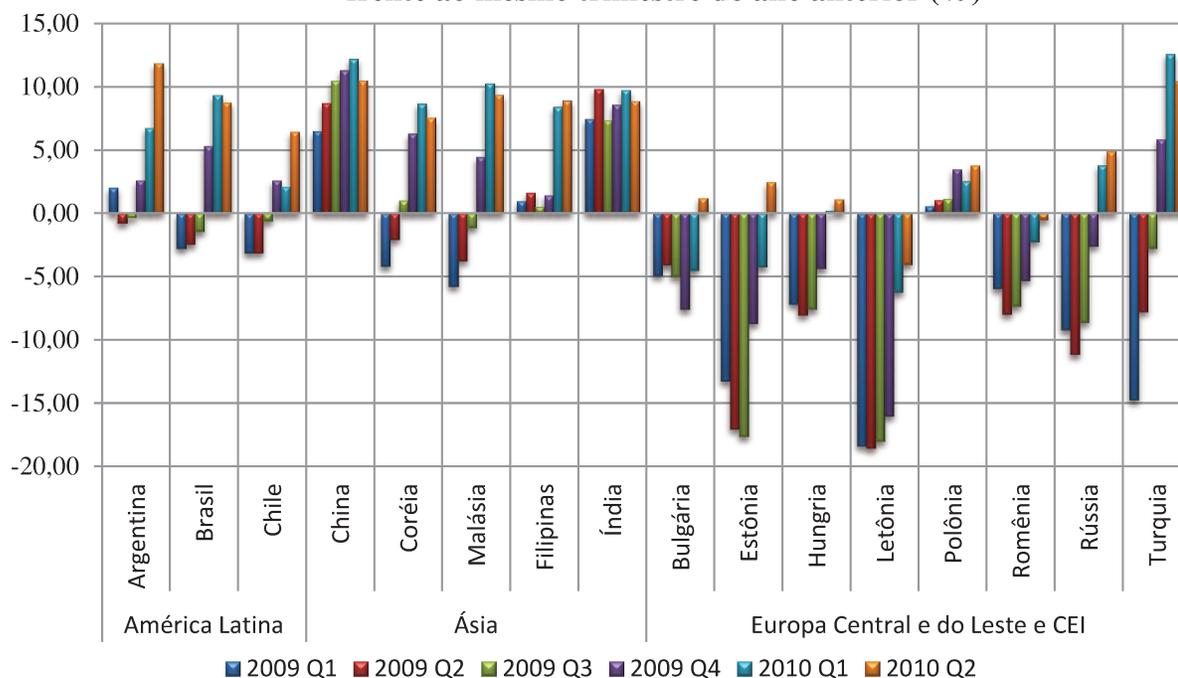
Gráfico 2.8: Variação das Reservas (US\$ Bilhões)



Fonte: World Economic Outlook Database. Elaboração Própria

Dessa forma, as políticas econômicas anticíclicas, somadas aos efeitos da retomada dos fluxos de capitais (via taxa de câmbio e preços dos ativos financeiros), ao novo ciclo dos preços das commodities e à recuperação da demanda externa, contribuíram para o melhor desempenho da atividade econômica dos quatro grupos de países emergentes ao longo de 2009 e 2010 (Gráfico 2.10; Prates, 2011).

Gráfico 2.9: PIB real de países emergentes selecionados: variação frente ao mesmo trimestre do ano anterior (%)



Fonte: International Financial Statistics. Elaboração Própria.

A região asiática destacou-se nessa retomada, pois respondeu rapidamente - por meio das medidas anticíclicas citadas - ao colapso do crédito comercial e da demanda externa provocado pela eclosão da crise sistêmica. Tal resposta, combinada ao padrão regional de inserção comercial e financeira e à estratégia de política econômica adotada no período pré-crise, possibilitou, segundo o FMI (2009a), uma rápida recuperação da atividade econômica na região entre fevereiro e março de 2009 (Gráfico 2.10; FMI, 2009a; Prates, 2011). A recuperação acima da média dos países emergentes decorreu, principalmente, do maior grau de liberdade da política fiscal, que possibilitou a sustentação ou aceleração da demanda interna nos países asiáticos, entre eles China, Índia, Indonésia e Coreia do Sul (Prates, 2011). Ademais, o restabelecimento da demanda mundial de eletroeletrônicos foi um fator importante para a retomada das exportações nos países da região. A recuperação da atividade econômica chinesa, mediante elevados investimentos públicos, também impulsionou essa retomada, visto que o crescimento chinês tem um efeito dinamizador importante sobre o comércio regional. É importante ressaltar que a liderança chinesa na recuperação da atividade econômica não se restringiu apenas à região

asiática, mas também ocorreu em âmbito mundial, impulsionando outros emergentes, principalmente aqueles exportadores de commodities.

No caso dos países latino-americanos, a adoção de políticas anticíclicas e os novos ciclos de fluxos de capitais e de commodities permitiram a recuperação da atividade econômica no segundo semestre de 2009, porém em menor ritmo que na região asiática. A política monetária expansionista e a política fiscal (principalmente nos países exportadores de commodities e possuidores de um mercado financeiro desenvolvido) possibilitaram o restabelecimento da demanda interna. (FMI, 2009b; Prates, 2011), que, no caso do Brasil, foi impulsionada pela atuação anticíclica dos bancos públicos (como será analisado no capítulo 3).

Já na Europa Central e do Leste e na CEI, a recuperação da atividade econômica foi bem mais lenta, em decorrência da grande dependência de financiamento externo - sobretudo de empréstimos bancários de bancos europeus - para financiar os expressivos déficits em conta correntes, e do elevado descasamento de moedas (Cintra & Prates, 2011; Prates, 2011, p. 361). O retorno dos fluxos de capitais aos mercados emergentes em 2009 não representou uma melhora expressiva no cenário, visto que os investidores se mostraram, num primeiro momento, seletivos, priorizando os países com melhor situação macroeconômica ou que ofereciam ativos com rentabilidade superior aos riscos envolvidos (FMI 2009c)⁶⁵.

Esse retorno seletivo gerou mais instabilidade aos preços-chave dos países emergentes europeus, resultando - juntamente com outros fatores tais como os diferentes graus de inserção no comércio intra-regional - no desempenho negativo do PIB em 2009 (Prates, 2011). Ademais, a recessão atingiu taxas recordes nos países bálticos (Letônia e Estônia), onde os regimes de câmbio fixo impediram a gestão anticíclica das políticas monetária e cambial. Nos países com regime de flutuação suja - caso de Hungria, Romênia- a taxa de câmbio absorveu os choques provocados pelo estrangulamento externo, porém outros canais de transmissão, como a contração do comércio regional, impulsionaram a queda no PIB. A exceção, verificada no gráfico, é a Polônia, que apresentou resultados positivos já em 2009, em razão da menor dependência das exportações como fonte de demanda agregada e da situação favorável das contas externas e fiscais (Prates, 2011; FMI, 2009 c).

⁶⁵ Conforme o FMI (2009c) a fragilidade das economias da região aumento os spreads dos títulos soberanos dos países, impactando as taxas de juros e a situação fiscal.

Em relação à recuperação da atividade econômica dos principais países da CEI, Rússia e Ucrânia, as diferenças decorreram das inserções comercial e financeira distintas dos dois países no período pré-crise. A Ucrânia enfrentou problemas semelhantes aos países da Europa Central e do Leste, como a grande dependência dos empréstimos em moeda estrangeira e a forte presença dos bancos europeus no país, além de sustentar um regime de câmbio fixo, o que impediu a redução da taxa de juros no país. Já a Rússia iniciou sua recuperação no segundo semestre de 2009, após a inversão de sinal dos dois principais canais de transmissão da crise (retração dos fluxos de capitais e deflação dos preços do petróleo), o que possibilitou a apreciação de sua moeda e a recuperação de suas receitas oriundas da exportação de petróleo (Prates, 2011; FMI, 2009d).

2.3.2.2. A EXPANSÃO DOS FLUXOS DE CAPITAIS E OS DESAFIOS DE POLÍTICA ECONÔMICA

A partir do último trimestre de 2009 e ao longo de 2010, a crise europeia se agravou, implicando ajuda do Banco Central Europeu (BCE) - por meio da compra de títulos soberanos em poder dos bancos -, da União Europeia e do FMI (plano de austeridade fiscal⁶⁶) (Prates & Cunha, 2011). Ademais, o cenário de fragilidade da recuperação econômica dos países avançados resultou na segunda rodada da política de afrouxamento quantitativo (*quantitative easing*) do Federal Reserve (Fed), a partir de novembro de 2010. O objetivo (oficial) dessa política era a redução das taxas de juros de longo prazo e a conseqüente alta dos preços dos ativos (Farhi, 2012). A expansão adicional da liquidez, feita pelo BCE e pelo FED, somada às expectativas pessimistas em relação à recuperação econômica nos países avançados, fomentaram ainda mais os fluxos de capitais para os países emergentes, atraídos pelas altas taxas de retorno e pela redução do diferencial de prêmio de risco entre as economias emergentes e avançadas (Prates & Cunha, 2011).

Ademais, o direcionamento dos fluxos de capitais deixou de ser seletivo e passou a envolver, de forma praticamente indiscriminada, sem diferenciação de riscos, o conjunto das moedas e ativos dos países emergentes. Os fluxos de capitais estritamente financeiros ganharam maior importância, em decorrência dos diferenciais de juros – que aumentaram em função das baixas taxas de juros nos países avançados -, e responderam por mais de 70 % do total de fluxos

⁶⁶ Para maiores detalhes sobre a crise na área do euro e o plano de austeridade fiscal, ver Farhi (2012); Farhi (2013); FMI (2011a).

de capitais privados em 2010 (Prates & Cunha, 2012). A velocidade da expansão dos fluxos de capitais também impressionou no período: segundo o FMI, os fluxos brutos atingiram 6% do PIB das economias receptoras em apenas 3 trimestres em 2009, percentual que demorou 3 anos para ser alcançado no ciclo anterior pré-crise. Além disso, os preços das commodities também foram impulsionados nessa etapa pelas especulações no mercado futuro, fomentadas pela expansão da liquidez e pelas baixas taxas de juros, pela liderança da China na retomada da economia mundial no contexto da crise, pelos choques de oferta e pelas turbulências políticas no norte da África e Oriente Médio, afetando, respectivamente, as commodities agrícolas e energéticas (Prates & Cunha, 2011 e 2012).

Inicialmente, conforme visto na subseção anterior, os dois novos ciclos de commodities e fluxos de capitais possibilitaram a reversão da depreciação cambial e a recuperação das economias emergentes, além de permitirem a retomada da estratégia de acumulação de reservas e o relaxamento das restrições externas ao crescimento nos países com déficit em transações correntes (Prates & Cunha, 2011). No entanto, a alta expressiva dos preços das commodities e a expansão dos fluxos de capitais provocaram desequilíbrios macroeconômicos e financeiros importantes nessas economias emergentes ao longo de 2010 e 2011, entre eles a excessiva apreciação cambial (impactando negativamente os saldos comerciais), a pressão fiscal devido ao acúmulo de reservas e bolhas especulativas geradas nos mercados de crédito, de ativos e de câmbio.

Ademais, tais desequilíbrios foram gerados pelo *mix* entre “apreciação-acúmulo de reservas”, que se diferenciou de acordo com os distintos objetivos das políticas cambiais adotadas pelos países emergentes. Alguns países, como a China e a Rússia, optaram por resistir ao máximo à apreciação cambial, a fim de manter as respectivas taxas de câmbio num patamar competitivo (Prates & Cunha, 2011). Outros países foram menos agressivos na compra de reservas e /ou permitiram a apreciação de suas moedas de forma rápida e intensa, como no caso do Brasil (Gráfico 2.8). Nesse último grupo de países, esse movimento de apreciação tornou-se indesejável devido aos seus efeitos deletérios sobre a competitividade dos produtos domésticos (num contexto de acirramento da concorrência e fragilidade econômica nos países avançados) e, assim, sobre a balança comercial (Prates & Cunha, 2011, p. 8). Além disso, essa apreciação comprometeu a estabilidade financeira, ao estimular o endividamento em moeda estrangeira e, no caso dos países da Europa Central e do Leste, provocar o descasamento de moedas (Prates &

Cunha, 2011 p. 8). Além da apreciação cambial, o boom dos fluxos de capitais também causou sobreaquecimento econômico em algumas economias emergentes, com excessiva expansão do crédito e inflação dos ativos, estimulados por taxas de juros reduzidas. Adicionalmente, o contexto de demanda aquecida somada à alta dos preços das commodities resultou na aceleração da inflação em vários países.

Portanto, o manejo dos instrumentos de política cambial e monetária até então praticados se mostrou insuficiente para neutralizar os desequilíbrios decorrentes do excesso de liquidez no mercado financeiro e conter a trajetória de apreciação das moedas periféricas. O boom dos fluxos de capitais e de commodities e a própria saída bem sucedida da crise de grande parte dos países emergentes graças às políticas anticíclicas geraram instabilidades nas taxas de câmbio e de juros (derivadas das assimetrias macroeconômicas) e colocaram novos desafios para política econômica. As medidas convencionais de política econômica, uma possível resposta aos desequilíbrios, não se mostraram capazes de conter as instabilidades. Por exemplo, o aumento da taxa de juros em alguns países a partir do primeiro semestre de 2010 (Tabela 2.10) – visando a contenção da bolha de crédito e da demanda interna - gerou mais instabilidade nas taxas de câmbio, pois os ganhos esperados das operações de *carry trade* aumentaram ainda mais, em função da elevação do diferencial de juros e da expectativa de apreciação cambial das moedas periféricas (Prates & Cunha, 2012).

Dessa forma, outras medidas de política econômica começaram a ser utilizadas por alguns países emergentes. A regulação financeira prudencial - destinada a promover a estabilidade dos sistemas financeiros nacionais, por meio da redução da probabilidade de risco sistêmico (Borio, 2011) - foi adotada em países como Turquia, Brasil, Coréia do Sul e Peru, com a introdução de limites à taxa LTV (*Loan-To-Value*), provisões, além de outras medidas destinadas principalmente a conter a expansão do crédito interno. Em relação aos fluxos de capitais, alguns países emergentes promoveram mudanças importantes, com a adoção de técnicas de gestão dos fluxos de capitais. Nesse contexto, os organismos multilaterais, entres eles o FMI, e a literatura econômica passaram a reconhecer a necessidade – em algumas circunstâncias - de medidas para lidar com a expansão dos fluxos de capitais. Novas abordagens sobre o tema surgiram, com mudanças e ampliações nos conceitos até então utilizados, como será visto à seguir.

a) AS NOVAS ABORDAGENS SOBRE CONTROLES DE CAPITAIS NO CONTEXTO DA CRISE

De acordo com Rodrik (2010), a mudança de posição do FMI em relação aos controles de capitais após a volta dos fluxos de capitais em 2009 pode ser considerada o marco de uma nova era das finanças globais. A instituição publicou diversos trabalhos que, embora considerem a liberalização das contas financeiras a melhor alternativa no longo prazo para os países emergentes, veiculam uma nova abordagem em torno da utilização desses controles (FMI, 2010, 2011b, 2012; Ostry et. al., 2010 e 2011). Nos estudos preliminares (FMI, 2010, 2011; Ostry et. al., 2010, 2011), o FMI apresenta os instrumentos considerados fundamentais para lidar com grandes influxos de capitais, e os hierarquiza. Primeiramente, os países devem adotar políticas macroeconômicas de acordo com suas especificidades. Por exemplo, se os países possuem moeda depreciada, a resposta apropriada seria permitir a apreciação da moeda como resposta ao influxo de capital; ou, se as reservas internacionais estiverem relativamente baixas, a estratégia de acumulação de reservas seria o desejável (Ostry et. 2010).

Juntamente com as alternativas de política econômica, os países devem empreender medidas de regulação prudencial no sistema financeiro. De acordo com Ostry et al. (2011) a regulação tem de ser microprudencial - visando cada instituição financeira - e macroprudencial - que objetiva a redução do risco sistêmico - e pode ser dividida analiticamente em duas “áreas”: i) medidas baseadas na discriminação das moedas nas quais são feitas as transações; ii) e outras medidas prudenciais, visando à redução do risco sistêmico, como por exemplo, as provisões contra perdas e os requerimentos de capitais contracíclicos.

Porém, se todas as possibilidades de utilização dos instrumentos de política econômica e regulação prudencial não se mostrarem efetivas em mitigar os desequilíbrios gerados pelos influxos de capitais, os controles de capitais podem ser usados como recurso de última instância (Ostry et. al., 2011). Ademais, o FMI define os controles de capitais como medidas que restringem as transações entre residentes e não residentes, refletindo o conceito jurídico utilizado pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE).

A divisão confusa entre as funções dos instrumentos propostos para lidar com os influxos de capital foi amenizada com a introdução do conceito de *Capital Flows Management* (CFM) ou “Manejo dos Fluxos de Capitais” - utilizada no relatório do FMI em março de 2011 e em Ostry et. al. (2011) - que engloba várias medidas (administrativas, tributárias, prudenciais)

capazes de influenciar e/ou redirecionar os fluxos de capitais, freando possíveis tendências de apreciação cambial (FMI, 2011, p.40). Tais medidas são divididas em dois grupos: aquelas que discriminam residentes e não residentes; e aquelas que não discriminam os investidores, e são destinadas a transações realizadas em outras moedas ou outras operações do setor financeiro. Entretanto, apesar de utilizar um conceito mais amplo, o FMI (2011a, p.41) continuou estabelecendo uma hierarquia entre as ações na qual prevalecia a defesa do investidor não residente. Além disso, o FMI também recomendou que os controles deveriam ser *price-based*, em detrimento dos controles *quantitative-based*.

Já a visão institucional do FMI, publicada em dezembro de 2012, não estabelece explicitamente uma hierarquia entre os instrumentos. De acordo com o FMI (2012), o CFM dependerá das especificidades macroeconômicas e financeiras de cada país e pode ser útil em momentos de incertezas e falta de efetividade da política macroeconômica. O documento também recomenda a utilização do CFM sobre os fluxos de saída, mas somente em períodos de crise iminente e com elevados riscos de fuga de capital, como no caso da Islândia. Entretanto, as recomendações da instituição insistem em evitar medidas que discriminem residentes e não residentes: “*CFMs should seek to avoid discrimination based on residency, and the least discriminatory measure that is effective should be preferred*” (FMI, 2012, p. 36).

A posição do FMI desenvolvida ao longo da crise foi criticada por outras abordagens sobre o tema. Na visão de Fritz e Prates (2014), a definição preliminar do FMI, que tratava os controles de capitais como um mecanismo temporário de última instância, colocava sérios limites ao *espaço de política econômica* necessária aos países emergentes. Ademais, diferentemente do conceito restrito aplicado pelo FMI, Fritz & Prates (2014, p.9) definem como controles de capitais uma variedade de instrumentos de regulação (*price* ou *quantitative-based*, *residency* ou *currency-based*) destinados a gerir os fluxos de entrada e saída de capital que não são intermediados pelo sistema bancário e, portanto, não pertencem ao escopo da regulação prudencial. A regulação prudencial, por sua vez, consiste em instrumentos regulatórios que afetam a posição de ativos e passivos dos bancos residentes. Entretanto, apesar dos instrumentos distintos, os objetivos são os mesmos: afetar os fluxos de capitais, seja por razões prudenciais, seja por razões macroeconômicas – como conter a apreciação cambial (Fritz & Prates, 2014).

Portanto, o que prevalece – principalmente nos mercados emergentes, caracterizados por um alto grau de abertura financeira - é a sinergia entre controles de capitais e regulação

prudencial na gestão dos fluxos (Fritz & Prates, 2014). Dessa forma, as autoras aderem à abordagem de Epstein, Gabriel & Jomo (2004), que englobam o *menu* tradicional de controle de capitais e as regulações financeiras prudenciais no termo Técnica de Gestão dos Fluxos de Capitais (*Capital Management Techniques*).

Fritz & Prates (2014) também ressaltam que a adoção do conceito amplo de técnicas de gestão dos fluxos de capitais pode ser insuficiente para cobrir todos os riscos inerentes à inserção na globalização financeira. Dessa forma, outro tipo de regulação, que incide sobre as operações com derivativos cambiais, pode ser necessária, conforme a institucionalidade do mercado de câmbio de cada país. Fritz & Prates (2014, p.9) classificaram esses instrumentos como “Técnicas de Gestão de Derivativos”, que têm impacto sobre essas operações, que nem sempre envolvem movimentos de capitais na conta financeira do balanço de pagamentos.

Outro posicionamento crítico em relação ao FMI é desenvolvido por Gallagher, Griffith-Jones & Ocampo (2012), que propõem o conceito de Regulação da Conta de Capital⁶⁷ (*Capital Account Regulation*). O termo abrange os controles de capitais e outras restrições aos fluxos de capitais pertencentes a um amplo conjunto de regulações financeiras. Ou seja, a regulação da conta de capital é mais um tipo de regulação, assim como as regulações do sistema financeiro doméstico, por exemplo. De acordo com Gallagher (2011), a regulação da conta de capital deve ser implantada de maneira permanente e contracíclica, a fim de atenuar a volatilidade da taxa de câmbio, evitar descasamentos de moedas, limitar a atividade especulativa em uma economia e prover espaço de política econômica para a adoção de uma política monetária independente e a perseguição de uma taxa de câmbio estável.

Os autores também defendem uma coordenação internacional das regulações das contas de capitais dos países mediante um posicionamento mais ativo dos organismos multilaterais - entre eles o FMI e o Financial Stability Board (FSB) - a fim de alcançar dois objetivos principais: i) reduzir o estigma negativo desse tipo de regulação; ii) atingir não apenas os países emergentes e em desenvolvimento, alvos dos influxos de capitais, mas também os países de origem, que estimulam o boom dos fluxos de capitais por meio de políticas econômicas descoordenadas. Ademais, a posição dos organismos multilaterais em favor da regulação da conta de capital é fundamental para que a institucionalização da liberalização e abertura financeiras -

⁶⁷ A conta de capital é o termo antigo que registrava os fluxos de entrada e saída de capitais. Atualmente, estas transações são registradas na Conta Financeira do balanço de pagamentos.

feita por meio de acordos bilaterais de comércio ou investimentos, ao longo do processo de globalização financeira, que proibiam qualquer tipo de restrição da conta financeira – seja combatida em prol dos benefícios da regulação listados acima (Gallagher, Griffith-Jones & Ocampo, 2012)⁶⁸.

Já Priewe (2011), a partir de um posicionamento crítico em relação à classificação utilizada pelo FMI, propõe uma abordagem mais ampla ao tema. De acordo com o autor, uma divisão clara dos efeitos das medidas destinadas a influenciar os fluxos de capitais – como propôs o FMI em seus trabalhos preliminares - é muito difícil de ser observada na prática. Dessa forma, Priewe (2011) engloba em sua definição todos os tipos de regulação e políticas que direta ou indiretamente influem no movimento de capitais. A chamada Gestão da Conta de Capitais integra as políticas macroeconômicas (monetária, fiscal e cambial), a regulação prudencial e os controles de capitais em um pacote de medidas, de curto e longo prazo, que visa limitar os riscos inerentes a fluxos de capitais específicos.

Portanto, percebe-se claramente uma mudança de rumo na discussão sobre controles de capitais no contexto da crise. O debate não se encontra mais centrado na escolha entre liberalização de capitais e controles de capitais, e a literatura recente reflete um consenso sobre a importância dos controles na redução das instabilidades causadas pelos fluxos de capitais. Ademais, as diversas abordagens apresentadas inseriram os controles de capitais em um conceito mais amplo - que abrange a regulação prudencial do sistema financeiro doméstico - e descreveram outros tipos de regulação direcionados a mercados específicos, como no caso dos derivativos cambiais. Dessa forma, com o intuito de explicitar e especificar as medidas destinadas a conter diretamente os efeitos indesejáveis dos fluxos de capitais, esta dissertação usará os termos “Técnica de Gestão dos Fluxos de Capitais” de Epstein, Gabriel & Jomo (2004) e “Técnicas de Gestão de Derivativos” de Fritz & Prates (2014), pois estas técnicas devem ser separadas de outros instrumentos de política que não possuem o objetivo direto de regular esses fluxos.

⁶⁸ Uma análise sobre a relação entre regulação da conta de capitais e acordos comerciais no caso do Brasil pode ser vista em Paula & Prates (2013).

b) AS TÉCNICAS DE GESTÃO DOS FLUXOS DE CAPITALS NOS PAÍSES EMERGENTES

A experiência dos países emergentes com as técnicas de gestão dos fluxos de capitais foi abordada pelo FMI (2011c), por meio da análise de economias emergentes que receberam elevados fluxos de portfólio ao longo da crise: Brasil, Indonésia, Coréia do Sul, Peru, África do Sul, Tailândia e Turquia. Tais países caracterizaram-se pelos elevados fluxos de capitais líquidos em relação ao PIB, pela grande participação dos fluxos de portfólio na composição total e por elevadas apreciações cambiais (Tabela 2.11).

Tabela 2.11: Variáveis macroeconômicas nos países emergentes selecionados

País	Fluxos de Capitais Líquidos (% PIB) ¹	Concentração dos Fluxos Líquidos	Apreciação ² (%)	Variação das Reservas ³	Inflação ⁴	Crédito Interno ⁴	Adotou GFC?
Brasil	6,2	Portfólio	38,4	6	5	12,9	Sim
Indonésia	2,6	Portfólio	19,4	7,4	6,2	9,2	Sim
Coréia	1,9	Portfólio	17,5	10,7	3,3	0,4	Sim
Peru	5,9	Investimento Direto	5,6	9	2,1	9,3	Sim
África do Sul	6,6	Portfólio	41,4	2,6	3,6	-0,1	Não
Tailândia	5	Outros Fluxos de Capital	9,3	22,3	3,1	4,3	Sim
Turquia	6,9	Outros Fluxos de Capital	6,5	1,7	7,9	21,4	Sim

Fonte: FMI (2011b) e Prates & Cunha (2011). Elaboração Própria.

Notas:

(1) Período: terceiro trimestre de 2009 ao segundo trimestre de 2010.

(2) Variação (%) da taxa de câmbio nominal efetiva do piso da crise até dezembro de 2010.

(3) Aumento em % do PIB, do piso da crise até dez/2010.

(4) Variação do índice de preços (em%) frente ao mesmo mês do ano anterior, média do 2º sem/2010.

No triênio 2009-2011, cinco países da amostra acima destacaram-se na utilização de técnicas de gestão de fluxos de capitais: Brasil, Coréia do Sul, Tailândia, Indonésia e Peru⁶⁹. De

⁶⁹ A Turquia utilizou instrumentos de regulação macroprudencial, concentrados em operações em moeda nacional e, portanto, priorizando o sistema financeiro doméstico. Já a África do Sul optou pelo aumento do grau de liberalização dos fluxos de saída, que, apesar de visar à contenção da apreciação cambial, impulsionou a instabilidade da taxa de câmbio, já que deixa a economia

maneira geral, essas técnicas tiveram os seguintes objetivos: conter a apreciação cambial e/ ou as bolhas especulativas nos mercados de crédito e de capitais; evitar que o ajuste contracionista na política monetária ampliasse ainda mais os desequilíbrios macroeconômicos (principalmente na taxa de câmbio) e/ ou conferir maior autonomia à política monetária (Prates & Cunha, 2011).

Cada país optou por uma combinação específica de técnicas de gestão de fluxos de capitais. Indonésia e Coréia do Sul priorizaram as medidas macroprudenciais, utilizando instrumentos prudenciais para regular os empréstimos de curto-prazo em moeda estrangeira dos bancos nacionais. Ou seja, tais medidas atuaram como controles de capitais, impactando as transações entre residentes e não residentes. Na Tailândia, foram privilegiadas medidas de controles de capitais *price-based* para desestimular o ingresso de recursos externos. Já no Brasil e Peru, optou-se pelos dois tipos de técnicas de gestão de fluxos de capitais. Os controles *price-based* predominaram nos dois países, como, por exemplo, o Imposto de Operações Financeiras (IOF) no Brasil ou requerimentos de reserva não remunerados no Peru⁷⁰.

Ademais, é necessário destacar as especificidades do caso do Brasil. Inicialmente – a partir do final de 2009 – o país adotou o IOF para conter alguns tipos de fluxos indesejáveis, que causavam instabilidades ao mercado financeiro: os investimentos de portfólio em ações e renda fixa (Fritz & Prates, 2014). Entretanto, tais medidas não foram suficientes para conter a apreciação cambial, já que no país – conforme mencionado na primeira seção e que será ressaltado no capítulo 3 – há a especificidade do mercado de derivativos cambiais, que possui grande influência no comportamento da taxa de câmbio no país (Fritz & Prates, 2014). O acesso irrestrito a esse tipo de mercado a partir dos anos 2000 fez com que, em períodos de baixa aversão ao risco, a atuação dos investidores estrangeiros resultasse na tendência a apreciação do real por meio da operação de *carry trade* nos mercados de derivativos de câmbio, ou seja, uma aposta que reflete uma posição vendida na moeda de *funding* e uma posição comprada na moeda alvo. Ademais, tal operação poderia ser feita sem a necessidade de desembolso de quantia em moeda estrangeira e até mesmo doméstica, já que os investidores poderiam preencher o requerimento de margem via títulos públicos ou fiança bancária (Fritz & Prates, 2014).

mais vulnerável a possíveis reversões do fluxo (Baumann & Gallagher, 2013). Esses dois exemplos, portanto, não podem ser considerados técnicas de gestão dos fluxos de capitais, pois visam ao sistema financeiro doméstico e propõem a desregulamentação dos fluxos de capitais, respectivamente (FMI, 2009c).

⁷⁰ A lista completa de todas as medidas de gestão de fluxos de capitais praticadas pelos países selecionados entre 2009 e janeiro de 2011 pode ser vista em FMI (2011; p. 37-39).

Dessa forma, as técnicas de gestão de fluxos de capitais não conseguiam afetar as transações acima, pois a maioria delas não envolvia fluxos de entrada ou saída de capitais. Uma regulação específica em relação aos derivativos precisou ser adotada, sendo intitulada, por Fritz & Prates (2014), de Técnicas de Gestão de Derivativos. Com a adoção dessas medidas em 2010 e 2011 (que serão especificadas no capítulo 3), a tendência de apreciação do real começou a ser revertida após julho de 2011, fazendo com que as técnicas de gestão de derivativos se mostrassem efetivas diante do objetivo traçado.

Portanto, o uso de técnicas de gestão de fluxos de capitais e/ou de derivativos pelos países emergentes foi importante para a redução das instabilidades e movimentos indesejáveis nas taxas de câmbio e de juros causadas pelo elevado ingresso de fluxos de capitais. Ademais, tais medidas auxiliaram na contenção do crescimento do crédito (contribuindo indiretamente para o controle da inflação) e/ou no aumento da competitividade dos produtos domésticos.

2.4. CONSIDERAÇÕES FINAIS: O CICLO DE FLUXOS DE CAPITAIS E AS INCERTEZAS DA ECONOMIA GLOBAL

Este capítulo procurou analisar os principais condicionantes das respostas de política econômica e da recuperação dos países emergentes no contexto da crise financeira global, além de apontar os principais desafios de política no período. Os países que priorizaram, em suas inserções comercial e financeira, a estabilidade das taxas de juros e de câmbio e evitaram a geração de desequilíbrios macroeconômicos no período pré-crise, conseguiram atenuar o efeito-contágio da crise sistêmica em 2008, pois possuíam o *policy space* necessário para adotar medidas anticíclicas nesse período crítico, o que tornou a recuperação dessas economias mais rápida. Em outras palavras, os países possuidores de moedas ilíquidas internacionalmente que conseguiram atenuar as instabilidades macroeconômicas inerentes às assimetrias monetária e financeira tiveram espaço para atuar como *policy makers* e não apenas como *policy takers*.

Esse é o caso de grande parte dos países asiáticos e, em menor medida, dos países latino-americanos, que aproveitaram o período de boom dos fluxos de capitais pré-crise para acumular reservas e melhorar as contas externas (redução do endividamento externo e aumento do nível de reservas internacionais) e fiscais (Relação Dívida/PIB). No caso dos países da Europa Central e do Leste e da CEI, o aumento expressivo da participação dos bancos estrangeiros e dos

empréstimos em moeda estrangeira gerou importantes descasamentos de moedas no balanço das empresas, bancos e famílias, que, juntamente com os expressivos déficits em transações correntes, deixou as economias da região vulneráveis a uma possível reversão dos fluxos de capitais e dificultou a promoção de políticas anticíclicas e a rápida recuperação após a eclosão da crise sistêmica.

A fase de alta dos novos ciclos de fluxos de capitais e de commodities auxiliaram os países emergentes na recuperação de suas atividades econômicas, porém geraram desequilíbrios macroeconômicos, agravados ainda pela fragilidade econômica dos países avançados nesse período. Ademais, tornou-se evidente nesse momento a incapacidade das políticas econômicas engendradas no período pré-crise de solucionar as instabilidades decorrentes do retorno dos fluxos de capitais. Dessa forma, mudanças consistentes de política econômica surgiram em alguns países, com a adoção de técnicas de gestão dos fluxos de capitais, que refletiu uma ação dos países contra as volatilidades e desequilíbrios provocados pelo excesso de fluxos de portfólio.

No entanto, é importante ressaltar que essa nova combinação de políticas está ameaçada pelas incertezas em relação à economia mundial, surgidas principalmente a partir de 2012. A desaceleração da economia chinesa e da demanda global, bem como as incertezas em relação à continuidade da política de afrouxamento quantitativo (*quantitative easing*) pelo Fed, provocaram turbulências nos mercados financeiros. Esse cenário fez alguns países – como Brasil, Turquia e Peru – recuarem no uso das técnicas de gestão dos fluxos de capitais em 2012, o que trouxe novamente à tona as assimetrias macroeconômicas dessas economias e a posição dos países emergentes como *policy takers* a nível global.

3. A POLÍTICA ECONÔMICA NO BRASIL NO CONTEXTO DA CRISE FINANCEIRA GLOBAL (2008-2012)

INTRODUÇÃO

As respostas do Brasil aos impactos da crise financeira global evidenciaram mudanças importantes e inéditas na condução da política econômica. A presente dissertação mostrou nos dois capítulos precedentes parte dos determinantes dessa mudança e pretende, neste capítulo, tratar das especificidades do caso brasileiro.

Para tanto, a abordagem será feita a partir de uma ordem cronológica. Ou seja, a primeira seção tratará da inserção comercial e financeira e da política econômica adotada no período pré-crise (2003 a 2007) que resultou no grau de liberdade necessário para a execução de políticas anticíclicas. Tal seção enfatizará os dois momentos distintos na condução da política econômica no período pré-crise: i) 2003-2005, quando o ajuste macroeconômico conservador foi preponderante e o desempenho da economia brasileira respondeu primordialmente ao cenário externo favorável no período; ii) 2006-2007, período de mudança na condução da política econômica que ampliou o uso de medidas de estímulo ao consumo e investimento. A seção também se debruçará sobre o tema da vulnerabilidade externa, cuja redução foi um dos principais feitos do período 2003-2007.

A segunda seção abordará o período 2008-2012 dividindo-o em dois momentos: i) 2008-2010, período que retrata a adoção de medidas anticíclica e a recuperação da economia brasileira frente à volta do cenário de abundância de capitais; ii) 2011-2012, quando se observou a mudança da gestão da política econômica frente aos desafios impostos pela metamorfose da crise e pela dinâmica de crescimento interna. Por fim, as considerações finais fazem um balanço das mudanças de política econômica do Brasil no contexto da crise, principal objetivo desta dissertação.

3.1. A POLÍTICA ECONÔMICA NO PRÉ-CRISE: 2003 A 2007

Conforme enfatizado no capítulo 2, o período de 2003 a 2007 foi marcado por um cenário externo extremamente favorável, tanto nas finanças quanto no comércio mundial. A

interação entre esse cenário favorável, a política macroeconômica e os aspectos estruturais - tais como o grau de abertura financeira e a institucionalidade do sistema financeiro nacional - caracterizaram a inserção comercial e financeira do Brasil no período (Prates, 2006). Ademais, essa interação possibilitou a redução da vulnerabilidade externa e a posição credora em moeda estrangeira do setor público no período de boom pré-crise, fatores fundamentais para a ampliação do grau de autonomia da política econômica.

O período de bonança compreendeu boa parte do governo de Luiz Inácio Lula da Silva (Lula) e teve duas fases distintas em termos de política macroeconômica. A primeira, que vigorou entre 2003 e o primeiro semestre de 2005, caracterizou-se pela manutenção e aprofundamento do tripé macroeconômico, que consistia na combinação do regime de câmbio flutuante com a política de metas de inflação e metas de superávit primário, e foi adotado no governo de Fernando Henrique Cardoso (FHC) após a crise cambial em 1999. Nesse momento a política macroeconômica visava principalmente à recuperação das contas externas, por meio de adoção de políticas conservadoras a fim de recuperar a credibilidade do mercado (“*fear of the market*”). No segundo momento, que abrange o biênio 2006-2007, a melhora nas contas externas e a mudança de comando no ministério da fazenda (Antônio Palloci por Guido Mantega) provocaram mudanças importantes na gestão macroeconômica, que passou a se concentrar na dinâmica interna, por meio de estímulos ao consumo e, em menor medida, ao investimento. Os principais fatores que permearam essas duas fases são a recuperação das contas externas e a consequente redução da vulnerabilidade externa, em decorrência principalmente dos ciclos de liquidez internacional e dos preços das *commodities*.

Essa seção está dividida em três subseções. As duas primeiras abordam os dois momentos desse período citados acima, visando entender o impacto da interação entre o boom dos fluxos de capitais, a alta de preços das *commodities* e a política econômica sobre a economia brasileira. Já a terceira subseção analisará a redução da vulnerabilidade externa durante o período pré-crise por meio de indicadores de solvência e liquidez - que constituem “medidas” convencionais da vulnerabilidade externa no médio e longo prazo e no curto prazo, respectivamente - dada a sua importância para a compreensão das medidas adotadas no contexto da crise financeira global.

3.1.1. O PERÍODO 2003-2005: TEMOR AOS MERCADOS FINANCEIROS

O momento de baixa do ciclo de liquidez internacional dos anos 1990, iniciado em 1997, em combinação com a política macroeconômica posta em prática após 1999 – o tripé macroeconômico citado acima - e o aprofundamento da abertura financeira, intensificaram a deterioração das contas externas e públicas da economia brasileira. Como observa Carneiro (2006, p. 11), a busca pela estabilidade inflacionária, via regime de metas de inflação, veio acompanhada da amplificação da instabilidade macroeconômica, verificada no comportamento dos preços-chave da economia (taxas de câmbio e de juros). O regime de câmbio flutuante e o caráter instável dos fluxos financeiros no período resultaram numa taxa de câmbio volátil. Dessa forma, a interdependência das taxas de câmbio e de juros foi explicitada, sendo esta última subordinada aos movimentos da primeira, a fim de se evitar a desvalorização exacerbada e o consequente impacto inflacionário.

A incapacidade desse arranjo macroeconômico e institucional em lidar com a escassez de fluxos de capitais, determinada fundamentalmente pela dinâmica do mercado financeiro internacional, levou o governo FHC a recorrer ao FMI, que cumpriu o papel de suprir liquidez em moeda estrangeira a partir de 2000. O cenário se deteriorou ainda mais em 2002 - ano eleitoral – com o aumento das especulações contra a moeda brasileira, gerando mais instabilidade na taxa de câmbio e intensificando a deterioração das contas externas e das finanças públicas. A forte desvalorização cambial contribuiu para a inflação chegar ao patamar de 12%, apesar das taxas de juros elevadas no período (20,5%). Ademais, as reservas internacionais chegaram a níveis alarmantes: as reservas líquidas ajustadas, que excluem os empréstimos do FMI, despencaram para US\$ 16,3 bilhões em dezembro de 2002 (Carneiro, 2006; Prates, 2006).

Entretanto, a partir de 2003, a emergência da fase de alta de um novo ciclo de liquidez internacional e a retomada do dinamismo da demanda global se tornaram fundamentais para a reversão desse ambiente de extrema instabilidade. O cenário externo favorável em interação com as políticas macroeconômicas pró-mercado praticadas durante a primeira fase do governo Lula se traduziram em redução da vulnerabilidade externa e crescimento econômico puxado inicialmente (em 2003) pela dinâmica externa.

Com o intuito de se beneficiar do cenário externo favorável, o governo adotou uma postura conservadora na área econômica, buscando retomar a credibilidade dos mercados (De

Conti, 2013). Esse comportamento foi refletido no compromisso assumido por Lula antes da eleição de respeitar o acordo com o FMI e na composição da equipe econômica formada por Antônio Palocci, Ministro da Fazenda, e Henrique Meirelles, presidente do Banco Central (De Conti, 2013).

Dessa forma, a política macroeconômica nesse primeiro momento, baseada no “*fear of the market*” (temor aos mercados), revelou-se em certos aspectos mais ortodoxa do que a do governo anterior. O tripé macroeconômico não foi apenas mantido, mas aprofundado em alguns pilares, como a elevação da meta de superávit primário (que no governo FHC era de 3,2% do PIB e chegou a 4% do PIB em 2005) e o aumento da meta da taxa básica de juros logo no primeiro semestre de 2003, com o objetivo de conter as pressões inflacionárias. Apesar do recuo dessa taxa no final de 2003, a taxa básica voltou a subir em 2004 e 2005, sob alegação novamente de pressões inflacionária (ver gráfico 3.1). A trajetória ascendente da taxa de juros no período combinada com a queda dos juros nos países centrais resultou num aumento do diferencial entre os juros internos e externos, que estimulou o ingresso de fluxos de capitais para o mercado financeiro nacional.

Esse patamar anômalo da taxa de juros associado ao ciclo de liquidez internacional favorável⁷¹ contribuíram para a valorização nominal e real da moeda brasileira durante o período⁷² (ver gráfico 3.2), sob o regime de câmbio flutuante. Além do condicionante externo da gestão cambial - a fase de alta do ciclo de liquidez -, há também um condicionante interno fundamental, que está inserido no conceito de liquidez de mercado citado no capítulo dois: o grau de abertura financeira. Em 2003, a economia brasileira já apresentava um grau elevado de abertura financeira e os investidores estrangeiros possuíam as mesmas opções de aplicação que os residentes (Resolução n. 2689 de 2000). Durante o governo Lula, o grau de abertura financeira foi aprofundado, principalmente em relação aos fluxos de saída, com a extinção das contas CC-5 e a extinção da cobertura cambial das exportações⁷³ (Prates, 2006; Biancareli, 2010; Machado, 2011).

⁷¹ A reversão do *overshooting* cambial de 2002 já era esperada não apenas em função do ciclo de liquidez internacional favorável, mas também dos patamares inéditos alcançados pela taxa de câmbio, de maneira que estava claro para a maioria dos investidores externos e internos que a tendência dominante seria de apreciação em 2003 (De Conti, 2013).

⁷² Conforme observa Prates (2006) o movimento semelhante da taxa de câmbio nominal e real no período 2003-2005 se deve não apenas à melhora dos termos e troca em razão do aumento dos preços das commodities, mas também a dinâmica dos fluxos de capitais e do mercado de derivativos de câmbio.

⁷³ De acordo com Biancareli (2009), a extinção das contas de não residentes do sistema financeiro doméstico – criadas pela Carta Circular n. 5 de 1969 – foi decretada pela Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) n. 3265 de 2005, e passou a permitir todas as operações de câmbio. A flexibilização da cobertura cambial das exportações (autorização de manutenção das

A elevada mobilidade de capitais entre o país e o exterior impulsionaram os mercados de derivativos cambiais, tornando a taxa de câmbio mais volátil e interligando ainda mais as políticas monetária, cambial e fiscal (Prates, Cunha & Lélis, 2008). Dessa forma, o patamar elevado da taxa de juros não só estimulou o ingresso de fluxos financeiros no mercado de câmbio a vista, mas também resultou no aumento dos movimentos especulativos no mercado de derivativos cambiais. Além disso, conforme observa Prates (2006, p. 133), as altas taxas de juros acabaram “impondo sérios constrangimentos à compra de divisas pela autoridade monetária, ao elevar o custo das operações de esterilização, reduzindo o raio de manobra do Banco Central na gestão cambial”.

Em relação aos objetivos macroeconômicos da política cambial no período 2003-2005 – e durante todo o período pré-crise - deve-se ressaltar a busca pelo controle da inflação (que permeou na verdade todo o período 2003-2008), a redução da vulnerabilidade externa e a melhora no *rating* soberano⁷⁴. No que tange ao primeiro objetivo, observou-se uma subordinação da gestão do regime de câmbio flutuante ao regime de metas de inflação; ou seja, a apreciação cambial se transformou num instrumento-chave para conter o *pass-through* elevado das variações da taxa de câmbio para a inflação, característico do Brasil e das demais economias emergentes⁷⁵ (Prates, Cunha & Lélis, 2008). Já em relação ao segundo objetivo, buscou-se a redução da vulnerabilidade externa por meio da redução da dívida externa e do acúmulo de reservas internacionais.

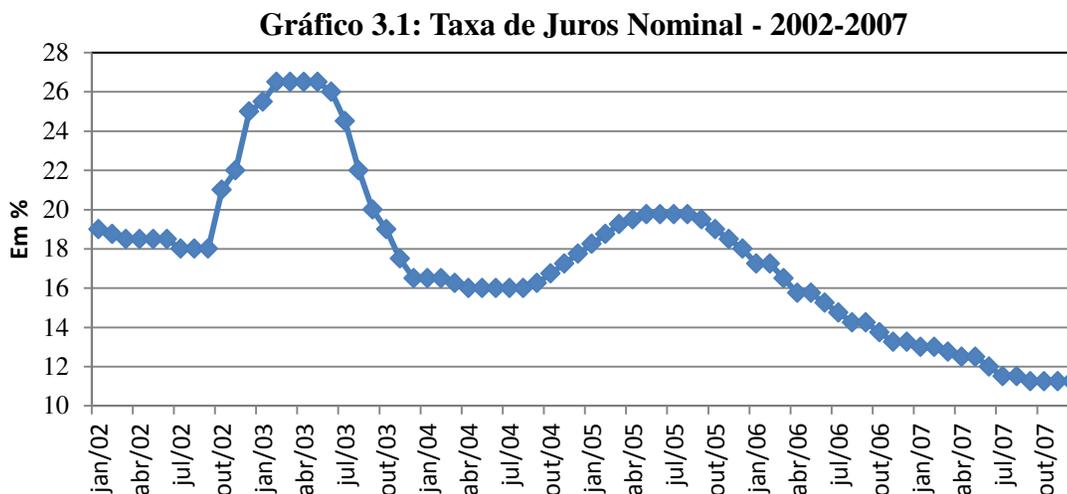
A política fiscal arcou com o ônus maior dos desequilíbrios oriundos da política de estabilidade inflacionária. Foram múltiplas as restrições impostas à política fiscal, dentre elas a perda do papel anticíclico e indutor do crescimento (Carneiro, 2006). Assim, o objetivo alcançado nessa área concentrou-se na dívida pública. Durante o período, obteve-se um perfil mais adequado dessa dívida em termos de composição com redução e quase extinção da parcela indexada ao câmbio e a diminuição da parte atrelada aos juros do *overnight* (Carneiro, 2006). Quanto ao ajuste fiscal, ele foi alcançado com o aumento simultâneo de gastos e receitas, sendo

receitas de exportação no exterior) também foi iniciada por essa resolução n. 3265, que permitiu a manutenção dessas receitas no exterior por 210 dias e finalizada com a Resolução do CMN n. 3548 de 2008, que não estabelece restrição de prazo para a manutenção das receitas de exportação no exterior.

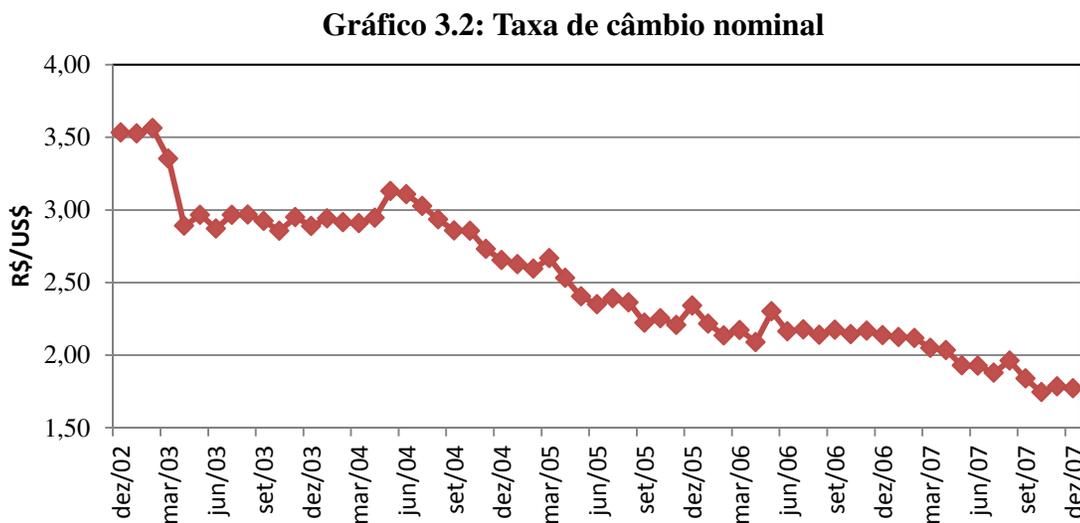
⁷⁴ De acordo com Prates (2007b) a política cambial pode perseguir quatro objetivos macroeconômicos: i) controle da inflação; ii) equilíbrio e competitividade externos; iii) estabilidade financeira e prevenção de crises e desordens de mercado; iv) redução da vulnerabilidade externa e melhora no *rating* soberano. Cada objetivo é cumprido por meio de metas a serem alcançadas e indicadores monitorados. Uma proposta de taxonomia da política cambial pode ser vista em Prates (2007b, p. 10).

⁷⁵ Para maiores detalhes sobre o regime de metas de inflação nas economias emergentes ver Farhi (2007), Bernanke & Minskhn (1997), Bean (2003), Arestis & Sawyer (2009), e também a revisão bibliográfica sobre o tema realizada no capítulo 1.

que a maior expansão das receitas permitiu a obtenção de um superávit primário crescente (Gráfico 3.17 do anexo). Essas ações no campo fiscal proporcionaram a queda na relação dívida líquida do setor público/ PIB (ver gráfico 3.16 do anexo).



Fonte: BCB, Séries Temporais. Elaboração Própria



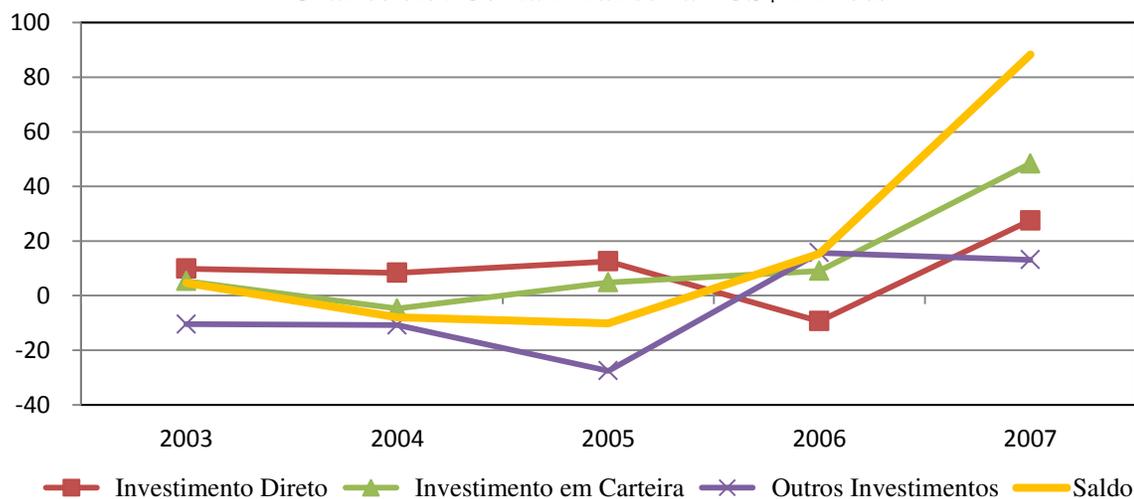
Fonte: BCB Séries Temporais. Elaboração Própria

A política macroeconômica pró-mercado adotada no período de 2003 a 2005 moldou as inserções financeira e comercial da economia brasileira, condicionadas em última instância pela dinâmica dos fluxos financeiros e comerciais com o exterior.

Em relação à inserção financeira, as altas taxas de juros e a expectativa de apreciação cambial estimularam o ingresso dos fluxos de capitais voluntários. O contexto internacional favorável também permitiu o pagamento das operações de regularização com o FMI em 2005. O desempenho da conta financeira do balanço de pagamentos de 2003 a 2005 (ver Tabela 3.2 do anexo) reflete um comportamento positivo do Investimento Direto Estrangeiro (IDE), que se recuperou em 2004 – em decorrência da retomada dos fluxos de IDE para os países periféricos –, retornando ao patamar de 2002, e também do Investimento Brasileiro no Exterior, em razão da valorização nominal da moeda brasileira, que motivou as empresas exportadoras a investirem em outros países (Prates, 2006).

Já os investimentos de portfólio recuperaram-se em 2003, porém tiveram um movimento instável ao longo desse primeiro momento, registrando um saldo negativo em 2004, com recuperação a partir de 2005. Esse comportamento deveu-se fundamentalmente à rubrica “emissões líquidas de títulos de renda fixa no exterior”, que apresentou fluxos negativos na maior parte do período, principalmente em 2004 (Prates, 2007b). Esse resultado adverso das emissões decorreu, por sua vez, do menor endividamento de curto prazo de empresas e bancos, que contribuiu para a queda da dívida externa em 2004 e 2005, como será detalhado a seguir (Prates, 2006). No caso da modalidade “Outros Investimentos Estrangeiros”, os pagamentos ao FMI explicam a trajetória negativa desse saldo de 2003 a 2005, que contribuiu decisivamente para a trajetória instável da conta financeira (Prates, 2006; ver Gráfico 3.3).

Gráfico 3.3: Conta Financeira - US\$ Bilhões

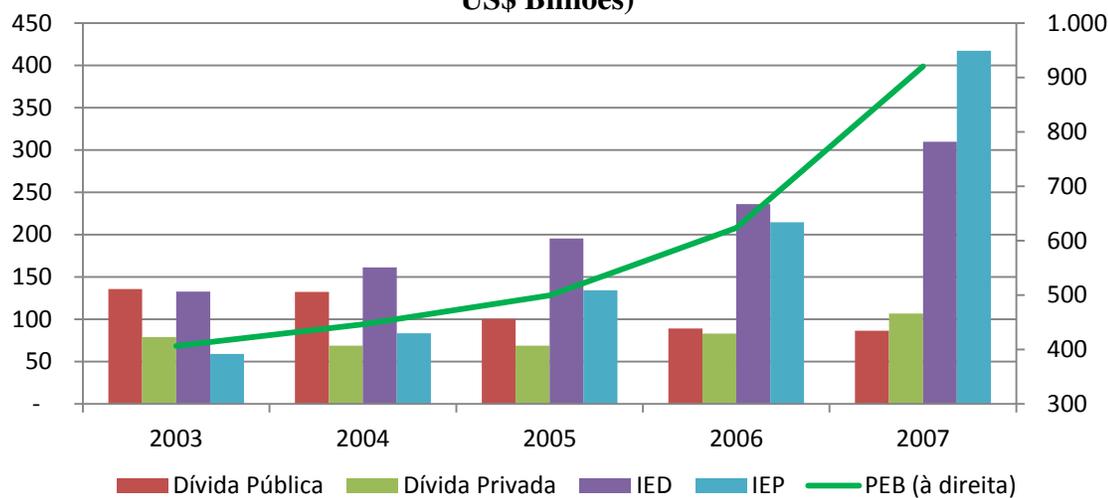


Fonte: BCB. Séries Temporais. Elaboração Própria

O comportamento dos fluxos de capitais no período 2003-2005 refletiu-se no tamanho e na composição do passivo externo da economia brasileira (Prates, 2006). O gráfico 3.4 revela um aumento nos estoques de ativos produtivos e financeiros em posse dos não residentes no Brasil, causado pelo ingresso líquido de IDE e de investimentos de portfólio (nesse caso em 2003 e 2005) e também pela apreciação da moeda doméstica desde 2003, que aumenta o valor desse estoque em dólares (Prates, 2006). Já em relação à composição do passivo externo, observou-se uma redução da participação da dívida externa. A queda nos estoques da dívida externa privada bruta é explicada pelos saldos negativos das emissões líquidas de títulos de renda fixa no exterior e pela quitação de empréstimos bancários (Prates, 2006).

No caso da dívida externa pública bruta, a redução é reflexo dos pagamentos dos empréstimos ao FMI e da estratégia de recompra da dívida externa, iniciada em 2006 (Gráfico 3.4). Essa estratégia foi perseguida mediante a compra de divisas no mercado de câmbio a vista pelo BCB e pelo Tesouro Nacional (TN) e a emissão de títulos soberanos em 2005. Ademais, a dívida externa pública líquida também diminuiu devido ao aumento, ainda que tímido, das reservas internacionais líquidas ajustadas (que descontam os empréstimos referentes ao FMI). No entanto, vale ressaltar que a intervenção do TN e do BCB no mercado de câmbio precedeu a política de acumulação de reservas, o que evidencia a utilização de vários instrumentos para a diminuição da vulnerabilidade externa do setor público num contexto de abundância dos fluxos de capitais (Prates, 2006).

Gráfico 3.4: Passivo Externo Bruto desagregado - à direita (em US\$ Bilhões)



Fonte: BCB. Elaboração Própria

O saldo negativo da conta financeira, causado pela estratégia de redução da dívida externa (que resultou no saldo negativo expressivo da modalidade “Outros Investimentos”), foi compensado pelo desempenho positivo das transações correntes, determinado, fundamentalmente, pelo crescimento das exportações num ritmo superior ao avanço das importações (ver Tabela 3.2 do anexo). As exportações brasileiras foram beneficiadas pelo chamado “choque externo benigno”, causado pela alta dos preços das commodities e pela expansão real do comércio mundial. As sucessivas desvalorizações da moeda doméstica no período precedente (1999, 2001 e 2002) tiveram impacto significativo sobre as exportações líquidas de manufaturados, por meio da elevação do quantum exportado no período⁷⁶ (Prates, 2006).

Ademais, as duas dimensões do “choque benigno” se auto-reforçaram e estão estritamente vinculadas ao crescimento econômico da China e dos Estados Unidos (Prates, 2006). Dessa forma, enquanto os Estados Unidos continuaram sendo um destino importante para as exportações brasileiras (em torno de 20%), a China e os demais países da região Ásia Pacífico aumentaram sua participação de 5,1%, em 1998, para 10,6%, em 2005, das vendas externas do país (Prates, 2006).

⁷⁶ De acordo com Prates (2006), a expansão do quantum das exportações de manufaturados foi de 40% no período 2003-2005 contra 26% no período 1999-2002.

Entretanto, a elevação dos preços das commodities combinada com a apreciação cambial, a partir de 2003, e o aprofundamento da abertura financeira no governo Lula intensificou a “especialização regressiva”⁷⁷ da indústria doméstica, iniciada no começo dos anos 1990 e apontada por Coutinho (1997)⁷⁸. Este processo caracterizou-se pela redução da importância dos setores intensivos em tecnologia e capital no setor industrial e, simultaneamente, pela diversificação e ampliação dos setores tradicionais, baseados em recursos naturais e trabalho. Assim, a “especialização regressiva” do setor industrial resultou numa elevação mais expressiva do coeficiente importado relativamente ao exportado, principalmente nos setores de tecnologia alta e média, o que torna o saldo comercial muito mais sensível à taxa de câmbio e à dinâmica comercial externa (Carneiro, 2013). Portanto, a expansão do comércio mundial entre 2003 e 2005 apenas reproduziu e intensificou o padrão de inserção comercial adotado desde a década de 1990. Uma mudança na inserção comercial brasileira exigiria políticas econômicas distintas, como políticas industriais e de comércio exterior mais ativas, além de uma taxa de câmbio mais competitiva.

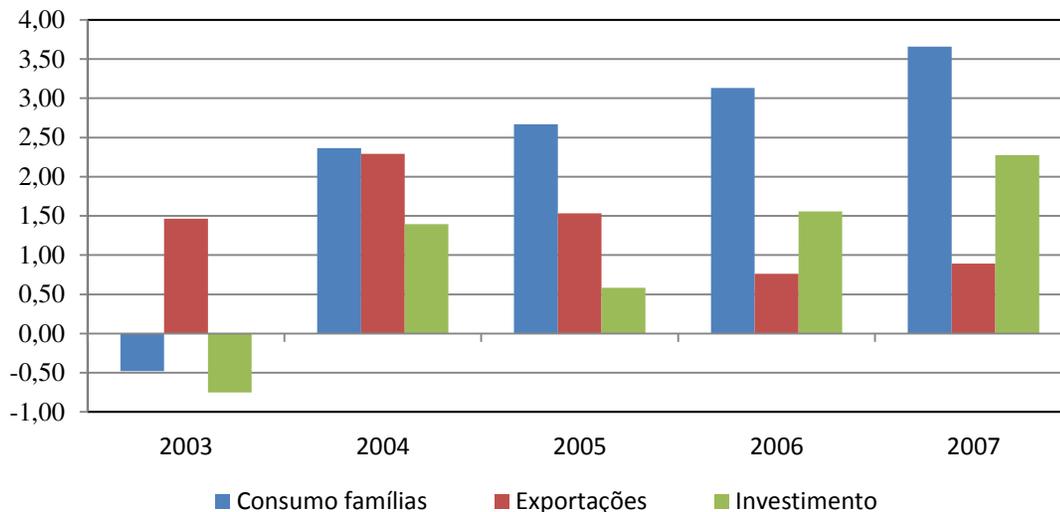
O desempenho favorável das exportações no período 2003-2005 contribuiu não apenas para o superávit do balanço de pagamentos, mas também para o desempenho do PIB, principalmente em 2003 e 2004. O Gráfico 3.5 mostra que o dinamismo da economia brasileira esteve atrelado não somente às exportações líquidas, mas também ao consumo, a partir de 2004, induzido nesse primeiro momento (2004-2005) pelo aumento do crédito às pessoas físicas⁷⁹ (gráfico 3.18 do anexo).

⁷⁷ Conforme Prates (2006) a “especialização regressiva” da indústria doméstica foi resultado do tripé abertura comercial - valorização real da moeda doméstica - novas estratégias das empresas transnacionais, que consolidou-se a partir da segunda metade da década de 1990. Esse padrão de inserção comercial provocou a redução da importância dos setores intensivos em tecnologia e capital e, simultaneamente, a diversificação e ampliação dos setores tradicionais, baseados nos recursos naturais e no trabalho.

⁷⁸ De acordo com Carneiro (2013), após a abertura comercial, no início dos anos 1990, acompanhada da valorização do real, parte significativa do superávit estrutural obtido no setor industrial foi perdida, o que reflete a “especialização regressiva”.

⁷⁹ Sobre o mercado de crédito no Brasil no período citado ver Carneiro (2006, 2013) e Freitas (2009).

Gráfico 3.5: Contribuição no crescimento do PIB - em %



Fonte: Ipeadata. Elaboração Própria

Portanto, a política macroeconômica praticada no período 2003-2005 foi caracterizada pelo *fear of the market* e pela busca da recuperação da “credibilidade” junto ao mercado (De Conti, 2013). Para alcançar tal objetivo a política fiscal e a política cambial foram subordinadas ao regime de metas de inflação, e as reformas estruturais importantes para a impulsão da demanda doméstica, como a política industrial, foram deixadas de lado. Os poucos avanços obtidos no período, como a redução da participação da dívida externa (privada e, principalmente bruta) no total do passivo externo, foram decorrentes do cenário benigno dos fluxos de capitais e comerciais. Assim, a interação entre política macroeconômica e o boom dos fluxos financeiros e comerciais provocou estímulos esparsos sobre a atividade econômica brasileira.

3.1.2. O PERÍODO 2006-2007: A OPÇÃO DESENVOLVIMENTISTA

O período 2006-2007 foi marcado por mudanças na condução da política econômica, com a troca de Antonio Palocci por Guido Mantega no Ministério da Fazenda. O ajuste macroeconômico ortodoxo praticado no período 2003-2005 - alinhado às políticas adotadas nos países do centro e seguindo o referencial conceitual e analítico do *mainstream* – não se mostrou eficaz para a promoção do crescimento econômico e a impulsão da demanda doméstica. Dessa

forma, o conjunto de ideias desenvolvimentistas, defendida por uma ala do governo, foi incorporado na condução da política econômica sob a tutela de Guido Mantega. De acordo com Barbosa & Souza (2010), a visão desenvolvimentista do governo Lula combina vários argumentos, sem refletir uma escola de pensamento econômico homogênea. Essa visão possui uma postura mais pragmática e defende três linhas de atuação para o governo federal:

a adoção de medidas temporárias de estímulo fiscal e monetário para acelerar o crescimento e elevar o potencial produtivo da economia; a aceleração do desenvolvimento social por intermédio do aumento nas transferências de renda e elevação do salário mínimo; e o aumento no investimento público e a recuperação do papel do Estado no planejamento de longo prazo (Barbosa & Souza, 2009, p. 10).

De fato, grande parte das políticas econômicas do período seguiram as ideias desenvolvimentistas citadas acima. O aumento contínuo dos fluxos de capitais em direção ao Brasil, somado à redução do endividamento externo e à inflação sob controle, permitiu que a política monetária assumisse um caráter expansionista já no segundo semestre de 2005, com a redução da taxa básica de juros de 19,75% em agosto para 11,25% em dezembro de 2007. O cenário expansionista da política de juros refletiu-se nas operações de crédito do sistema financeiro, estimulando a expansão expressiva do crédito ao setor privado, principalmente o crédito pessoal para aquisição de bens de consumo (BCB, 2006).

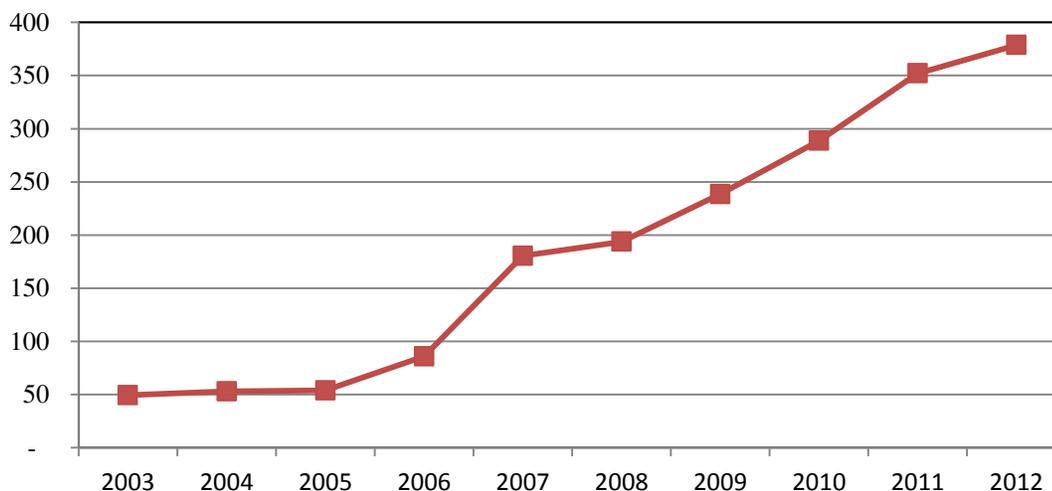
No caso da política fiscal, houve redução da meta de superávit primário de 4% para 3,2% do PIB, abrindo espaço para um aumento dos gastos governamentais. Ademais, a política fiscal se mostrou mais ativa nesse período, com a criação e a ampliação de programas de incentivos à demanda doméstica e focados nas fragilidades estruturais da economia brasileira. Em relação aos investimentos, o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), lançado em 2007, visava ao aumento do investimento em infraestrutura e ao apoio à formação de capital pelo setor privado (Barbosa & Souza, 2010). Outro ponto de inflexão importante da política fiscal no período foi o aumento real do salário mínimo, que chegou a 14,1% em 2006, maior percentual de ajuste conhecido entre 2003-2009.

Tais ações foram acompanhadas pelo aumento de programas sociais, como o Bolsa Família que expandiu o número de famílias em 26,3%, chegando a 11,3 milhões de famílias. Todos esses fatores, impulsionados pelo aumento das concessões de empréstimos bancários ao

setor privado, provocou o crescimento da demanda doméstica, puxado pelo consumo das famílias. O investimento também apresentou crescimento expressivo entre 2006 e 2008, principalmente nos setores de bens de consumo duráveis e não-duráveis (Carneiro, 2013).

A política cambial seguiu subordinada ao controle inflacionário, com grande apreciação da moeda brasileira em 2006-2007 (ver gráfico 3.2). O regime de flutuação “suja” foi mais explícito, em razão do aumento expressivo dos fluxos de capitais no período, que permitiu uma ação mais ativa do BCB no mercado de câmbio, triplicando as reservas acumuladas no período (ver gráfico 3.6). Entretanto, as intervenções do BCB no mercado de câmbio não conflitavam com a tendência de apreciação do real, pois tais medidas não tinham como objetivo assumir qualquer compromisso com o nível da taxa de câmbio (BCB, 2007, p. 101). Dessa forma, a acumulação de reservas internacionais no país seguiu a estratégia de demanda precaucional, ressaltada no capítulo 2, visando à proteção contra possíveis choques externos (Prates, 2007b).

Gráfico 3.6: Reservas Internacionais - US\$ Bilhões



Fonte: BCB. Elaboração Própria

Portanto, o arranjo macroeconômico no período 2006-2007 concentrou-se não apenas no controle inflacionário e políticas “*market friendly*”, mas também em políticas de estímulo à demanda doméstica. Dessa forma, diferentemente do primeiro período 2003-2005, o país aproveitou da abundância de fluxos de capitais para dinamizar seu mercado doméstico. O aumento do consumo das famílias e da taxa de investimento – juntamente com a redução da vulnerabilidade externa (ver subseção 3.1.3) – são fatores decisivos para a compreensão da política macroeconômica no contexto da crise.

Conforme mencionado, a conta financeira brasileira em 2006 e 2007 refletiu essa abundância, associada ao apetite por risco dos investidores estrangeiros, e o dinamismo da economia doméstica. O investimento estrangeiro direto apresentou evolução favorável, principalmente no segundo semestre de 2006 e no primeiro semestre de 2007, em razão das maiores oportunidades de investimento, decorrentes do aquecimento do mercado interno (ver Tabela 3.4). No caso dos investimentos em carteira, predominaram os investimentos em ações, reflexo da valorização do mercado de capitais brasileiro e dos demais países emergentes, e os investimentos em renda fixa no país (de longo prazo), que alcançaram valores sem precedentes em 2007 (BCB, 2007). A modalidade outros investimentos reverteu os saldos negativos de 2003-2005, referentes aos pagamentos ao FMI, e registrou valores expressivos em 2006 e 2007, concentrados nos empréstimos de curto prazo. Ademais, os valores assumidos pelos componentes citados da conta financeira permitiram que as reservas internacionais mais que dobrassem no ano de 2007, passando de US\$ 85 milhões, ao final de 2006, para US\$ 180,3 milhões.

A composição dos fluxos de capitais detalhada acima provocou um aumento do passivo externo e também sua deterioração, já que houve predomínio no período dos fluxos de capitais mais voláteis, dentre os quais investimentos de portfólio em ações e empréstimos de curto prazo. Como reflexo do movimento em 2006 e 2007, a dívida externa aumentou no período, em função dos valores expressivos alcançados pelos endividamentos de curto prazo dos bancos, que impactaram a dívida privada. Já a dívida externa pública manteve a trajetória de queda, com a quitação da dívida com o FMI ao final de 2005, e passou a se concentrar nos bônus do Tesouro Nacional (BCB, 2007). Dessa forma, a queda na participação da dívida externa no total do passivo externo esconde a reversão da trajetória de queda da dívida externa privada no período 2003-2005 e a mudança de composição da própria dívida, que passou a ter como “protagonista” a dívida externa privada.

No caso de transações correntes, a redução do saldo positivo no período refletiu, principalmente, o aumento expressivo das importações em relação às exportações. Esse aumento, por sua vez, decorreu da apreciação da moeda brasileira e do crescimento do consumo e do investimento. Tais fatores-chave na ampliação das importações refletem a alta elasticidade-renda dessa rubrica, que a torna sensível a variações do câmbio e dos componentes da demanda doméstica. Ademais, o aumento das exportações em 2006 e 2007, assim como no período 2003-2005, decorreu, fundamentalmente, da elevação dos preços das commodities, e concentrou-se

ainda mais nas indústrias de média baixa⁸⁰ e baixa tecnologia, evidenciando, assim, a especialização regressiva do setor produtivo brasileiro (Carneiro, 2013).

A aceleração do consumo e do investimento e o aumento das importações em relação às exportações no período 2006-2007 evidenciou a recuperação da demanda doméstica, que se tornou o principal fator de contribuição para o crescimento do PIB, em detrimento da demanda externa (ver gráfico 3.5). Essa mudança foi fundamental para a recuperação da economia brasileira em 2009 e principalmente em 2010, já que a continuação da dependência da demanda externa dificultaria a recuperação da atividade econômica num contexto de reduzida dinâmica externa.

3.1.3. OS INDICADORES DE SOLVÊNCIA E LIQUIDEZ E A REDUÇÃO DA VULNERABILIDADE EXTERNA

A análise do passivo externo realizada na subseção anterior apontou algumas evidências de redução da vulnerabilidade externa. Essa subseção pretende aprofundar essa discussão por meio dos indicadores de solvência e liquidez. O primeiro relaciona o passivo externo (de curto e longo prazo) e seus componentes com as exportações e o segundo, com as reservas internacionais. Entretanto, na análise da situação de vulnerabilidade externa de um país, é fundamental distinguir solvência e liquidez. Por exemplo, uma trajetória insustentável de acumulação de passivos externos – ou seja, muito maior que a geração de divisas via exportação – gera uma crise de solvência, porém não culmina necessariamente numa crise cambial. Essa modalidade de crise – conhecida como crise de liquidez externa – pode acontecer por meio de um *sudden stop* nos fluxos de capitais, acompanhado por uma fuga para as moedas líquidas internacionalmente (divisas) e/ou pela incapacidade de rolagem dos empréstimos externos (Prates, 2006; Prates & Farhi, 2006).

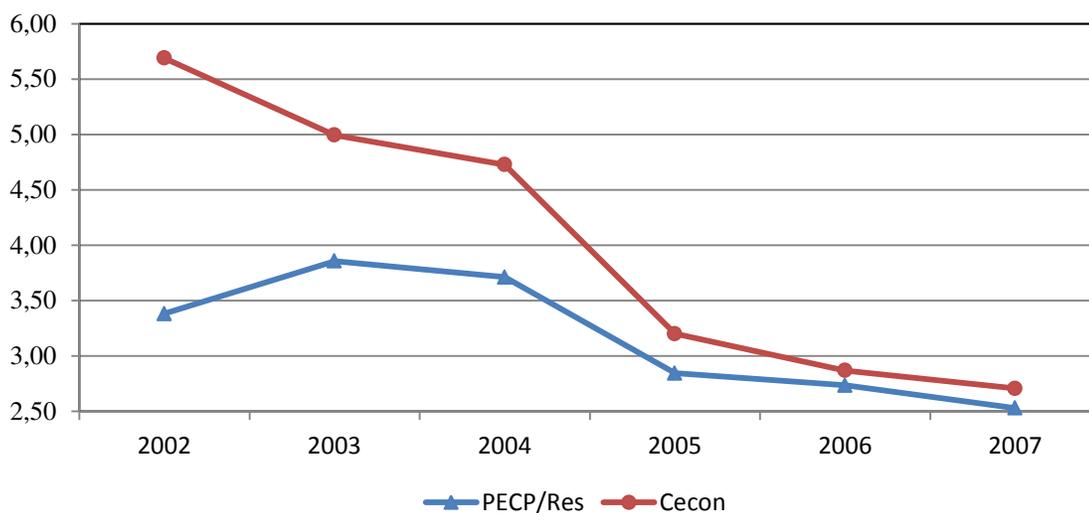
Em relação à liquidez externa, os principais indicadores recuaram. O comportamento da razão Passivo Externo de Curto Prazo (PECP) – formado pelo estoque de dívida de curto prazo e pelo investimento de portfólio – em relação às reservas refletiu a redução da dívida externa no período 2003-2004 - que “compensou” o aumento dos investimentos de portfólio - e a

⁸⁰ De acordo com Carneiro (2013) a indústria de média baixa tecnologia é composta fundamentalmente pelo setor de produtos metálicos.

estratégia de acumulação de reservas a partir de 2005 (Gráfico 3.7). Vale ressaltar o crescimento exponencial do estoque de investimento de portfólio no período, cuja participação no total do PECP saltou de 58% em 2002 para 91% em 2007.

Quando se considera um indicador mais rígido, como o calculado pelo Centro de Conjuntura e Política Econômica da Unicamp (Cecon), a trajetória de queda revela-se mais acentuada entre 2004 e 2005, desacelerando a partir de então. O indicador do Cecon considera em seu numerador não apenas o passivo externo de curto prazo, mas também o principal da dívida de médio e longo prazo, descontando desse montante o saldo de transações correntes (gerador de divisas)⁸¹. Dessa forma, a redução do indicador em 2005 decorreu do saldo recorde em transações correntes no período, bem como a quitação dos empréstimos junto ao FMI⁸². A desaceleração dessa tendência de queda ocorreu fundamentalmente em função da elevação dos componentes do passivo externo (dívida externa e investimentos de portfólio) e da redução do saldo de transações correntes, apesar do aumento expressivo das reservas internacionais (Gráfico 3.11).

Gráfico 3.7: PECP/Reservas e Indicador Cecon



Fonte: Bacen. Elaboração Própria

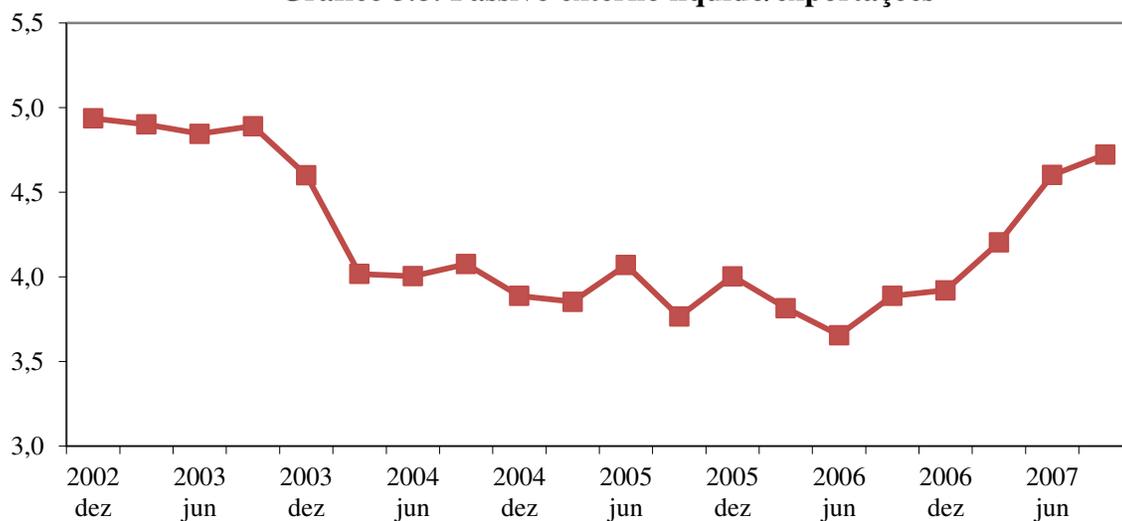
⁸¹ O indicador do Cecon foi desenvolvido com base no indicador utilizado pela agência de classificação de risco Standard & Poors, que considera no numerador as necessidades brutas de financiamento externo (NBFE) – equivalente à soma do principal vencível da dívida externa de médio e longo prazo nos próximos 12 meses com o estoque de dívida de curto prazo, descontado do saldo de transações correntes. O indicador utiliza a NBFE somada aos investimentos de portfólio (estoque).

⁸² Essa dissertação optou pela utilização das reservas líquidas ajustadas no período 2003-2005 que exclui os empréstimos do FMI e se tornou um conceito utilizado pelo próprio organismo multilateral até a quitação do empréstimo em 2005.

O indicador de solvência reflete a capacidade de o país gerar divisas necessárias para amortizar seu passivo externo total. O indicador fundamental na análise da solvência externa de um país é a relação Passivo Externo Líquido/Exportação, já que, nos países emergentes como o Brasil, as exportações são as únicas fontes de geração autônoma de divisas, ou seja, moedas líquidas internacionalmente. A condição para que a relação acima não tenha uma trajetória explosiva é que a taxa de crescimento das exportações seja superior à taxa de remuneração do passivo, que inclui a taxa de juros e amortização da dívida externa, os lucros e os dividendos. Essa relação é captada pelo indicador serviço do passivo externo/exportações, que serve como uma *proxy* para a análise da trajetória do passivo externo (Prates, 2006).

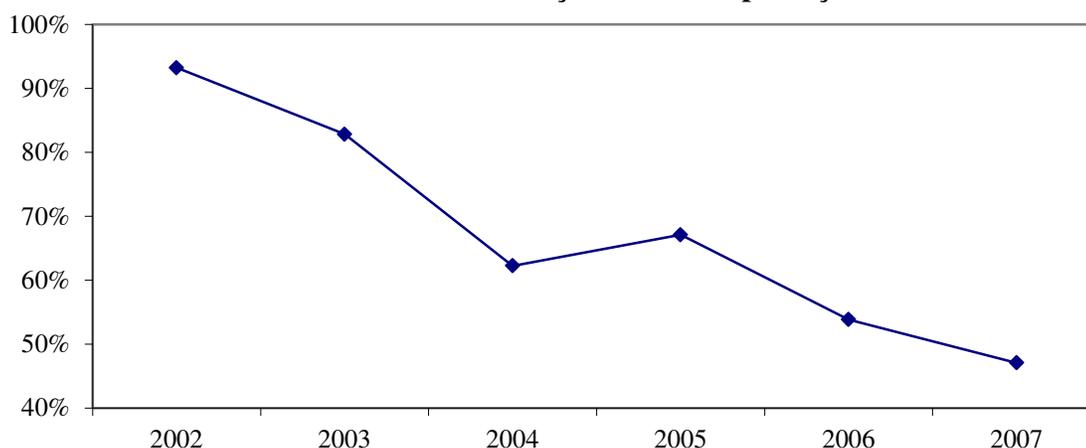
No caso brasileiro, o indicador passivo externo líquido /exportações apresenta uma trajetória de queda entre 2002 e o primeiro semestre de 2006, elevando-se desde então até o final de 2007. O comportamento desse índice revela a expansão do passivo externo em 2006 e 2007, num ritmo maior que a elevação das exportações no período (ver Gráfico 3.8). Entretanto, o crescimento das exportações foi maior que a elevação do serviço do passivo externo no período 2002-2007 – mesmo num contexto de expansão dos lucros e dividendos enviados ao exterior –, assegurando, portanto, que o primeiro indicador não assumisse uma trajetória explosiva (Gráfico 3.9).

Gráfico 3.8: Passivo externo líquido/exportações



Fonte: Bacen. Elaboração Própria

Gráfico 3.9: Serviço do PEL/Exportações

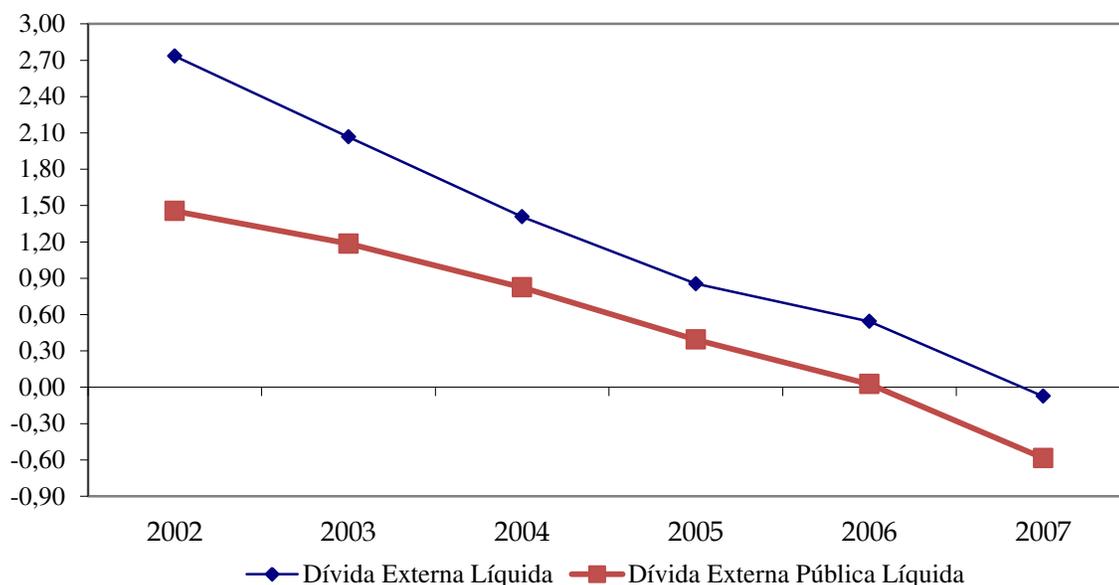


Fonte: Bacen. Elaboração Própria

No caso da relação entre dívida externa líquida e exportações os resultados são mais expressivos quando comparados aos indicadores do passivo externo. Tal indicador despencou de 2,73 em 2002 para -0,07 em 2007. Ou seja, a dívida externa líquida se tornou negativa em 2007, o que significa que o Brasil assumiu a posição de credor líquido internacional (BCB, 2007). O aumento expressivo das reservas internacionais em 2006 e 2007 e a redução da dívida externa pública no período 2003-2007 foram os principais fatores que contribuíram para o comportamento desse indicador (ver Gráfico 3.10). Por exemplo, a relação dívida externa pública líquida/exportação⁸³, que era de 1,45 em 2002, chegou a -0,58 em 2007, refletindo a política do governo de redução do estoque da dívida externa, como a operação de recompra da dívida externa mencionada acima. Dessa forma, o governo também assumiu a posição de credor líquido em moeda estrangeira a partir de 2006 (Gráfico 3.10).

⁸³ A dívida externa pública líquida é igual ao total da dívida externa pública menos as reservas internacionais (conceito de liquidez) num determinado período.

Gráfico 3.10: Dívida Externa Líquida/Export. e Dívida Externa Pública Líquida Líquida/Export.



Fonte: Bacen. Elaboração Própria

Apesar dos indicadores analisados acima revelarem uma redução da vulnerabilidade externa, é necessário contrapor esses resultados com as ponderações realizadas pela literatura sobre o tema. Machado (2011) ressalta que o aumento do passivo externo, em especial o de curto prazo, em 2006 e 2007 mostrou-se mais expressivo que o ganho com as exportações no período e impediu a queda mais acentuada dos indicadores de liquidez mesmo com uma agressiva estratégia de acumulação de reservas. Além disso, a predominância do estoque de investimento de portfólio sobre o PECP, num ambiente de elevada mobilidade de capitais – fruto do aprofundamento da abertura financeira na década de 2000 – deixou a economia brasileira mais vulnerável a reversões do ciclo de liquidez internacional (Machado, 2011). Carcanholo (2010), Gonçalves (2009) e Filgueiras & Gonçalves (2007) vão além e ressaltam que a melhora dos indicadores de vulnerabilidade externa – fruto exclusivamente do cenário externo favorável - foi apenas conjuntural:

os indicadores de vulnerabilidade externa conjuntural, que estavam com tendência de melhora desde a crise cambial de 1999, continuam progredindo durante o Governo Lula. Entretanto, não houve melhora na vulnerabilidade externa da economia brasileira comparativamente ao resto do mundo durante o Governo Lula. Trata-se, aqui, da vulnerabilidade externa comparada, ou seja, de se analisar a evolução dos indicadores brasileiros em relação aos indicadores do resto do mundo. Ademais, as políticas do Governo Lula tendem a reforçar o avanço de estruturas de produção e padrões de inserção internacional retrógrados, que tendem a aumentar a vulnerabilidade externa estrutural do país (Figueiras & Gonçalves, 2007, p. 20-21).

Carneiro (2006) e Prates & Farhi (2006) também realizam ponderações em relação à hipótese de redução da vulnerabilidade externa. De acordo com o autor, o resultado dos índices deve ser colocado frente a possíveis agravantes da dimensão de longo prazo (solvência) e curto prazo (liquidez) da vulnerabilidade externa. Um deles, citado acima, é o aprofundamento da abertura financeira, que concedeu aos investidores estrangeiros acesso a títulos de elevada liquidez, como os títulos públicos, principais ativos financeiros do país. Outro ponto é a presença de um mercado de derivativos financeiros amplo e líquido, que, por ser “fora de balanço”, pode encobrir situações de extrema fragilidade. Porém, Prates & Farhi (2006) ressaltam as ações do governo para reduzir o custo da dívida pública externa e promover uma melhora no perfil da dívida pública interna (por meio da tentativa de alongar o prazo da dívida interna e formar uma “verdadeira” curva de rendimentos no país).

Portanto, duas dimensões devem ser consideradas na análise (complexa) da vulnerabilidade externa no período 2003-2007. A primeira é a tentativa do governo de conter a vulnerabilidade da economia brasileira, por meio da recompra da dívida externa e da política de acumulação de reservas. A segunda é o aumento do investimento estrangeiro de portfólio e a presença maciça dos derivativos financeiros num ambiente de elevada mobilidade de capitais. Prates & Farhi (2006, p. 6) resumem o caráter complexo da vulnerabilidade externa da economia brasileira no período:

Se, por um lado, a redução do estoque da dívida externa, associada à recompra dos títulos *brady*, implicará melhora do indicador tradicional de solvência externa – dívida externa total/exportações –, por outro lado, o aumento dos investimentos estrangeiros de portfólio em títulos públicos domésticos ampliará o peso já relevante dos agentes externos no mercado financeiro brasileiro e, com isso, sua vulnerabilidade tanto à reversão dos fluxos de capitais como às mudanças súbitas nas expectativas destes agentes.

3.2. O PERÍODO 2008-2012

A crise financeira global, iniciada em meados de 2007 nos Estados Unidos atingiu o Brasil (e os demais países emergentes) em sua fase sistêmica, que vigorou, principalmente, de setembro a dezembro de 2008. No entanto, entre janeiro e setembro do mesmo ano a crise já teve impactos na política econômica e no balanço de pagamentos do país. O cenário econômico internacional de incerteza e a preocupação em torno de pressões inflacionárias oriundas do mercado interno aquecido foram as justificativas utilizadas pelo BCB para a elevação da taxa básica de juros a partir de abril de 2008 (BCB, 2008).

A moeda brasileira por sua vez continuou seu movimento de apreciação e sua subordinação à meta de inflação. No entanto, os fluxos de capitais tornaram-se mais voláteis nos meses que antecederam a crise sistêmica, principalmente os investimentos no mercado de ações, que registraram um volume expressivo (de entrada e saída) entre janeiro e setembro de 2008 (BCB, 2008). Apesar dessa volatilidade gerada pela crise do mercado financeiro norte-americano, a conta financeira seguiu com saldo favorável nesse período – beneficiado também pela elevação do país a *investment grade* pela agência de classificação de risco *Standard & Poor's* – e a estratégia de acumulação de reservas continuou em voga (com intervenções de compra de dólar norte-americano no mercado spot de US\$ 18,7 bilhões nos nove primeiros meses de 2008).

Dessa forma, a necessidade de mudanças radicais na condução da política econômica surgiu somente a partir de setembro de 2008, quando a crise sistêmica atingiu indiscriminadamente todos os países emergentes. Nessa fase, conforme observado no capítulo 1 e 2, as respostas dos países detentores de moedas periféricas à crise foram condicionadas principalmente por quatro fatores:

- i) Pela origem da crise atual, nos Estados Unidos, que evitou impactos profundos sobre a economia brasileira;
- ii) Pela adoção de políticas econômicas anticíclicas nos governos dos países avançados, que ganharam maior aceitação dentro do *mainstream*, provocando mudanças importantes nas recomendações de política. O comportamento dos países avançados, juntamente com o colapso do mercado financeiro, tornaram as políticas pró-cíclicas, tradicionalmente adotadas pelos países emergentes em períodos de crise, inócuas, pois não garantiriam maior credibilidade do mercado (Prates, 2010).

- iii) Pelas políticas macroeconômicas e pelo padrão das inserções comercial e financeira adotadas no período pré-crise, condicionantes fundamentais do grau de autonomia de política econômica dos países detentores de moedas periféricas frente ao efeito contágio da crise.
- iv) Pela retomada dos preços das commodities em janeiro de 2009 e pelo retorno dos fluxos de capitais aos mercados emergentes a partir do segundo semestre de 2009.

Os fatores mencionados acima foram cruciais para a implementação de medidas anticíclicas e para a recuperação da economia brasileira entre 2008 e 2010. Tal período será detalhado na primeira subseção. Após a recuperação da economia brasileira - explicitada pelo crescimento de 7,5% do PIB em 2010 num cenário de boom dos fluxos de capitais, porém de crise na área do euro e de desaceleração no comércio mundial – novos desafios foram impostos à política econômica do Brasil no período 2011-2012. Dessa forma, a segunda subseção pretende detalhar esses desafios e verificar se a política econômica proposta nesse período conseguiu enfrentá-los.

3.2.1. O PERÍODO 2008-2010: AS POLÍTICAS ANTICÍCLICAS E A VOLTA DOS FLUXOS DE CAPITAIS

A eclosão da crise sistêmica em setembro de 2008 provocou impactos imediatos na economia brasileira. Um deles foi na conta financeira do Balanço de Pagamentos, que registrou um déficit de R\$ 25 bilhões no último trimestre de 2008, decorrente da fuga de capitais relacionados aos investimentos de portfólio e aos empréstimos estrangeiros (Paula et.al., 2013). A fuga de capitais transmitiu-se para o mercado acionário, com forte queda dos preços das ações negociadas no mercado secundário, em consequência da grande presença de investidores estrangeiros. A crise sistêmica também atingiu a conta de transações correntes. Em relação à balança comercial, as exportações e importações caíram drasticamente entre outubro de 2008 e o primeiro semestre de 2009 (BCB, 2009). No caso das exportações, a queda foi causada, principalmente, pela retração nos preços dos produtos básicos (petróleo e produtos minerais) – principal categoria da pauta de exportação brasileira – a partir de meados de 2008 (Paula et.al., 2013). As importações também despencaram em 2009, em razão da redução da demanda doméstica, potencializada pela sua maior elasticidade-renda em comparação às exportações (ver

tabela 3.1 do anexo). A conta de rendas também foi afetada pelo efeito-contágio, registrando um déficit expressivo em 2008 em razão do aumento das remessas de lucros e dividendos para as matrizes das transacionais localizadas nos países avançados, a fim de compensar as perdas geradas pela crise.

Outro importante canal de transmissão é o mercado de crédito, com a interrupção das linhas de crédito de curto prazo e a redução das operações com *funding* externo (Paula et. al., 2013). O mercado interbancário também foi duramente afetado pela crise. A forte contração nesse mercado após a desvalorização cambial - de setembro a dezembro de 2008 - foi provocada por perdas relacionadas aos derivativos de câmbio em posse de várias empresas (a maioria exportadora). Tais companhias realizaram operações de alto risco nos mercados de derivativos de câmbio domésticos e internacionais (onde se negocia os *Non-Deliverable Forwards* – NDFs), num contexto de apreciação ininterrupta do real, com o intuito de obter proteção contra uma possível desvalorização cambial e/ou obter ganhos especulativos (quando essa proteção excedia o valor dos contratos de exportação). Como destacam Cunha et. al (2011) e Farhi & Borghi (2009), com a eclosão da crise, os bancos desconheciam o grau de exposição de seus concorrentes em relação aos derivativos de câmbio, o que ocasionou uma interrupção do mercado interbancário.

O governo brasileiro respondeu ao efeito-contágio da crise sistêmica por meio de várias medidas anticíclicas, cujo objetivo era mitigar os impactos negativos sobre o sistema financeiro e a atividade econômica (Cunha et. al., 2011). De acordo com CEPAL (2009), dentre todos os países latino-americanos, o Brasil foi um dos que utilizaram a maior variedade de medidas para combater o efeito-contágio da crise.

No âmbito da política monetária, o *sudden stop* (parada súbita) dos mercados financeiros internacionais em setembro de 2008 exigiu respostas rápidas. As principais medidas foram de caráter macroprudencial e objetivavam restaurar a liquidez nos mercados financeiros e interbancário – a fim de se evitar o “empoçamento de liquidez” -, reestabelecer o crédito e combater o risco sistêmico, dentre as quais⁸⁴:

- i) Postergação do prazo de implementação do aumento do percentual de recolhimento compulsório das empresas de leasing para janeiro de 2009;

⁸⁴ De acordo com Prates & Cunha (2011a) o uso de medidas macroprudenciais no Brasil, principalmente o manejo dos percentuais de recolhimento sobre depósitos à vista e a prazo, é prática comum desde os anos 1990 e não foi alvo da desregulação financeira. Dessa forma, as medidas mantiveram-se como ferramentas adicionais de política monetária.

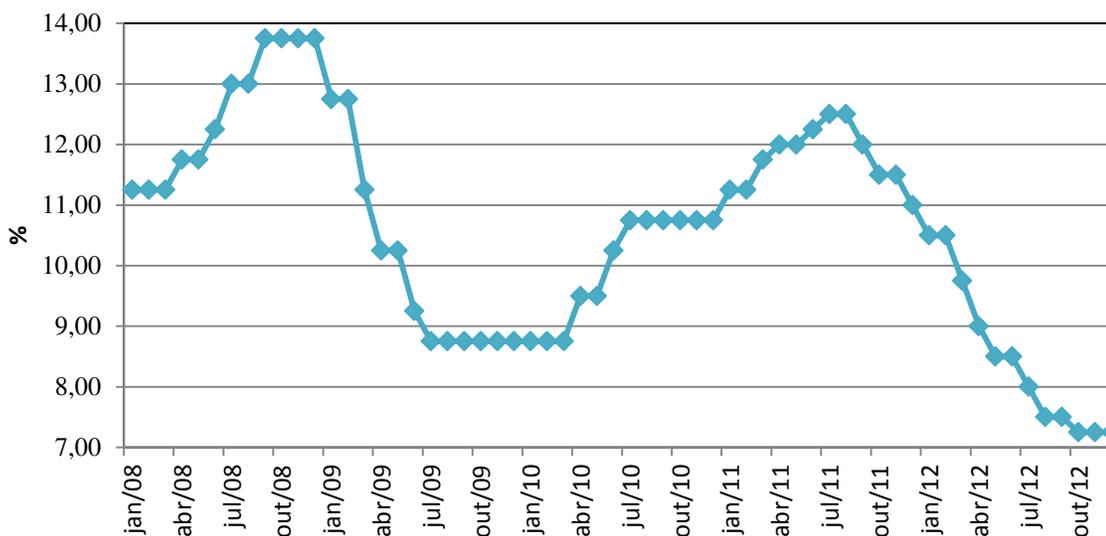
- ii) Entre setembro e dezembro de 2008, o BCB reduziu o percentual do recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista e a prazo, ampliando o volume disponível para empréstimos por parte dos bancos;
- iii) Em outubro de 2008, o BCB autorizou os bancos a deduzirem até 70% do recolhimento compulsório de depósitos a prazo para compras de carteira de crédito de instituições financeiras de menor porte (com valor líquido de até R\$ 2,5 bilhões);
- iv) Em outubro de 2008, os bancos públicos - o Banco do Brasil (BB) e a Caixa Econômica Federal (CEF) – foram “autorizados a adquirir, direta ou indiretamente, participação societária em instituições públicas e privadas no Brasil, incluindo empresas seguradoras, instituições de seguridade social, empresas de capitalização, com ou sem aquisição de controle acionário” (Prates, 2010, p. 38);
- v) O BCB também criou uma linha de assistência à liquidez, por meio da qual o próprio BCB pôde adquirir carteiras de crédito de instituições financeiras, com o intuito de ajudar aquelas de pequeno e médio porte que enfrentavam escassez de liquidez.

As medidas não se limitaram ao provimento de liquidez. A ação dos bancos públicos foi fundamental para se evitar um *credit crunch* e amenizar o forte declínio da oferta de crédito dos bancos privados (Freitas, 2009; Prates, 2010; Paula et.al., 2013). As medidas envolveram principalmente o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), o Banco do Brasil (BB) e a Caixa Econômica Federal (CEF) e representaram uma decisão de política do governo contra o efeito-contágio da crise. Em 6 de novembro de 2008, o Ministério da Fazenda anunciou uma série de medidas que forneceram, por meio do BNDES e do BB, R\$ 19 milhões em linhas de crédito para vários setores. Além disso, em agosto de 2009, o Governo disponibilizou R\$ 500 milhões em fundos de aval para empréstimos a pequenas e médias empresas (Prates, 2010). Essas ações resultaram no aumento da participação no mercado (*market share*) dos bancos públicos, de 30% em setembro de 2008 para 40% em julho de 2009 (Paula et. al., 2013).

Em relação à política de juros, o BCB se mostrou conservador e destoou dos demais países avançados e emergentes ao optar pela manutenção da meta da taxa Selic em 13,75% entre

setembro e dezembro de 2008, sob o argumento de que os riscos inflacionários decorrentes da desvalorização do real eram muito elevados (Freitas, 2009b; Prates, 2010). No entanto, num contexto de elevada aversão ao risco e empoçamento da liquidez, a manutenção da taxa de juros básica em patamar elevado deteriorou ainda mais as condições de crédito. A profunda retração da oferta de crédito bancário doméstico foi mais do que suficiente para reduzir a demanda interna e “ancorar as expectativas de inflação” dos agentes (Freitas, 2009b). Além disso, a deflação dos preços das commodities no segundo semestre de 2008 foi outro fator que minimizou o impacto da desvalorização do real sobre os preços (inflação em 2008 foi de “apenas” 5,9%, abaixo do teto da meta de inflação). Porém, somente em janeiro de 2009 a taxa básica de juros assumiu uma trajetória de queda - de 13,75% em dezembro de 2008 para 8,75% em setembro de 2009 - chegando ao menor nível em 20 anos (ver Gráfico 3.12).

Gráfico 3.12: Taxa de Juros Nominal - 2008-2012



Fonte: BCB. Elaboração Própria

No âmbito da política cambial, as significativas saídas líquidas de divisas do mercado cambial brasileiro e a forte desvalorização nominal da moeda brasileira –de 31,9% em 2008 -, causadas pela crise sistêmica, fez com que a autoridade monetária brasileira passasse a atuar como fornecedor de liquidez em moeda estrangeira (BCB, 2008). O BCB adotou uma série de iniciativas, que incluíram (Prates, 2010):

- i) Leilões de dólares no mercado à vista com compromisso de recompra, o que garantia a manutenção de reservas internacionais;

- ii) Venda de dólares no mercado à vista (US\$ 14,5 bilhões entre outubro de 2008 e fevereiro de 2009);
- iii) Retomada dos *swaps* cambiais, nos quais o BCB assume posição ativa em taxas de juros em reais e passiva (vendida) em dólar;
- iv) Linhas de financiamento para as exportações a partir das reservas internacionais, oferecendo liquidez aos bancos para as operações de comércio exterior;
- v) Linhas de crédito em dólar a partir das reservas do país, com intuito de refinar a dívida externa de empresas brasileiras no total de US\$ 20 bilhões. Essa medida beneficiou 4000 empresas e foi importante na contenção da trajetória de alta da dívida externa privada em 2009.

Portanto, a atuação do BCB no mercado de câmbio revelou a importância, no período 2003-2007, da estratégia de acumulação de reservas internacionais e de redução do endividamento externo, principalmente do setor público, que resultou na posição credora líquida do setor público em moeda estrangeira. Assim, a desvalorização cambial favoreceu as finanças públicas. Pela primeira vez desde 1980, uma crise externa não resulta em deterioração fiscal no Brasil. (Paula et. al., 2013) Tais fatores foram fundamentais para evitar a necessidade de empréstimos do FMI, conferiram maior capacidade de intervenção do BCB no mercado de câmbio e, conseqüentemente, ampliaram o raio de manobra da política cambial.

No âmbito da política fiscal, a ação anticíclica do governo foi rápida. Já em 2008, o governo aprovou um pacote de estímulo fiscal a um custo de R\$ 37,9 bilhões (1,2% PIB) – um dos menores entre os países do G-20 (perdendo apenas para Rússia) – que se mostrou importante na recuperação da economia brasileira em 2009 e 2010 (BCB, 2009; CEPAL, 2009; Prates, 2010)⁸⁵. Tal fato obrigou o governo a reduzir a meta do superávit primário em 2009 para 2,5% do PIB antes do investimento público e 1,6% do PIB após o investimento público. Porém, a situação fiscal favorável alcançada no período 2003-2007 – redução da dívida líquida do setor público em relação ao PIB – conferiu maior espaço de política fiscal, permitindo, assim, a adoção de medidas anticíclicas⁸⁶.

⁸⁵ Os países emergentes e avançados também responderam ao efeito-contágio da crise por meio de pacotes de estímulos fiscais, com composições diversas. Em relação às economias latino-americanas, boa parte se concentrou nos gastos públicos, com investimentos em infraestrutura e na habitação, além de apoio à pequena e média empresa e ao setor agrícola (CEPAL, 2009, p. 37). Já os planos nacionais dos países europeus incluíram, em geral, medidas para apoiar o crescimento a médio prazo, por meio do investimento em infraestrutura (redes rodoviária e ferroviária) (Farhi, 2012, p. 139).

⁸⁶ De acordo com BCB (2008, p. 80), a desvalorização cambial em 2008 aumentou a parcela credora vinculada ao câmbio e conferiu maior autonomia de política fiscal ao governo: “A ampliação da parcela credora em 2008 refletiu o aumento das reservas

O pacote concentrou-se nos investimentos em infraestrutura (40,3% do total), na diminuição dos impostos (36,9%) e nos subsídios (15%).⁸⁷

Os gastos governamentais em infraestrutura possuíam um caráter estrutural, e não apenas anticíclico, com o objetivo de estimular o investimento. Os investimentos do governo na área se dividiram em duas frentes: i) a manutenção e a ampliação do PAC lançado em 2007, principalmente nas áreas de logística e energia; ii) o anúncio, em março de 2009, do Programa Minha Casa Minha Vida, formulado para subsidiar construções habitacionais de baixa renda, com o objetivo de reduzir o déficit habitacional, dinamizando o setor da construção civil e gerando emprego e renda (Carneiro, 2013).

No caso das desonerações tributárias, as medidas foram de caráter temporário e objetivavam impulsionar o consumo e apoiar os setores mais atingidos pela crise (Barbosa & Souza, 2010; Prates, 2010). As medidas incluíram uma revisão do imposto de renda de pessoa física, que resultou em redução das alíquotas e beneficiou, principalmente, a classe média. Ademais, o IOF incidente sobre as operações de crédito direto ao consumidor e cheque especial foi reduzido de 3% para 1,5%, incentivando os empréstimos às famílias. O principal componente do pacote de corte de impostos foi a redução do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), que se iniciou em dezembro de 2008 e foi estendida até 2010, atingindo o setor automotivo e demais segmentos de bens de consumo duráveis (Barbosa & Souza, 2010; Prates, 2010).

Os subsídios, por sua vez, direcionam-se para a capitalização do BNDES⁸⁸, a fim de garantir recursos para o investimento privado, e para o crédito agrícola, por meio da redução do custo do empréstimo ao setor (subsídios à taxa de juros) no total de R\$ 4 bilhões. Adicionalmente, as políticas sociais, que haviam sido reforçadas desde o início do governo Lula, foram ampliadas, com a extensão do seguro-desemprego para trabalhadores dos setores mais

internacionais e a depreciação cambial assinaladas no período. Assinale-se que a ocorrência de saldo credor líquido vinculado em momentos de turbulência no mercado financeiro internacional aumenta a eficácia da administração do endividamento líquido do governo”.

⁸⁷ De acordo com Barbosa & Souza (2010) as ações do governo federal no contexto da crise podem ser divididas em três grupos: i) as ações e programas adotados antes da crise, que ajudaram a economia durante a crise, e continuaram sendo utilizados mesmo após seu arrefecimento; ii) as ações emergenciais empregadas durante a crise que, por serem temporárias, tendem a expirar ou se reduzir com o passar do tempo; iii) as novas ações estruturais do governo federal que auxiliaram no combate à crise, mas prosseguiram após o pior momento da crise ter sido superado.

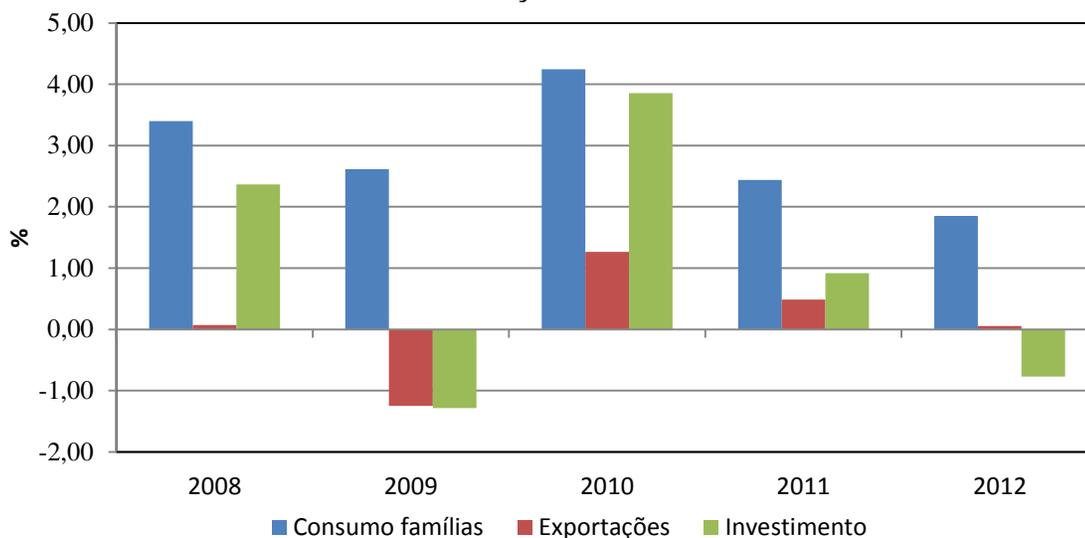
⁸⁸ De acordo com Prates (2010, pp. 48-49), “o governo capitalizou o BNDES com mais de R\$ 100 bilhões (US\$ 56 bilhões, 3,3% do PIB) para garantir recursos para o investimento privado. Esta medida foi extra-orçamentária: foi um empréstimo “abaixo da linha” ao BNDES, que não foi considerado parte do pacote de subsídios. (...) Os recursos adicionais decorrentes da capitalização de R\$ 100 bilhões (US\$ 56 bilhões) permitiram ao BNDES aumentar o seu volume de crédito em 85% em 2009”.

atingidos pela crise e, principalmente, com a expansão do programa Bolsa Família (De Conti, 2013, Prates, 2010).

Em suma, as políticas anticíclicas nas áreas monetária, cambial, creditícia e fiscal objetivaram restaurar a liquidez nos mercados cambial e interbancário (a fim de reestabelecer os fluxos de crédito) e retomar a trajetória de crescimento da demanda doméstica iniciada na segunda metade do período pré-crise. Tais políticas foram fundamentais para a rápida recuperação da economia brasileira, a partir do segundo semestre de 2009, juntamente com outros dois condicionantes. O primeiro foi o retorno dos fluxos de capitais aos países emergentes a partir do segundo trimestre de 2009, fruto das políticas monetárias anticíclicas e da recuperação incipiente dos países avançados, que estimulou a busca de ganhos financeiros e especulativos pelos investidores estrangeiros. O segundo foi a retomada da trajetória de crescimento dos preços das commodities no início de 2009, determinada principalmente pelo crescimento chinês em 2009 e a consequente reposição de seu estoque de produtos básicos (Paula et. al., 2013).

O consumo, que assumiu um papel crucial no padrão de crescimento antes da crise, intensificou seu caráter de componente autônomo da demanda agregada, impulsionado pela política de crédito anticíclica e pela melhora da distribuição da renda no período pré-crise – responsável pelo aumento no multiplicador (Carneiro, 2013; Carneiro, 2012; Gráfico 3.13; Tabela 3.2 do anexo). Além do consumo, a formação bruta de capital fixo e a produção industrial também contribuíram para a recuperação da atividade econômica. A taxa de investimento saltou de 17% do PIB no primeiro trimestre de 2009 para 20,5% no terceiro trimestre de 2010, resultado que refletiu a recuperação da confiança dos agentes e o consequente aumento da utilização da capacidade instalada (a produção industrial cresceu 10,4% em 2010) (Paula et.al., 2013). Como resultado, o PIB recuperou-se já no último trimestre de 2009 (com crescimento de 5,3% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior) e expandiu 7,5% em 2010, com grande contribuição do consumo e investimento (Gráfico 3.13; Tabela 3.2 do anexo).

Gráfico 3.13: Contribuição ao crescimento do PIB - 2008-2012



Fonte: Ipeadata. Elaboração Própria

Os três condicionantes descritos acima também impactaram positivamente o balanço de pagamentos. Em relação à conta de transações correntes, as exportações se recuperaram ao longo do segundo semestre de 2009 e em 2010, com a retomada da trajetória de crescimento dos preços das commodities no início de 2009. A recuperação das importações também ocorreu a partir do segundo semestre de 2009 e, principalmente, ao longo de 2010, em compasso com a retomada da atividade econômica no período (ver Tabela 3.1 do anexo). Ademais, deve-se registrar a elevação do saldo deficitário em transações correntes, causada não apenas pelo avanço das importações frente às exportações em 2010, mas também pelo escalada do déficit na conta de serviços – com as despesas de viagem atingindo um nível recorde graças à forte apreciação cambial no período – e na conta de rendas, que em 2010, assim como em 2008, registrou um valor expressivo de remessas de lucros e dividendos pelas filiais das empresas transnacionais (17,5% superior ao registrado no ano anterior). O aumento das remessas das filiais, por sua vez, foi resultado da manutenção da crise dos países centrais, da crescente participação dos investimentos externos, diretos e de portfólio, na composição do passivo externo e da retomada da atividade econômica brasileira (BCB, 2010; Gráfico 3.19 do anexo).

No caso da conta financeira, a recuperação ocorreu a partir do segundo trimestre de 2009, com o retorno dos fluxos de capitais. Ademais, a recuperação da economia brasileira aumentou as oportunidades de investimentos produtivos e financeiros para o capital estrangeiro

(ver gráfico 3.15 e tabela 3.1 do anexo). Tais fatores internos e externos permitiram que o IDE alcançasse um valor expressivo no segundo semestre de 2010 (totalizando US\$ 48,4 bilhões, 86,7% maior que 2009, e maior valor da série histórica do BCB) e que os investimentos de portfólio registrassem saldos elevados no segundo semestre de 2009 e 2010, a despeito das turbulências no mercado financeiro internacional provocadas pela crise dos GIIPS⁸⁹. Esse contexto permitiu ao BCB retomar sua estratégia de acumulação de reservas a partir do segundo trimestre de 2009, atingindo US\$ 289 bilhões em 2010. A nova fase de alta do ciclo de liquidez internacional também provocou a volta da apreciação da moeda brasileira. De janeiro a setembro de 2009, as reservas cresceram 5,1% e a apreciação cambial foi de 23,9%, a maior entre os países emergentes, reconduzindo a taxa de câmbio nominal ao patamar vigente antes da falência do banco *Lehman Brothers*, em setembro de 2008 (Fundap, 2011a; Gráfico 3.14).

Diante da abundância de capitais estrangeiros a partir do segundo trimestre de 2009, o governo adotou, em outubro de 2009, o primeiro controle de capital do novo ciclo – IOF de 2% sobre investimentos de portfólio em ações e renda fixa – que se estendeu até setembro de 2010. Entretanto, esses investimentos seguiram sua trajetória ascendente (Fundap, 2011a). Já a apreciação do real foi bem menor (4,7% entre outubro de 2009 e setembro de 2010), resultado da maior presença do BCB no mercado de câmbio (para a constituição das reservas) e do menor apetite por risco dos investidores devido às incertezas geradas pela crise do euro. Ademais, a opção pela apreciação cambial representou a manutenção da estratégia de subordinação da taxa de câmbio ao regime de metas de inflação.

No âmbito da política monetária, a nova fase de alta do ciclo de liquidez não se traduziu em reduções mais expressivas da taxa de juros básica em 2009 e 2010. Em sentido contrário, a meta da taxa Selic saltou de 8,75% em abril de 2010 para 10,75% em dezembro do mesmo ano, sob a justificativa de pressões inflacionárias derivadas do aquecimento da demanda doméstica. Dessa forma, o comportamento dos preços-chave a partir do final de 2009 – juntamente com a elevação da meta de superávit primário para 3,1% do PIB em 2010 – refletiu o reforço do tripé macroeconômico do período pré-crise, focado principalmente no controle da inflação.

⁸⁹ Sigla em inglês de Grécia, Itália, Irlanda, Portugal e Espanha, países mais afetados pela crise na área do euro. Inicialmente na Grécia, a pressão dos mercados direcionou-se para Irlanda, Portugal, Espanha e Itália, em a queda de receita decorrente da crise e o aumento dos gastos para atenuar seus impactos foram mais pronunciados. Consequentemente, os mercados financeiros passaram a exigir juros cada vez mais elevados para refinarçar os débitos desses países (Farhi, 2012).

Apesar da combinação dos preços-chave semelhante ao período 2003-2007 e da volta dos fluxos de capitais, o cenário externo apresentou modificações importantes com os desdobramentos da crise. O aprofundamento da crise na área do euro em 2010 e a recuperação incipiente das economias avançadas acirrou o processo de concorrência global e obrigou os países a adotarem políticas mais ativas em relação a suas exportações (Prates & Cunha, 2011). Em relação ao cenário interno, o ciclo do consumo das famílias, fator preponderante para o crescimento do PIB desde 2004, mostrava sinais de esgotamento ao final de 2010, aumentando a pressão por políticas industriais mais sólidas, que impulsionassem o investimento privado (Carneiro, 2013; Prates & Cunha, 2011, p. 11). Portanto, os desdobramentos da crise somados aos fatores internos evidenciaram a incompatibilidade dos principais preços macroeconômicos a uma estratégia de desenvolvimento. Ou seja, os preços-chave em patamares desfavoráveis destoavam de medidas estruturais como o PAC e o subsídio ao financiamento de longo prazo, prejudicando a expansão da economia brasileira.

Dessa forma, os desdobramentos da crise financeira global e a recuperação da atividade econômica em 2009 e 2010 impuseram desafios à política econômica brasileira, como analisado a seguir.

3.2.2. O PERÍODO 2011-2012: OS DESAFIOS DA POLÍTICA ECONÔMICA

O ano de 2011 foi marcado pela chegada de Dilma Rousseff à Presidência da República e consequente manutenção do Partido dos Trabalhadores (PT) no poder. O primeiro ano de governo, principalmente os primeiros seis meses, foi marcado por medidas de contenção à demanda doméstica, cuja expansão causava pressões inflacionárias. Dessa forma, no campo monetário e creditício, optou-se pela continuação do aumento da taxa de juros básica, que alcançou 12,5% em julho de 2011, e pela adoção de políticas macroprudenciais a partir do final de 2010, visando a contenção do crédito à pessoa física. Tais medidas incluíram: i) elevação do adicional do compulsório sobre depósitos à vista e a prazo de 8% para 12%; ii) aumento do capital mínimo dos bancos dos 11% então vigentes para 16,5% do valor da operação para empréstimos consignados com saldo superior a 36 meses e para demais operações de crédito às pessoas físicas com prazo superior a 24 meses (Prates & Cunha, 2011; Fundap, 2011b).

Além do aumento da taxa de juros e das medidas macroprudenciais, o novo governo também optou por um ajuste fiscal, a fim de alcançar um superávit primário de 3,1% do PIB em 2011 (Serrano & Summa, 2012). Vale ressaltar que 3,1% é a meta “cheia” do superávit primário, ou seja, sem os descontos de parte dos investimentos públicos da meta oficial, que, se feitos, fariam a meta baixar para 2,42% do PIB. Para atingir a meta cheia, os investimentos da administração pública declinaram 12% e os investimentos das empresas públicas recuaram 8,6%. Ademais, o crescimento nulo de 2009 não permitiu o aumento real do salário mínimo, fato que não ocorria desde 1994⁹⁰ (Serrano & Summa, 2012).

Entretanto, as políticas de restrição à demanda doméstica no primeiro semestre de 2011 contrastaram com as medidas adotadas a partir do segundo semestre do mesmo ano, que se mostravam condizentes com os desafios impostos pelos desdobramentos da crise. Tais medidas revelavam três prioridades do governo Dilma: a primeira era adequar os preços-chave da economia a uma política de desenvolvimento; a segunda era retomar a competitividade da indústria nacional; e a terceira era intensificar a política social (De Conti, 2013). A primeira subseção tratará da primeira prioridade, que reflete a mudança na gestão da política macroeconômica, enquanto a segunda subseção abordará as outras duas prioridades, que reflete a estratégia de desenvolvimento do governo.

a) RECOLOCAR OS PREÇOS MACROECONÔMICOS NO LUGAR

A intenção de “recolocar os preços macroeconômicos no lugar” tornou-se evidente logo no início do governo, com a troca na presidência do Banco Central – Alexandre Tombini no lugar de Henrique Meirelles -, que representou uma tentativa de mudança na postura conservadora da gestão monetária e cambial até então praticada.

No entanto, a mudança na postura tornou-se concreta – ou mais evidente – apenas no segundo semestre de 2011, quando a taxa de juros iniciou sua trajetória de queda (que se estendeu até outubro de 2012, chegando a 7,5%) e com a sinalização do BCB de manutenção desse patamar no médio e longo prazo⁹¹. Ademais, a taxa de juros real em 2012 alcançou o menor nível

⁹⁰ Pela regra de reajustamento do salário mínimo (estabelecida na lei 12.382), o aumento do salário mínimo corresponderá à variação do PIB do ano retrasado mais a inflação do ano anterior medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC).

⁹¹ De acordo com BCB (2012, p. 40) “na reunião de novembro (última do ano), considerando o balanço de riscos para a inflação, a recuperação da atividade doméstica e a complexidade que envolvia o ambiente internacional, o Comitê entendeu que a

histórico (aproximadamente 1,5%, considerando a inflação oficial de 5,7%). Portanto, apesar dessa redução expressiva ter sido condicionada em última instância pelas políticas monetárias expansionistas dos países avançados, é inegável a participação da nova gestão da política monetária no comportamento da taxa de juros em 2011 e 2012 (De Conti, 2013).

Adicionalmente, o governo não apenas reduziu a taxa de juros básica, mas também promoveu maior competitividade no sistema financeiro doméstico via bancos públicos, a fim de forçar o rebaixamento dos *spreads* bancários. BB e CEF reduziram os *spreads* de suas principais linhas de crédito em cerca de 4 pontos percentuais (p.p) durante o segundo e o terceiro trimestre de 2012. Seguindo as ações dos bancos públicos, Itaú Unibanco e Bradesco também reduziram seus *spreads*, referentes ao crédito à pessoa física, em 8 e 2,5 p.p. respectivamente (Paula et.al., 2013). Vale ressaltar que a postura anticíclica dos bancos públicos desde o início da crise sistêmica impulsionou a participação dessas instituições no total de ativos do sistema bancário para quase 50% em janeiro de 2013, pressionando, portanto, os bancos privados (Paula et. al., 2013).

Porém, a política monetária expansionista não conseguiu superar a deterioração das expectativas dos agentes (firmas, bancos e famílias)⁹². Como visto acima, a redução significativa da atividade econômica mundial, em razão da crise do euro, combinada com a exaustão do *boom* de crédito e a desaceleração do ciclo de consumo das famílias, limitou a capacidade da política monetária de impulsionar a atividade econômica (Paula et. al., 2013).

Em relação ao outro preço-chave, a taxa de câmbio, o BCB fez uso de diversas técnicas de gestão de fluxos de capitais – conceito detalhado no capítulo 2 - e, principalmente, de gestão de derivativos cambiais que obtiveram êxito em conter a apreciação do real, na redução da volatilidade cambial e na mudança da composição dos fluxos de capitais.

Conforme observado na subseção anterior, os controles de capitais impostos em outubro de 2009 não foram capazes de conter essa apreciação. Isto ocorreu em função da não consideração das especificidades da dinâmica da taxa de câmbio brasileira, cujo comportamento é influenciado pelo mercado de derivativos de câmbio. De acordo com a primeira seção, o acesso

estabilidade das condições monetárias por um período de tempo suficientemente prolongado constituía a estratégia mais adequada para garantir a convergência da inflação para a meta, ainda que de forma não linear”.

⁹² De acordo com Paula et. al. (2013) o aumento do nível de utilização da capacidade instalada da indústria de 79% (Jan/2009) para 84% (Dez/2010), a elevação do endividamento das famílias de 32,5% (Jan/2009) para 43,8% da renda (Ago/2012), e o aumento da posição líquida dos três principais bancos privados do país (Bradesco, Itaú Unibanco e Santander) explicitam a deterioração das expectativas das famílias, firmas e bancos respectivamente.

irrestrito a esse mercado a partir de janeiro de 2000 fez com que, em períodos de baixa aversão ao risco, a atuação dos investidores estrangeiros resultasse numa tendência de apreciação do real por meio de operações de *carry trade*, ou seja, uma aposta que reflete uma posição vendida na moeda de *funding* e uma posição comprada na moeda alvo. Ademais, tal operação podia ser feita (até outubro de 2010) sem a necessidade de desembolso de qualquer quantia em moeda estrangeira e até mesmo doméstica, já que os investidores poderiam atender o requerimento de margem de garantia nos contratos futuros via títulos públicos ou fiança bancária (Fritz & Prates, 2014). Dessa forma, os instrumentos deveriam se atentar para as transações que não envolviam entrada e saída de capitais. É importante ressaltar que esse tipo de transação não se limitava apenas ao mercado de derivativos de câmbio: no mercado à vista (de câmbio), as operações de linhas dos bancos⁹³ prescindem de contratos de câmbio e, portanto, escapam da incidência de IOF - que é cobrado com base nos contratos de câmbio firmados (Rossi, 2011).

Assim, em outubro de 2010, o governo foi além do aumento do IOF sobre os investimentos em renda fixa (de 2% para 6%) e instituiu a primeira técnica de gestão de derivativos cambiais da história: o aumento do IOF sobre os requerimentos de margem desses derivativos, de 0,38% para 6%, e o fechamento de algumas brechas que se intensificaram após o aumento do imposto, como o preenchimento de margem via títulos ou fiança bancária (Fritz & Prates, 2014). Entretanto, tais instrumentos não foram capazes de conter o movimento de apreciação do real, já que as técnicas de gestão de derivativos não impediram as operações de *carry trade*, altamente alavancadas. Ao contrário, o aumento do IOF sobre os fluxos de portfólio aumentou ainda mais as posições compradas em real e vendidas em dólar (*long real/short dollar positions*) no mercado *onshore* de derivativos de câmbio. Essas operações eram suportadas por bancos locais que assumiam a posição contrária (vendida em real e comprada em dólar) dos investidores estrangeiros. Os bancos, por sua vez, aumentavam suas posições vendidas no mercado à vista de câmbio, a fim de evitar riscos cambiais (Fritz & Prates, 2014; FMI 2012; Rossi, 2012).

Para evitar as arbitragens regulatórias descritas acima, o BCB impôs, em janeiro de 2011, um requerimento de reserva não remunerado (regulação financeira prudencial) de 60% das

⁹³ De acordo com Rossi (2011, p.6), “as operações de linha são canais de financiamento em dólar dos bancos domésticos com bancos no exterior, geralmente sucursais. O saque e pagamento dessas linhas não envolvem conversão de recursos entre reais e dólares e são as únicas operações de câmbio entre residentes e não residentes que não exigem contratos de câmbio, logo não constam no fluxo cambial. (...) Nesse sentido, no que se refere ao câmbio contratado, os bancos podem “vender câmbio” sem antes “comprar câmbio”, e vice-versa, e assim acumular posições compradas ou vendidas”.

posições vendidas em câmbio assumidas pelos bancos (Tabela 3.1 do anexo). No entanto, os bancos conseguiram encontrar outras brechas e passaram a financiar suas posições por meio de empréstimos estrangeiros de curto prazo. Em resposta, o governo impôs, em março de 2011, um IOF de 6% sobre esses empréstimos, o que não afetou as operações dos bancos, já que, num contexto de abundância de capitais e de busca por rendimentos, essas instituições passaram a recorrer aos empréstimos estrangeiros de longo prazo. No entanto, em abril de 2011, o governo estendeu a aplicação do IOF de 6% para os empréstimos de longo prazo (Fritz & Prates, 2014).

Quadro 3.1: Técnicas de Gestão dos Fluxos de Capitais e Derivativos: 2009-2012

Data	Número e Tipo	Intensidade	Medida
Out/2009	1º CC	Aperto	O Ministério da Fazenda impôs IOF de 2% sobre fluxos de portfólio (ações e renda fixa) de não residentes.
Out/2010	2º CC	Aperto	<ul style="list-style-type: none"> - Aumento da alíquota de IOF de 2% para 4% sobre a aplicação de estrangeiros em fundos de renda fixa e títulos do Tesouro. - Aumento da alíquota de IOF para 6% sobre investimentos em renda fixa. - A migração por investidores não residentes de aplicações em renda variável e ações para aplicações em renda fixa está sujeita ao fechamento de novo contrato de câmbio (câmbio simultâneo), impedindo que os investidores deixem de pagar a nova alíquota de IOF para renda fixa.
Out/2010	1º TGD	Aperto	<ul style="list-style-type: none"> - IOF sobre os requerimentos de margem das operações de derivativos de câmbio foi elevado de 0,38 para 6%. - Brechas em relação ao IOF sobre os requerimentos de margem foram fechadas: investidores estrangeiros foram proibidos de preencher os requerimentos de margem com títulos ou garantias bancárias.
Jan/2011	1º RP	Aperto	Recolhimento de depósito compulsório (em reais) de 60% do valor das posições vendidas em câmbio assumidas pelos bancos que exceder o menor dos seguintes valores: US\$ 3 bilhões ou o patrimônio de referência

Mar/2011	3° CC	Aperto	Imposição de IOF de 6% sobre as captações externas de até 360 dias (as captações externas com prazo inferior a 90 dias já eram tributadas com uma alíquota de IOF de 5,38%)
Abr/2011	4° CC	Aperto	IOF de 6% passa a incidir também sobre empréstimos externos de até dois anos, sobre repactuação e assunção de dívidas e sobre empréstimos intercompanhias do mesmo prazo.
Jul/2011	2° RP	Aperto	Percentual de 60% passa a incidir sobre o montante que exceder o menor dos seguintes valores: US\$ 1 bilhão ou o patrimônio de referência.
Jul/2011	2° TGD	Aperto	Posições vendidas em dólar em excesso estão sujeitas a uma taxa de 1%, que pode se estender até 25%.
Dez/2011	5° CC	Relaxamento	Alíquota de IOF sobre investimentos estrangeiros de portfólio em renda fixa (ligados a projetos de infraestrutura) volta ao patamar de 0%.
Mar/2012	6° CC	Aperto	- IOF de 6% é estendido para empréstimos novos e refinanciados com vencimento em até 3 anos. - Limitação do pagamento antecipado de exportações ao prazo de um ano.
Mar/2012	3° TGD	Relaxamento	Operações de hedge de exportação (até 1,2 vezes o total exportado no ano precedente) foram isentas de IOF.
Jun/2012	7° CC	Relaxamento	IOF de 6% apenas para empréstimos com prazo mínimo de 2 anos.
Dez/2012	8° CC	Relaxamento	- IOF de 6% apenas para empréstimos com prazo mínimo de 1 ano. - Limitação do pagamento antecipado de exportações ao prazo de um para cinco anos.

Fonte: Fritz & Prates (2014).

Notas: CC (Controle de Capital); RP (Regulação Prudencial); TGD (Técnicas de Gestão de Derivativos).

As diversas técnicas de gestão dos fluxos de capitais e derivativos contribuíram para reduzir o ritmo de queda da taxa de câmbio do real no primeiro semestre de 2011, mas não foram suficientes para deter a trajetória de apreciação cambial. Além dos movimentos de arbitragem regulatória, o aumento do diferencial de juros (fomentando as expectativas de manutenção dessa

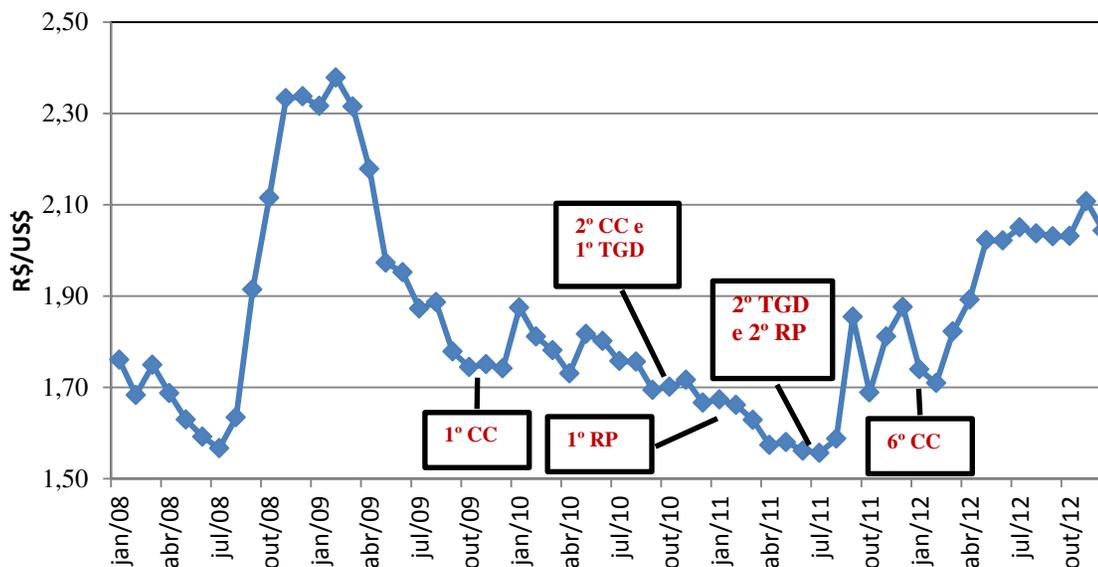
trajetória) permitiu que o real apreciasse 7,9% entre outubro de 2010 e julho de 2011 e que as reservas crescessem 25% no período (Fundap, 2011, Gráfico 3.6). Somente após julho de 2011, a trajetória de apreciação cambial foi não somente interrompida, mas também revertida, por meio de uma segunda técnica de gestão de derivativos cambiais: imposição de IOF de 1% sobre o valor nocial das operações que resultem em aumento da exposição líquida vendida de um agente (Fritz & Prates, 2014; Rossi, 2011)⁹⁴. Além disso, o recurso utilizado pelo BCB em janeiro de 2011 para conter as captações via operações de linha – requerimento de reserva não remunerado - foi “apertado” ainda mais em julho (Quadro 3.1).

Dessa forma, a depreciação cambial iniciou-se em agosto de 2011, quando a taxa de câmbio registrou R\$ 1,59/US\$, e chegou a R\$ 1,88/US\$ em dezembro. Porém, a interrupção dessa trajetória de depreciação em janeiro e fevereiro de 2012 e a continuidade da arbitragem regulatória⁹⁵ fez o governo apertar novamente os controles de capitais por meio da imposição do IOF de 6% para empréstimos em moeda estrangeiras com prazo mínimo de 3 anos (Gráfico 3.13 e Quadro 3.1). Após esses meses de exceção, a moeda brasileira voltou a se depreciar ao longo de 2012, principalmente entre fevereiro e maio, quando a desvalorização cambial atingiu 17,6% (Fritz & Prates, 2014; Gráfico 3.13). Ademais, deve-se ressaltar que a queda da taxa de juros básica e o contexto de aprofundamento da crise do euro e de elevação da aversão ao risco no mercado financeiro internacional impulsionaram o movimento de depreciação do real.

⁹⁴ De acordo com Rossi (2011), os impostos sobre os derivativos são transmitidos ao mercado *offshore* pela própria dinâmica do mercado. Nesse mercado os bancos assumem a ponta contrária da aposta realizada pelo investidor. Para fazer hedge dessa operação, os bancos recorrem ao mercado *onshore*, impactando, portanto, as posições em tal mercado. Assim, ao se deparar com um imposto para tal operação no *onshore*, é natural que o banco repasse o custo para o seu cliente no *mercado offshore*, impactando-o.

⁹⁵ De acordo com Fundap (2013, p. 9), a apreciação do real em janeiro e fevereiro de 2012 foi determinada, em grande medida, pela injeção de 1 trilhão de euros pelo Banco Central Europeu a juros de 1% ao ano. Grande parte dessa quantia foi direcionada para a compra de títulos e ações nos mercados emergentes, inclusive o Brasil.

Gráfico 3.14: Taxa de câmbio nominal - 2008-2012

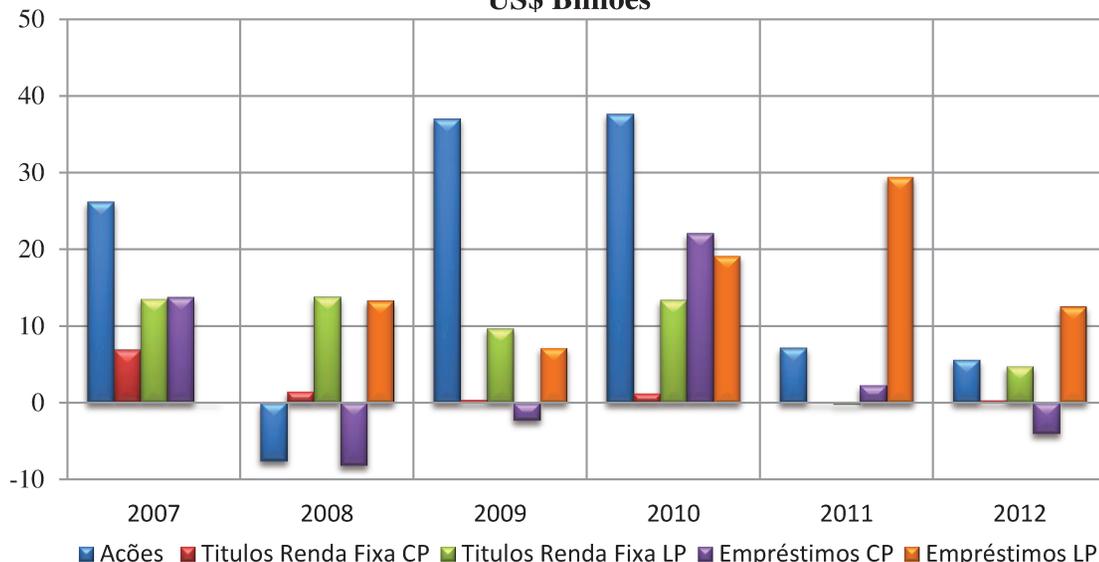


Fonte: BCB Séries Temporais; Prates & Fritz (2013). Elaboração Própria

Nota: CC (Controle de Capital);RP (Regulação Prudencial);TGD(Técnicas de Gestão de Derivativos).

Ademais, as técnicas de gestão dos fluxos de capitais e derivativos cambiais também tiveram impacto na mudança da composição dos fluxos de capitais. A regulação financeira prudencial e a imposição do IOF sobre empréstimos em moeda estrangeira e investimentos de portfólio (em 2011) beneficiaram a emissão de títulos de renda fixa e de empréstimos de médio e longo prazo, em detrimento das emissões de curto prazo e dos investimentos em ações (Fundap, 2011 e 2013;; Gráfico 3.15). O contexto de taxa de juros doméstica mais baixa e taxa de câmbio mais estável também foi importante para a atração dos fluxos de longo prazo e para a redução das operações de arbitragem de juros realizadas por instituições financeiras e corporações (Fundap, 2013). O IDE, por sua vez, apresentou um excelente desempenho em 2011 – quando alcançou US\$ 66,6 bilhões, maior valor da série histórica do BCB – e 2012, superando os fluxos financeiros (investimentos de portfólio e outros investimentos) no período.

Gráfico 3.15: Fluxos Financeiros Estrangeiros Desagregados - US\$ Bilhões



Fonte: BCB. Séries Temporais. Elaboração Própria

Portanto, a nova combinação dos preços-chave em 2011 e 2012 conferiu maior autonomia de política econômica. A busca por um patamar competitivo e estável da taxa de câmbio e a maior autonomia da política monetária frente ao ciclo de liquidez internacional mitigou os efeitos negativos das assimetrias monetária e financeira sobre a economia brasileira. Dessa forma, o Brasil se aproximou novamente, principalmente em 2012, da condição de *policy maker* – deixada após a recuperação da atividade econômica em 2010 -, alinhando sua estratégia macroeconômica a outras prioridades do governo, como o aumento da competitividade da indústria nacional, analisado a seguir (Paula et.al., 2013).

b) A RETOMADA DA COMPETITIVIDADE DA INDÚSTRIA NACIONAL E AS POLÍTICAS SOCIAIS

A segunda prioridade do governo se inter-relaciona com a primeira: aumentar a competitividade do setor produtivo, que se deteriorou com a ausência de uma política industrial apropriada, com a apreciação da moeda brasileira durante anos e com o maior dinamismo de outros países emergentes – especialmente da China (De Conti, 2013). A busca por tal objetivo tornou-se mais clara a partir do segundo semestre de 2011, quando a política fiscal assumiu um perfil expansionista, que pôde ser adotado sem comprometer a obtenção da meta do superávit

primário graças ao resultado primário no primeiro semestre de 2011, que atingiu 3,7% do PIB - (Fundap, 2012).

A desoneração tributária de diversos setores foi o principal instrumento utilizado no período (segundo semestre de 2011 e 2012), sendo que a maior parte das medidas integrou o Plano Brasil Maior, lançado em agosto de 2011. Dentre elas destacam-se: i) a redução do IPI sobre os bens de investimento; ii) desoneração da folha de pagamento de setores intensivos em mão de obra (ampliada em abril de 2012); iii) estabelecimento de um novo regime tributário para o setor automotivo. Medidas destinadas ao consumo também entraram no âmbito do Brasil Maior, dentre elas: i) a redução do IPI sobre os bens de consumo; ii) redução da alíquota de IOF sobre as operações de crédito à pessoas físicas a partir de maio de 2012 (Fundap, 2012).

No entanto, o cenário de incerteza e expectativas empresariais pessimistas, exposto acima, exigiu do governo intervenções mais diretas no segundo semestre de 2012, que resultaram na redução do superávit primário para 1,9% do PIB em 2012. Dentre as medidas, destacam-se a implementação de pacotes de ampliação das compras governamentais, a intensificação dos investimentos públicos e a proposta de um modelo de concessões para aeroportos, dentre outras áreas estratégicas. Ademais, o governo impôs um novo modelo ao setor elétrico, com validade a partir de 2013, visando à redução do preço da energia e, conseqüentemente, o aumento da competitividade da indústria (De Conti, 2013; Fundap, 2012). Essa medida refletiu também uma tentativa de combate à inflação de custo, flexibilizando a interpretação preponderante da inflação de demanda e seu único instrumento de contenção, a taxa de juros.

A terceira prioridade do novo governo pautou-se pela e intensificação das políticas sociais, fundamentais para o crescimento da economia brasileira nos anos precedentes. Os esforços foram concentrados em um novo programa social, “Brasil sem Miséria”, que agregou diversas ações de transferência de renda, acesso a serviços públicos nas áreas de educação, saúde, assistência social, saneamento e inclusão produtiva (BCB, 2011). No contexto dessas ações os benefícios do Programa Bolsa Família foram ampliados e seus valores reajustados em 19,4% (De Conti, 2013).

3.2.3. As avaliações preliminares das mudanças no biênio 2011-2012

Apesar das políticas restritivas no primeiro semestre de 2011, o Brasil respondeu ativamente aos desafios impostos pela metamorfose da crise no período 2011-2012. A mudança na gestão monetária e cambial e a política fiscal expansionista adotada no segundo semestre de 2011 evidenciaram a preocupação dos formuladores de política econômica com a concorrência acirrada no mercado externo e interno e com o nível de competitividade da indústria. Ademais, a política econômica do período resultou na flexibilização do tripé macroeconômico e procurou sincronizar a estratégia macroeconômica à política de desenvolvimento.

Entretanto, o esforço do governo brasileiro não se traduziu num desempenho favorável do PIB, que registrou crescimento modesto de 2,7% em 2011 e menos de 1% em 2012. Tais resultados provocaram as primeiras análises acerca da opção de política econômica nesses dois anos. As opiniões podem ser divididas em dois grupos: de um lado os economistas brasileiros do *mainstream*, alinhados ao modelo do novo consenso, que criticaram as políticas adotadas; de outro, economistas heterodoxos (em sua maioria pós-keynesianos), que aprovaram de forma geral as prioridades traçadas, porém apontaram falhas a serem corrigidas.

Em relação ao primeiro grupo, Ferreira & Fragelli (2013) ressaltam que os juros baixos e o câmbio mais competitivo não foram suficientes para estimular o investimento. De acordo os autores, a falta de investimentos é decorrente dos fatores ligados à oferta, como, por exemplo, o custo dos bens de capital e as incertezas microeconômicas, causadas pela mudança nos contratos do setor de energia elétrica e o represamento dos preços da gasolina. Ferreira & Fragelli (2013) e Volpon (2013) sustentam que o câmbio competitivo não tem incentivado os investimentos, aumentando o custo de bens de capital. Já Loyola (2013) enfatiza que a “nova matriz macroeconômica” (juros alto e moeda depreciada) piorou as condições de previsibilidade dos agentes e deixou dúvidas sobre as prioridades da gestão macroeconômicas, pois se afastou do tripé. Diversos autores – dentre os quais De Bolle (2012) e Volpon (2013) - também questionaram o excesso de intervenção do BCB sobre a taxa de câmbio, por meio dos controles de capitais, e a chamada contabilidade criativa e seus efeitos sobre a meta de superávit primário, pois são os principais exemplos do distanciamento da “nova matriz” em relação ao tripé macroeconômico.

Já os economistas do segundo grupo destacam a importância das mudanças de política econômica no biênio 2011-2012 e apontam suas limitações e falhas. Modenesi (2013) ressalta a reorientação gradual dessa política, traduzida especialmente na diversificação dos instrumentos de política monetária. A adoção de medidas macroprudenciais – objetivando, principalmente, o controle de crédito – é um exemplo de alternativa ao uso exclusivo da taxa Selic, cuja eficácia no combate à inflação, segundo esse autor, é comprovadamente baixa. Ademais, Modenesi (2013) destaca a maior preocupação do BCB e Ministério da Fazenda com as pressões inflacionárias estruturais, revelada na tentativa de revisão das tarifas do setor elétrico e na desindexação dos ativos financeiros, com a redução da parcela da dívida pública indexada à Selic – Letras Financeiras do Tesouro – para 30%. Nakano (2013) também ressalta a importância da mudança do regime de política monetária, que passou a ter “duas metas – taxa de inflação e crescimento e emprego – com dois instrumentos operacionais, controles de taxa de juros e de câmbio, e instrumentos adicionais (macroprudenciais, tributação e nova regulação)”.

Paula et. al. (2013) ressaltam as mudanças mencionadas acima, porém procuram apontar as possíveis razões para o fraco desempenho do PIB no biênio 2011-2012. De acordo com os autores, os resultados decepcionantes revelaram uma falta de coordenação entre a gestão da política monetária e cambial e a política fiscal. O governo concentrou a política fiscal em medidas de isenção tributária, ao invés do investimento público, que possui um multiplicador de renda maior. Ademais, num cenário de deterioração das expectativas de bancos, firmas e famílias, a isenção tributária possui efeitos limitados sobre a atividade econômica (Paula et. al., 2013). Dessa forma, de acordo com Paula et. al. (2013, p. 29):

In order to be effective, activist (and Keynesian) policy endeavors to make use of both fiscal and monetary measures in consistent and coordinated pursuit of economic goals

Por fim, é importante mencionar a visão de Teixeira & Pinto (2012) sobre as mudanças na política econômica no governo Dilma. De acordo com os autores, a adoção de tais políticas revelou mudanças nas relações entre a fração bancário-financeira – bloco hegemônico no poder até então – e o Estado. Essa mudança se iniciou nos dois últimos anos do governo Lula (2009 e 2010), quando apareceram fissuras na hegemonia da fração bancário-financeira em função do fortalecimento de outras frações (exportadores e parte da indústria nacional) e dos

efeitos econômicos e ideológicos da crise financeira global – tratados no capítulo 1 (Teixeira & Pinto, 2012, p. 27). A adoção de políticas anticíclicas no contexto da crise – possibilitada pela redução da vulnerabilidade externa e melhora na situação fiscal no período pré-crise – reduziram o poder dos mercados financeiros domésticos e internacionais em questionar a orientação da política econômica nacional (Teixeira e Pinto, 2012, p. 27).

A redução da taxa de juros real ao patamar mais baixo da história e a política de redução dos *spreads* via bancos públicos no governo Dilma, marcaram a ruptura da hegemonia do segmento bancário-financeiro no bloco no poder⁹⁶ (Teixeira & Pinto, 2012). Ou seja, essa fração já não tem a capacidade de impor seus interesses sobre os demais segmentos do bloco no poder, resultando, portanto, em menor influência na “condução do padrão de acumulação brasileiro” (Teixeira & Pinto, 2012, p. 28). Porém, de acordo com os autores:

nenhuma fração conseguiu ainda se consolidar como hegemônica no bloco no poder, pois a trajetória futura do padrão de crescimento brasileiro não está clara. Com isso, o Estado consegue aumentar sua autonomia relativa diante dos diversos interesses do bloco no poder, configurando oportunidade única para direcionar novos rumos (Teixeira & Pinto, 2012, p. 28).

Infelizmente, os acontecimentos após 2012 – a nova fase de alta da meta da Selic e a reversão da política de redução dos *spreads* – não confirmaram a ruptura proposta pelos autores. Entretanto, as ações no biênio 2011-2012 mostram o caminho para uma maior autonomia do Estado frente aos diversos interesses do bloco no poder. Em outras palavras, a análise de Teixeira & Pinto (2012) revela que uma mudança no regime de política no país – que concilie estabilidade e desenvolvimento – depende necessariamente de uma alteração profunda na correlação de forças no bloco no poder.

3.3. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este capítulo procurou reunir todos os condicionantes da mudança de política econômica do Brasil no contexto da crise financeira global. A primeira parte ressaltou a

⁹⁶ “O bloco no poder é formado pelas classes (e frações) que ocupam o lócus da dominação da luta política de classes, ou seja, que têm áreas de poder (centro de poder = poder real) no seio do Estado. Cabe esclarecer que o bloco no poder não significa o conjunto de camadas que apoiam o poder do Estado, mas que são os que participam do espaço de dominação política” (Teixeira & Pinto, 2012, p. 12).

importância do período pré-crise, caracterizado pela abundância de fluxos financeiros e comerciais. Diante desse cenário positivo, a condução da política econômica teve dois momentos distintos. Entre 2003-2005, o ajuste macroeconômico objetivou a estabilidade monetária e a redução da vulnerabilidade externa por meio da elevação da taxa de juros (em boa parte do período), apreciação cambial e redução da dívida pública interna e externa. Já em 2006 e 2007, a opção desenvolvimentista fez com que o governo intensificasse as políticas de indução ao consumo e investimento, tornando a demanda doméstica (em especial o consumo) um importante propulsor do crescimento. De modo geral, a política econômica no período 2003-2007 esteve amplamente ancorada nas hipóteses do novo consenso, apresentadas no capítulo 1.

Portanto três fatores no período pré-crise se mostraram importantes nas ações anticíclicas adotadas no contexto da crise: i) redução da vulnerabilidade externa, evidenciada pelos indicadores de solvência e liquidez e propiciada pelo aumento das reservas internacionais e das exportações, e pela redução da participação da dívida externa (principalmente pública) no total do passivo externo; ii) redução do endividamento público, traduzido pela redução da relação dívida líquida do setor público/PIB e ajuste fiscal rigoroso, com a manutenção do superávit primário acima de 3% do PIB ao longo de 2003-2007 (Gráficos 3.16 e 3.17) ; iii) adoção de políticas de indução do consumo e investimento e intensificação das políticas sociais de redistribuição de renda, que aumentaram o multiplicador de investimento da economia brasileira.

Tais fatores, juntamente com as políticas anticíclicas praticadas nos países avançados, possibilitaram a adoção de diversas medidas anticíclicas logo após a eclosão da crise sistêmica. Essas medidas se concentraram na atuação do BCB nos mercados interbancários e de câmbio, no papel decisivo dos bancos públicos no mercado de crédito, e no pacote fiscal de estímulo à atividade econômica. No *front* externo o retorno dos fluxos de capitais a partir do segundo trimestre de 2009 permitiu a volta da apreciação cambial e da acumulação de reservas. Ademais, a recuperação da atividade econômica, impulsionada pelo consumo e pelo cenário externo favorável, a partir do último trimestre de 2009 e ao longo de 2010, permitiu a volta do tripé macroeconômico praticado no período pré-crise. Ou seja, após assumir a posição de *policy maker*, com a adoção das políticas anticíclicas, o país voltou à condição de *policy taker* com a recuperação da atividade econômica.

Entretanto, a metamorfose da crise e os sinais de esgotamento do ciclo de consumo das famílias, no qual se baseou o crescimento brasileiro em 2010, impuseram desafios à política

econômica brasileira. Para manter o nível de crescimento alcançado em 2010, o país deveria se afastar da posição de *policy taker* a nível global e alinhar sua estratégia macroeconômica à sua política de desenvolvimento. O governo Dilma procurou responder a tais desafios por meio de uma mudança na gestão da política econômica, traduzida na flexibilização do tripé macroeconômico. Essa mudança se deu por meio de três prioridades assumidas pelos formuladores de políticas no biênio 2011-2012 (De Conti, 2013). A primeira foi a manutenção dos preços-chave da economia (juros e câmbio) em um nível competitivo e alinhado com a política de desenvolvimento, por meio da política monetária expansionista e das técnicas de gestão de fluxos de capitais e derivativos. A segunda foi a tentativa de retomada da competitividade da indústria brasileira, por meio da política cambial e da política fiscal expansionista de indução ao investimento. E a terceira foi a manutenção e ampliação das políticas sócias, no âmbito do Programa Brasil Sem Miséria (De Conti, 2013).

Porém, conforme observa Fundap (2012), a transição na gestão da política econômica está inacabada. Cabe analisar se as três prioridades se sustentarão diante das incertezas do cenário externo – especificamente da política monetária norte americana – e do desempenho tímido do consumo e, principalmente, do investimento frente às medidas engendradas.

CONCLUSÃO

O objetivo principal dessa dissertação foi entender as mudanças de política econômica no Brasil no contexto da crise financeira global. Para tanto, o trabalho apresentou quatro hipóteses a serem investigadas e concluiu que todas elas possuem relação (em menor ou maior grau) com as mudanças observadas na política econômica brasileira.

A primeira hipótese consiste na relação entre a política econômica dos países avançados e dos países emergentes no contexto da crise. As políticas monetárias expansionistas, as intervenções dos Bancos Centrais e os pacotes de estímulo fiscal utilizados pelos países avançados condicionaram a utilização das políticas anticíclicas pelos países emergentes, entre eles o Brasil. O *quantitative easing* lançado pelo Fed a partir de 2009 e a injeção de 1 trilhão de euros pelo BCE em 2011, por exemplo, certamente influenciaram as ações anticíclicas dos emergentes. No entanto, o fator fundamental – na visão dessa dissertação - foi a percepção dos países emergentes que a utilização das políticas pró-cíclicas seria inócua frente aos impactos causados pela crise (De Conti, 2011; Prates, 2011).

A segunda hipótese relaciona a política econômica do Brasil no contexto da crise e as novas recomendações formuladas por economistas do *mainstream*. A maior parte das políticas anticíclicas adotadas pelo Brasil logo após a eclosão da crise sistêmica em setembro de 2008 - apresentadas no capítulo 3 – possuem relação com a análise realizada pelo *mainstream* no contexto da crise. A intervenção no mercado interbancário e de crédito – logo após a eclosão da crise sistêmica - foi amplamente discutida por Borio & Drehmann (2009), Borio & Disyatat (2009), Blanchard (2013), Lim et. al. (2011), entre outros autores citados no capítulo 1. Por exemplo, a criação de uma linha de assistência à liquidez pelo BCB - por meio da qual a própria autoridade monetária podia adquirir carteiras de crédito de instituições financeiras de médio e pequeno porte - pode ser classificada – utilizando o critério de Borio & Disyatat (2009) – como uma “política de balanço do Banco Central” destinada ao crédito. As medidas de incentivo à compra de carteira de crédito de instituições financeiras de menor porte – por meio da dedução de 70% do recolhimento compulsório de depósitos a prazo – podem ser consideradas macroprudenciais, pois elas têm o objetivo de reduzir o risco sistêmico (Borio & Drehmann, 2009; Galati & Moessner, 2011).

No caso da política fiscal, o debate sobre os multiplicadores fiscais e a consolidação fiscal, realizado no primeiro capítulo, pode ser utilizado – como fizeram Paula et. al. (2013) - na análise do pacote de estímulo fiscal, posto em prática em 2008, e da política fiscal anticíclica adotada no segundo semestre de 2011. Já a gestão dos fluxos de capitais e de derivativos, posta em prática pelo Brasil principalmente no biênio 2010-2011, guardou pouca relação com a posição institucional do FMI (2012) e com as recomendações de economistas do *mainstream*⁹⁷ (Ostry et.al., 2010 e 2011). Isso ocorreu em função do papel central do mercado de derivativos de câmbio na determinação da trajetória da moeda brasileira, que obrigou a adoção de técnicas inéditas de gestão de derivativos de câmbio, relatadas preponderantemente pela literatura heterodoxa (Fritz & Prates, 2014; Rossi, 2012).

Porém, é importante observar que a revisão nas recomendações do *mainstream* é mais consequência que causa das mudanças efetivas de política econômica no Brasil. Ou seja, a reação teórica dos economistas do *mainstream* foi, em sua maioria, *ex-post* às ações do BCB e do governo brasileiro e procurou incorporar em suas discussões as políticas adotadas pelos países centrais e emergentes que não encontravam respaldo na teoria convencional (novo consenso), mostrada no capítulo 1.

Por fim, vale ressaltar que as políticas anticíclicas adotadas no contexto da crise pelo Brasil também possuem relação com a teoria keynesiana e minskyana (ou pós-keynesiana). As atuações do BCB – por meio da injeção de liquidez no mercado interbancário e de crédito - e do Governo Brasileiro – por meio do pacote de estímulo fiscal -, logo após a eclosão da crise sistêmica em setembro de 2008, se assemelham ao papel do *Big Bank* e do *Big Government* proposto por Minsky (1986) e descrito no capítulo 1 (Cunha et. al., 2011).

A terceira hipótese relacionou o padrão de inserção externa (comercial e financeira) e a política econômica do Brasil - e demais países emergentes - no período pré-crise com as medidas anticíclicas adotadas por vários desses países logo após a eclosão da crise sistêmica em setembro de 2008. Essa relação foi feita a partir da consideração do caráter assimétrico do SMFI no capítulo 2. De acordo com os determinantes mencionados nesse capítulo, os países detentores de moedas periféricas - ilíquidas internacionalmente – e sujeitos à dinâmica do ciclo de liquidez internacional possuem um grau reduzido de autonomia de política macroeconômica, pois seus

⁹⁷ Numa tentativa de aproximação, a adoção das técnicas de gestão dos fluxos de capitais pelo Brasil pode ser encaixada nos casos descritos por Ostry et. al. (2011), onde a gestão da política econômica seria insuficiente para conter a volatilidade dos preços-chave.

preços-chave são vulneráveis a possíveis reversões do ciclo de fluxos de capitais e a mudanças na política econômica (preponderantemente a política monetária) dos países detentores de divisas.

Nesse contexto, os países que aproveitaram o cenário externo benigno do período 2003-2007 – demanda mundial aquecida, fase de alta do ciclo dos preços das commodities e dos fluxos de capitais – para acumular reservas, reduzir a dívida externa e/ou dinamizar o mercado interno, tiveram maior espaço de política econômica no período 2008-2012. Esse é o caso, principalmente, dos países latino-americanos e asiáticos, que, apesar das diferenças em relação à política macroeconômica (principalmente em relação à política cambial), aproveitaram o período de bonança para acumular reservas internacionais.

No Brasil, além da política de acumulação de reservas, a redução do endividamento externo público foi fundamental para a diminuição da vulnerabilidade externa. Essas ações tornaram o governo e país credores líquidos em moeda estrangeira em 2006 e 2007, respectivamente, posição muito importante para o Brasil enfrentar o efeito-contágio da crise. Isso porque a desvalorização da moeda brasileira no último quarto de 2008 gerou um efeito positivo sobre as contas públicas pela primeira vez na história e não obrigou o país a recorrer ao FMI, como nas crises dos anos 1980 e 1990. Tal fato foi fundamental para aumentar a autonomia da política econômica, possibilitando a adoção de políticas anticíclicas.

A última hipótese relacionou a gestão da política econômica no biênio 2011-2012 com as transformações na política econômica brasileira no contexto da crise. O retorno dos fluxos de capitais e a retomada da trajetória de alta dos preços das commodities foram importantes para a recuperação da economia brasileira em 2009 e 2010. Porém, nesse novo cenário de bonança, a adoção de taxa de juros elevadas e moeda apreciada era incompatível com os desdobramentos da crise na área do euro e com os desafios impostos pelo aquecimento da economia brasileira em 2010, como, por exemplo, os sinais de esgotamento do ciclo de consumo das famílias, que foi determinante para o crescimento do PIB brasileiro entre 2004 e 2010 (Carneiro, 2013). Nesse contexto, o governo Dilma iniciou mudanças na gestão da política monetária e cambial a partir do segundo semestre de 2011. A taxa de juros real alcançou o menor nível histórico (1,5%) em 2012 e os bancos públicos tiveram papel crucial na transmissão da política monetária expansionista para os *spreads* bancários. Em relação à política cambial, a utilização das técnicas de gestão dos fluxos de capitais e derivativos atendeu às especificidades da dinâmica da taxa de câmbio brasileira e contribuiu para desvalorização do real – que chegou a R\$ 2,04/US\$ em dezembro de

2012. Portanto, as políticas adotadas alinharam os preços-chaves às demais prioridades do governo Dilma, como o aumento da competitividade da indústria brasileira e (consequentemente) do investimento.

A relação entre as hipóteses e as mudanças de política econômica no período 2008-2012, apresentada acima, pode ser hierarquizada. Na visão dessa dissertação, duas hipóteses são preponderantes para se entender os dois momentos de mudanças no contexto da crise: o padrão de inserção comercial e financeira e a política econômica do Brasil no período pré-crise; e a nova gestão da política econômica no biênio 2011-2012. Essas duas hipóteses se confirmaram, ao longo do trabalho, como os principais condicionantes do aumento do grau de autonomia de política econômica no Brasil logo após a eclosão da crise sistêmica, em setembro de 2008, e na fase de alta do ciclo de liquidez no biênio 2011-2012. O aumento do espaço de política econômica permitiu mudanças, tais como as políticas anticíclicas em 2008 e 2009 e o uso de técnicas de gestão dos fluxos de capitais no biênio 2011-2012.

As duas hipóteses restantes – ação anticíclica coordenada dos países centrais e a mudanças nas recomendações do *mainstream* – estão em um patamar inferior da hierarquia, pois, embora tenham relação com as mudanças no período 2008-2012, não foram fundamentais para o aumento do grau de autonomia de política econômica nos momentos citados. Em outras palavras, a política econômica dos países centrais após a eclosão da crise e a reação teórica do *mainstream* criaram um cenário positivo para as mudanças, mas não são suficientes para explicá-las.

O desafio, portanto, é manter a condição de *policy maker*, para que as incertezas do cenário externo – principalmente em relação à política monetária estadunidense e à área do euro – não se sobreponham às necessidades impostas pelo desempenho da economia doméstica em 2011 e 2012, como a coordenação da política macroeconômica e a indução ao investimento.

ANEXO ESTATÍSTICO:

Tabela 3.1: Balanço de Pagamentos (Resumo) – em R\$ Milhões

	2003	2004	2005	2006	2007
Transações Correntes	4.177	11.679	13.985	13.643	1.551
Balança Comercial	24.794	33.641	44.703	46.457	40.032
Exportações	73.084	96.475	118.308	137.807	160.649
Importações	-48.290	-62.835	-73.606	-91.351	-120.617
Serviços	-4.931	-4.678	-8.309	-9.640	-13.219
Rendas	-18.552	-20.520	-25.967	-27.480	-29.291
Conta Capital	498	372	663	869	756
Conta Financeira	4.613	-7.895	-10.127	15.430	88.330
Investimento Direto	9.894	8.339	12.550	-9.380	27.518
Brasileiro no Exterior	-249	-9.807	-2.517	-28.202	-7.067
Estrangeiro no Brasil	10.144	18.146	15.066	18.822	34.585
Investimento em Carteira	5.308	-4.750	4.885	9.081	48.390
Brasileiro	179	-755	-1.771	6	286
Estrangeiro	5.129	-3.996	6.655	9.076	48.104
Ações	2.973	2.081	6.451	7.716	26.217
Títulos de Renda Fixa	2.156	-6.076	204	1.360	21.887
Outros Investimentos	-10.438	-10.806	-27.521	15.688	13.131
Estrangeiro	-686	-8.721	-22.486	24.104	31.683
Crédito comercial CP	1.195	2.568	4.526	13.630	17.238
Crédito comercial LP	-959	-1.387	-941	-841	133
Demais Empréstimos CP	-1.443	-1.184	-1.059	-516	13.768
Demais Empréstimos LP	-4.751	-4.743	-2.291	10.505	64
Saldo Balanço Pagamentos	8.496	2.244	4.319	30.569	87.484

(Continuação)

	2008	2009	2010	2011	2012
Transações Correntes	-28.192	-24.302	-47.273	-52.473	-54.230
Balança Comercial	24.836	25.290	20.147	29.793	19.415
Exportações	197.942	152.995	201.915	256.040	242.580
Importações	-173.107	-127.705	-181.768	-226.247	-223.164
Serviços	-16.690	-19.245	-30.835	-37.932	-41.044
Rendas	-40.562	-33.684	-39.486	-47.319	-35.448
Conta Capital	1.055	1.129	1.119	1.573	-1.877
Conta Financeira	28.297	70.172	98.793	110.808	72.030
Investimento Direto	24.601	36.033	36.919	67.689	68.093
Brasileiro no Exterior	-20.457	10.084	-11.588	1.029	2.821
Estrangeiro no Brasil	45.058	25.949	48.506	66.660	65.272
Investimento em Carteira	1.133	50.283	63.011	35.311	8.770
Brasileiro	1.900	4.125	-4.784	16.858	-7.764
Estrangeiro	-767	46.159	67.795	18.453	16.534
Ações	-7.565	37.071	37.671	7.174	5.600
Títulos de Renda Fixa	6.798	9.087	30.124	11.278	10.934
Outros Investimentos	2.875	-16.300	-1.024	7.805	-5.018
Estrangeiro	8.143	14.076	41.543	46.810	19.529

Crédito comercial CP	3.966	5.145	-178	22.565	14.771
Crédito comercial LP	496	-1.045	-535	-1.166	-458
Demais Empréstimos CP	-8.148	-2.249	22.112	2.282	-4.016
Demais Empréstimos LP	13.321	7.175	19.179	29.459	12.590
Saldo Balanço Pagamentos	2.969	46.651	49.101	58.637	18.900

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria

Tabela 3.2: Dados macroeconômicos (Variação anual – em %)

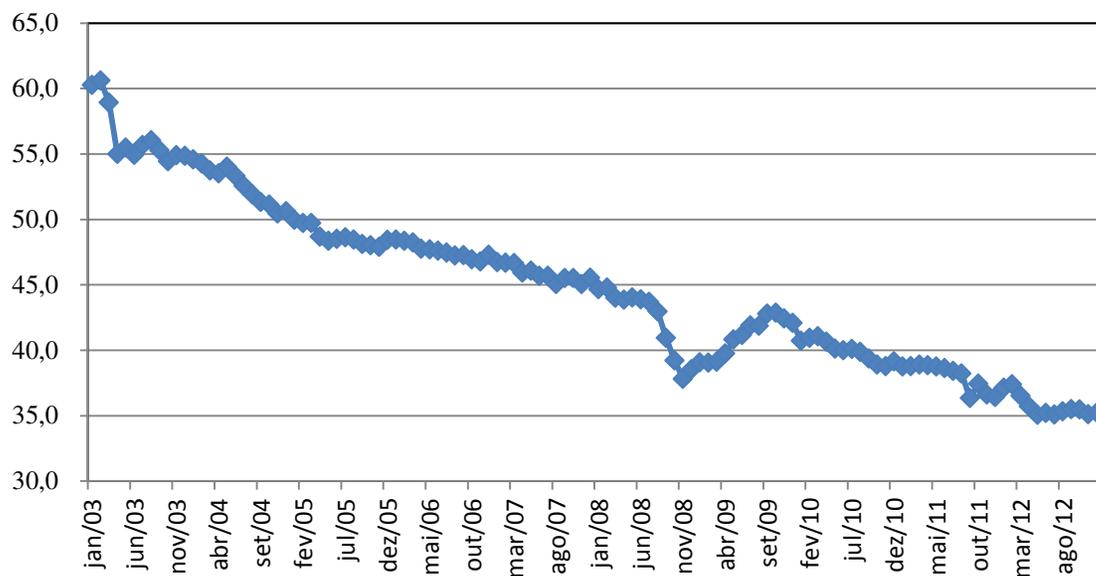
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PIB	2,7	1,1	5,7	3,2	4,0	6,1
Inflação	12,5	9,3	7,6	5,69	3,1	4,5
Formação Bruta Capital Fixo	-5,2	-4,6	9,1	3,6	9,8	13,9
Consumo das Famílias	1,9	-0,8	3,8	4,5	5,2	6,1

(Continuação)

	2008	2009	2010	2011	2012
PIB	5,2	-0,3	7,5	2,7	1,0
Inflação	5,9	4,3	5,9	6,5	5,8
Formação Bruta Capital Fixo	13,6	-6,7	21,3	4,7	-4
Consumo das Famílias	5,7	4,4	6,9	4,1	3,2

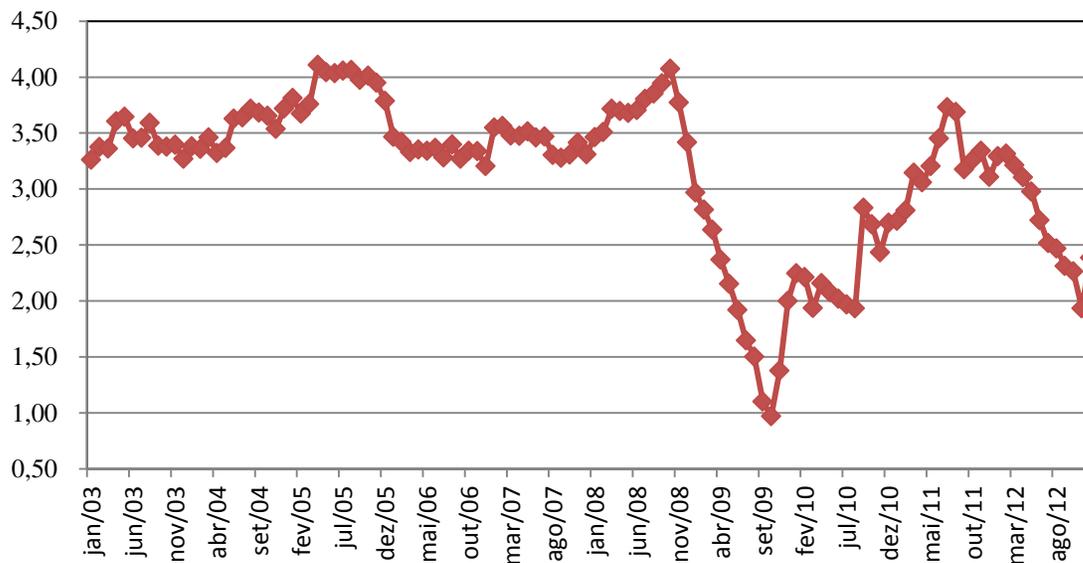
Fonte: IBGE; BCB

Gráfico 3.16: Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)



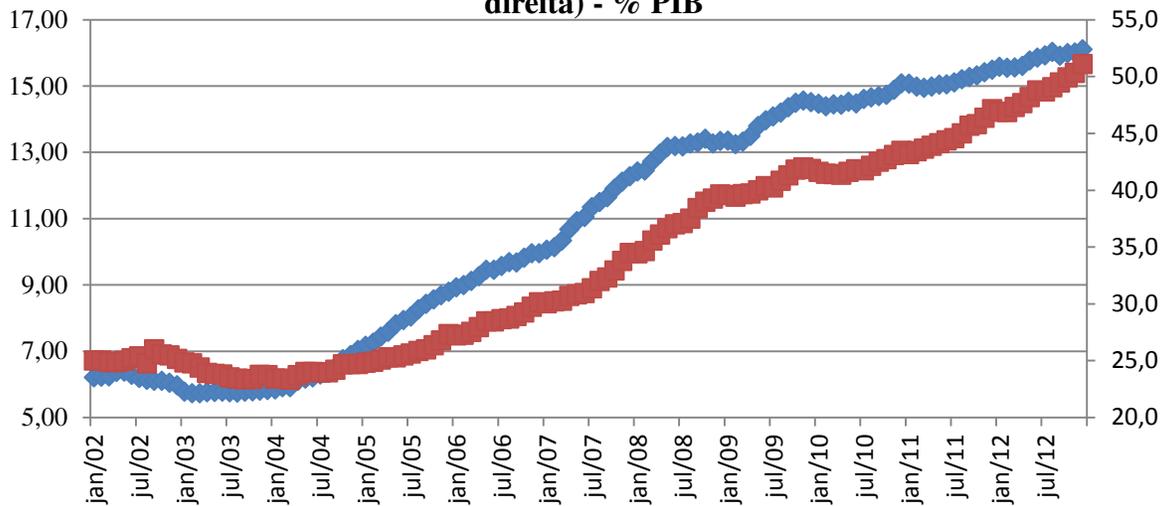
Fonte: BCB. Elaboração Própria

Gráfico 3.17: Superávit Primário (% PIB) - acumulado 12 meses



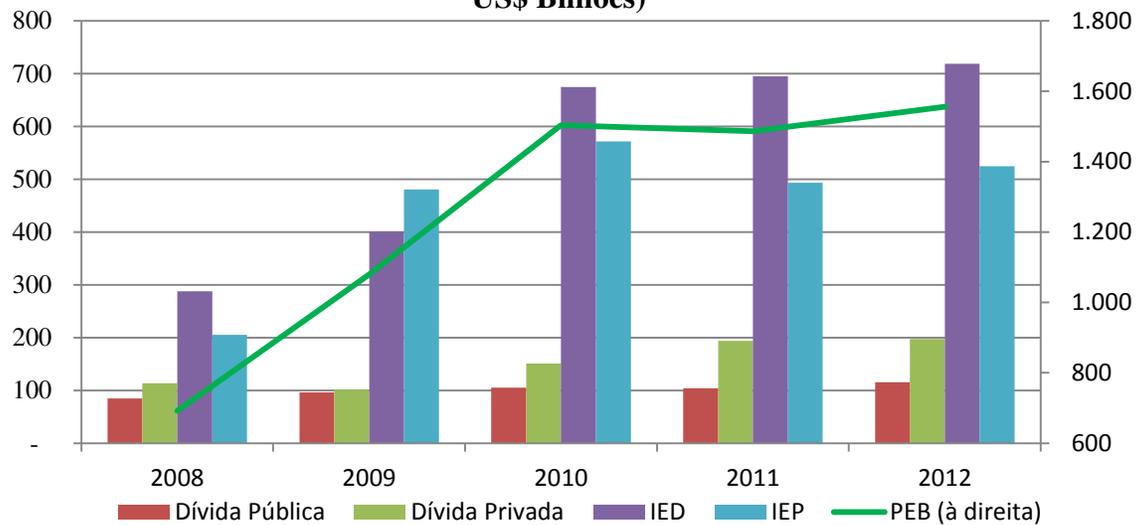
Fonte: BCB. Elaboração Própria

Gráfico 3.18: Crédito às pessoas físicas e ao setor privado (à direita) - % PIB



Fonte: BCB. Elaboração Própria

Gráfico 3.19: Passivo Externo Bruto desagregado - à direita (em US\$ Bilhões)



Fonte: BCB. Elaboração Própria

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASIAN DEVELOPMENT BANK – ADB (2007). *Asian Development Outlook*. Filipinas: ADB, 2007.

_____. (2009) *Asian Development Outlook*. Filipinas: ADB, 2009.

AGLIETA, M. *La fin des devises clés: essai sur la monnaie internationale*. Paris: La Découverte, 1986.

AIZENMAN, J.; LEE, Y.; RHEE, Y. (2004) **International reserves management and capital mobility in a volatile world: policy considerations and case study of Korea**. Cambridge-MA: National Bureau of Economic Research (NBER), 2004. Working Paper, n. 10534. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10534>>.

AKYÜZ, Y. (2011) Capital flows to developing countries in a historical perspective: will the current boom end with a bust and how? South Center, March 2011

ANDRADE, R; PRATES, D.M. (2013) Exchange Rate Dynamics in a Peripheral Monetary Economy. Artigo aceito para publicação no *Journal of Post-Keynesian Economics*.

ARESTIS, P (2009) New Consensus Macroeconomics: A Critical Appraisal. *Levy Economics Institute*. (Working Paper, n. 564). Disponível em: <www.levy.org>.

ARESTIS, P.; CUNHA, A.M.; FERRARI-FILHO, F.; BICHARA, J.S. (2012) Brazil after the Great Recession: Searching for a Coherent Development Strategy. *40 Encontro Nacional de Economia (ANPEC)*, Dezembro, 2012.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. *New Consensus, New Keynesianism, and the Economics of the Third Way*. Levy Economics Institute Working Paper, n. 364, 2002. Disponível em: <www.levy.org>.

_____. The effectiveness of monetary policy and fiscal policy. *Levy Economics Institute*. (Working Paper, n. 369), 2003. Disponível em: <www.levy.org>.

_____. The return of fiscal policy. *Journal of Post Keynesian Economics/Spring* 2010, Vol. 32, No. 3 327, 2010

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BCB (2006). Boletim do Banco Central do Brasil – Relatório anual. BCB, 2006

_____. (2007). Boletim do Banco Central do Brasil – Relatório anual. BCB, 2007

_____ (2008). Boletim do Banco Central do Brasil – Relatório anual. BCB, 2008

_____ (2009). Boletim do Banco Central do Brasil – Relatório anual. BCB, 2009

_____ (2010). Boletim do Banco Central do Brasil – Relatório anual. BCB, 2010

_____ (2011). Boletim do Banco Central do Brasil – Relatório anual. BCB, 2011

_____ (2012). Boletim do Banco Central do Brasil – Relatório anual. BCB, 2012

BARBOSA, N. & SOUZA, J. A. P. (2010) ‘A Inflexão do Governo Lula: Política Econômica, Crescimento e Distribuição de Renda’, in: E. Sader e M. A. Garcia (orgs.) *Brasil: entre o Passado e o Futuro*. São Paulo: Fundação Perseu Abramo e Editora Boitempo. Também disponível em: <http://nodocuments.files.wordpress.com/2010/03/barbosa-nelson-souza-jose-antonio-pereira-de-a-inflexao-do-governo-lula-politica-economica-crescimento-e-distribuicao-de-renda.pdf>.

BATISTA Jr., P. N. “The IMF, Capital Account Regulation, and Emerging Market Economies”, in: Gallagher, K; Griffith-Jones, S. & Ocampo, J.A, eds., *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*, Boston: Frederick S. Pardee Center for the Study of Longer-Range Future, 93-103, 2012

BAUMANN, B. A. & GALLAGHER, K. P. (2013) *Post-Crisis Capital Account Regulation in South Korea and South Africa*. Working paper series n. 320. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst.

BEAN, Charles. Asset prices, financial imbalances and monetary policy: are inflation targets enough?. BIS Working Papers n. 40. 2003

BELLUZZO, L.G.M. (1995). O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”. *Economia e Sociedade*, Campinas, v.4, nº 1 (4), p. 11-20

_____. (1997) Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (orgs.), *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, p.151-193.

BERNANKE, B. & MISHKIN, F. Inflation targeting: a new framework for monetary policy? NBER Working Paper 5893, janeiro 2007.

BIANCARELI, A.M. (2010) A abertura financeira no Brasil: um balanço crítico. In: MARCOLINO, L.C. & CARNEIRO, R. *Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil*. 1. ed. São Paulo : Publisher Brasil e editora Gráfica atitude Ltda., 2010.

BLANCHARD, O. *The state of macro*. Working Paper 14259. NBER, 2008

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G; MAURO, P. *Rethinking macroeconomic policy*. IMF Staff Position Note SPN/10/03. 2010

_____. *Rethinking macroeconomic policy II: Getting Granular*. IMF Staff Position Note. 2013

BLOCK, F. L. *Las Orígenes del Desorden Económico Internacional*, Fondo de Cultura, México, 1980

BORIO, C. & DREHMANN. *Towards an operational framework for financial stability: “fuzzy” measurement and its consequences*. BIS Working Paper n° 284, junho 2009.

BORIO, C.; FURFINE, C.; LOWE, P. *Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options*. BIS Papers n. 1, 2000.

BORIO, C. “Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?” BIS Working Paper No. 128, February, 2003

_____. *Rediscovering the macroeconomic roots of financial stability policy: journey, challenges and a way forward*. BIS Working Papers No. 354, September. Basle: Bank for International Settlements, 2011

CARCANHOLO, M. D.(2010). *Inserção externa e Vulnerabilidade da economia brasileira no Governo Lula*. In: *Os anos Lula: Contribuições para um balanço crítico 2003-2010*. Garamond.

CARNEIRO, R. (2006). *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. *Política Econômica em Foco*, n.7, nov. 2005/abr.2006.

_____. (2007). *Globalização e integração periférica*. *Texto para Discussão*. IE/UNICAMP, n. 126, jul. 2007

_____. (2012) *O Desenvolvimento Brasileiro: temas estratégicos*. RedeD, Texto para discussão n.1, 2012.

CARVALHO, F.C. (1992) *Mr. Keynes and the post keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy*. Aldershot, UK: Edward Elgar, 1992

CARVALHO, F.C. "Controles de Capitais: uma agenda de pesquisa". In J. SICSÚ e F. FERARI FILHO (Orgs.). *Câmbio e Controle de Capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

CEPAL (2009). *Economic Survey of Latin America and the Caribbean 2008-2009*. Santiago: CEPAL.

CHAMON, Marcos & Márcio Garcia. “Capital controls in Brazil: effective?” PUC Rio de Janeiro, Departamento de Economia, *Discussion Paper No. 606*, 2013.

CHESNAIS, F. (1996). *A Mundialização do Capital*. Rio de Janeiro: Xamã, 1996

CINTRA, M. A. M.; PRATES, D. M. (2011) Os países em desenvolvimento diante da crise financeira global. In: Acioly, L.; Leão, R. P. F. *Crise financeira global: mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil – Livro 2*. Brasília: Ipea.

_____. (2012) Os dilemas da política econômica no “pós-crise”. In: Cintra, M. A. M.; Gomes, K. *As transformações no sistema financeiro internacional*, IPEA

CINTRA, Marcos Antônio Macedo. *Uma visão crítica da teoria da repressão Financeira*. Campinas: Editora da Unicamp, 1999 (coleção Teses).

CLAESSENS, S.; DELL’ARICCIA, G.; IGAN, D.; LAEVEN, L. (2010). Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis. *International Monetary Fund Working Paper*, n. 10/44, fevereiro.

COUTINHO, L. & BELLUZZO, L.G.M. (1996) Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, Campinas, (7): 129-54, dez..

CUNHA, A.M.; PRATES, D.M. (2012) A Economia Política da Globalização Financeira e o novo ciclo de fluxos de capitais para os países emergentes. *DECON/UFRGS*, Porto Alegre, mar.2012

CUNHA, A.M.; PRATES, D.M.; FERRARI-FILHO, F. (2011). *Brazil responses to the international financial crisis: a successful example of Keynesian policies?* *PANOECONOMICUS*, 2011, 5, Special Issue, pp. 693-714

DALHEN REPORT. (2008) *The financial crises and the systemic failure of academics economics*.

DAVIDSON, P. (1999) Reality and economic theory. In: DAVIDSON, Louise (Ed.) *Uncertainty, international money, employment and theory* (The Collected Writings of Paul Davidson, vol.3). New York: St Martin’s Press.

DE BOLLE, M. B. A matriz do ministro. *Jornal O Globo* (10/07/2012). Disponível em: < www.oglobo.globo.com > Último acesso: 07/01/2014

DE CONTI, B.M. Política Cambial e Monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas. Tese (Doutorado em Economia), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

_____. (2013) *The main trends in the Brazilian Economy over the last ten years*. Working Paper 06/2013, october 2013. University of Applied Sciences, Berlim.

DEQUECH, D. (1999) Incerteza num sentido forte: significado e fontes. In: LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando. *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Editora Campus, p. 88-108.

_____. (2007) *Neoclassical, mainstream, orthodox, and heterodox economics*. Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 30 (2): 279-302. Inverno, 2007.

EPSTEIN, Gerald, Ilene Grabel, and K.S. Jomo. “*Capital management techniques in developing countries: an assessment of experiences from the 1990s and lessons for the future*” [United Nations Conference on Trade and Development, Geneva], *G-24 Discussion Paper 27*, 2004.

EUROPEAN BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT – EBRD (2008). *Annual Indicators and Projections*. Suíça, 2008.

FARHI, M. Análise comparativa do regime de metas de inflação: pass-through, formatos e gestão nas economias emergentes. Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 127, jul. 2007.

_____. Os impactos dos derivativos no Brasil. In: Carneiro, R.; Marcolino, L.C. *Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil*. São Paulo: Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude, 2012.

_____. *Estados e Mercados na crise financeira*. Mimeo. Unicamp, 2013.

FERREIRA, P. & FRAGELLI, R. (2013) *Não há novo regime de desenvolvimento*. Valor Econômico (16/01/2013). Disponível em: < www.valor.com.br >. Último acesso 07/01/2014.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL - FMI. (2000) *World Economic Outlook*. Washington, D.C.

_____. (2001) *World Economic Outlook*. Washington, D.C.

_____. (2005) *World Economic Outlook*. Washington, D.C. International Monetary Fund, cap.2.

_____. (2006) *World Economic Outlook*. Washington, D.C. International Monetary Fund.

_____. (2007a) *World Economic Outlook*. Washington, D.C. International Monetary Fund, cap.2.

_____. (2007b) *World Economic Outlook*. Washington, D.C. International Monetary Fund, cap.2.

_____. (2009a) *Regional Economic Report – Asia and Pacific*. Washington, D.C.

_____. (2009b) *Regional Economic Report – Western Hemisphere*. Washington, D.C.

_____. (2009c) *Regional Economic Report – Europe*. Washington, D.C.

_____. (2009d). *Article IV Consultation. Russia Federation*. Washington, D.C.

_____. (2010) *The Fund's Role Regarding Cross-Border Capital Flows*. Acessado em setembro de 2013. <http://bit.ly/Z5fLH0>

_____. (2011a) *World Economic Outlook*. Washington, D.C. International Monetary Fund.

_____. (2011b) *The Multilateral Aspects of Policies Affecting Capital Flows*, em: <http://bit.ly/SRk4lr> (último acesso 01/09/2013).

_____. (2011c) *Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework*. Acessado em setembro de 2009. <http://bit.ly/QSqrVQ>

_____. (2012) *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*, em: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf> (último acesso 01/09/2013).

_____. (2013) *World Economic Outlook*. Washington, D.C. International Monetary Fund.

FARHI, M.; PRATES, D.M.(2012) *The global financial crisis and the seventh stage of the evolution of the banking system*, paper presented at the Joint International Conference of the Association Française d'Economie Politique (AFEP), the Association for Heterodox Economics (AHE), and the International Initiative for Promoting Political Economy (IIPPE), Paris 1 Panthéon-Sorbonne University, 5-7 Julho, 2012.

FILGUEIRAS, L; GONÇALVES, R. (2007). *A Economia Política do Governo Lula*. Rio de Janeiro: Contraponto.

FLASSBECK, H. (2001) *The Exchange rate: economic policy tool or market price?* UNCTAD Discussion Papers, n.157.

FREITAS, M. C. P. (2009a) *Inflação mundial e preços de commodities*. In: BIASOTO, Geraldo Jr. et al. (org). *Panorama das economias internacional e brasileira*. São Paulo: Ed. Fundap, p. 113-123.

FREITAS, M.C.P. (2009b) *Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito*. *Estudos Avançados* 23 (66), 2009

FRITZ, B; PRATES, D. (2014). *The new IMF approach to capital account management and its blind spots: lessons from Brazil and South Korea*, *International Review of Applied Economics*, 28:2, 210-239

FUNDAP (2011a). *Os fluxos de capitais para a economia brasileira em 2011*. Boletim de Economia (10), dezembro 2011. São Paulo: Fundap.

_____ (2011b) *Intervenções macroprudenciais no mercado de crédito e no mercado de câmbio*. *Boletim de Economia* no. 3, abril de 2011. São Paulo: FUNDAP

_____ (2012). Balanço do regime de política macroeconômica do governo Dilma. *Boletim de Economia* no. 17. São Paulo: FUNDAP

_____ (2013) Os fluxos de capitais estrangeiros para a economia brasileira em 2012. *Boletim de Economia* no. 22, janeiro 2013. São Paulo: FUNDAP

GALATI, G. & MOESSNER, R. Macroprudential policy – a literature review. BIS Working Papers nº 337, fevereiro 2011.

GALLAGHER, Kevin, Stephany Griffith-Jones, and José Antonio Ocampo, *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*, Boston, MA: Pardee Center Task Force Report, 13-22, 2012

GALLAGHER, Kevin. The IMF, Capital Controls and Developing Countries. *Economic & Political weekly*. Vol. xlvi nº 19. Maio, 2011

GONÇALVES, R. (2009) Vulnerabilidade externa e crise econômica no Brasil. Texto para discussão. IE-UFRJ, 2009.

GOODFRIEND, M.; KING, R. G. (1997) The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy. *NBER Macroeconomics Annual*, v. 12, p. 231-283.

HELLEINER, E. (1995) Explaining the globalization of financial markets: bringing states back in, *Review of International Political Economy*, 2:2, spring 1995, p. 315-341.

HERR, H. (2006) Theories of financial globalization. Artigo apresentado no 2006 Global Labour University Conference, University of Kassel.

JEANNE, Olivier, Arvind Subramanian and John Williamson. *Who Needs to Open the Capital Account?* Washington: Peterson Institute for International Economics, 2012.

KEYNES, J. M. (1936). *The general theory of employment interest and money*. The collected writings of John Maynard Keynes.

KLEIN, Michael W. *Capital Controls: Gates and Walls*. Conference draft presented at the Fall 2012 Brookings Panel on Economic Activity, September 13-14, 2012.

KOHN, D. Monetary Policy and Asset Prices Revisited. *Speech at the Cato Institute's 26th Annual Monetary Policy Conference*, Washington, D.C. mimeo, novembro, 2010. Disponível <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20081119a.htm>>.

KREGEL, J. *Introduction to Minsky and the Regulation of an Unstable Financial System*. The 4th Levy Economics Institute Hyman P. Minsky Summer Seminar, 2013.

LIM, C. H., COLUMBA, F., COSTA, A., KONGSAMUT, P., OTANI, A., SAIYID, M., WEZEL, T., WU, X. (2011). *Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences*. Working Paper No. 11/238. Washington, DC: International Monetary Fund, 2011.

LOPREATO, F.L.C. Caminhos da política fiscal do Brasil. Tese de Livre Docência na disciplina Economia do Setor Público, IE-UNICAMP, 2011.

LOYOLA, G. (2013) *A velha “nova matriz econômica”* Valor Econômico (07/01/2013). Disponível em: < www.valor.com.br >. Último acesso 07/01/2014.

LUCAS, R. E.; SARGENT, T (1978). After Keynesian macroeconomics. In: MILLER, P. J. *The rational expectations revolution: readings from the front line*. Cambridge: MIT Press, 1994.

MACHADO, F. A. (2011) Mobilidade de capitais e vulnerabilidade externa do Brasil: a nova qualidade da dependência financeira (1990-2010). Dissertação de mestrado, IE-UNICAMP, 2011.

MARTINS, I.P.G; FAHRI, M. (2011) Políticas Econômicas pós-crise, mainstream e a inserção do pensamento novo keynesiano. IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB), Rio de Janeiro.

MINSKY, H. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Heaven: Twentieth Century Fund Report, 1986

_____. *The Financial Instability Hypothesis*. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper nº 74, 1992.

MODENESI, A.M. (2013) *Inflação: abandono de metas ou um novo diagnóstico?* Valor Econômico (14/01/2013). Disponível em: < www.valor.com.br >. Último acesso 07/01/2014.

NAKANO, Y. (2013) *Mudança de regime*. Valor Econômico (11/09/2012). Disponível em: < www.valor.com.br >. Último acesso 07/01/2014.

OCAMPO, J.A. International asymmetries and the design of the international financial system. Santiago, Chile: CEPAL, abr., 2001

OCAMPO, J.A. (2007) La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana, *Revista de la Cepal*, n. 93, dec..

_____. *Macroeconomy for development: countercyclical policies and production sector transformations*. Cepal Review 104, agosto, 2011.

OLIVEIRA, G. C. de. (2012) Instabilidade estrutural e evolução dos fluxos internacionais de capitais privados líquidos para a periferia (1990-2009). In: Cintra, M. A. M.; Gomes, K. *As transformações no sistema financeiro internacional*, IPEA.

OSTRY, Jonathan, Atish Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash Qureshi, and Dennis Reinhardt.. “Capital Inflows. The Role of Controls”, *IMF Staff Position Note 10/04*, 2010

OSTRY, J.; GHOSH, A.; HABERMEIER, K. F.; LAEVEN, L.; CHAMON, M.; QURESHI, M. S.; KOKENYNE, A. (2011) *Managing Capital Inflows: What Tools to Use?* IMF Staff Discussion Notes No. 11/

PAULA, L.F., MODENESI, A. & PIRES, M.C. (2013). "The tale of the contagion of two crises and policy responses in Brazil: A case of policy coordination?". Proceedings of the 17th Conference of the Research Network Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FMM), Berlin, 24 – 26 October 2013.

PAULA, L. F. & PRATES, D.M. "Capital Account Regulation, Trade and Investment Treaties and Policy Space in Brazil", in: Gallagher, Kevin, and Leonardo Stanley, eds., *Capital Account Regulations and the Trading System: A Compatibility Review*, Boston: Frederick S. Pardee Center for the Study of Longer-Range Future, 55-67, 2013

PRATES, D. M. (1999) A abertura financeira dos países periféricos e os determinantes dos fluxos de capitais. *Revista de Economia Política*, vol 19, nº1 (73), janeiro-março, 1999.

_____. (2002) **Crises financeiras dos países "emergentes": uma interpretação heterodoxa**. Tese (Doutorado em Economia), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.

_____. (2006) A inserção externa da economia brasileira no governo Lula. *Política Econômica em Foco*, n.7, nov. 2005/abr.2006.

_____. (2007a) A alta recente dos preços das commodities. *Revista de Economia Política*, vol. 27, nº 3 (107), pp. 323-344, julho-setembro/2007

_____. (2007b) A gestão do regime de câmbio flutuante nos países emergentes. Texto para discussão. IE/UNICAMP n.133, setembro de 2007

_____. (2010). A Resposta do Brasil à Crise. In: Organização Internacional do Trabalho (OIT). *Brasil: uma estratégia inovadora alavancada pela renda*. Genebra: OIT, 2010

_____. (2011) As economias emergentes no contexto da crise financeira mundial (Capítulo X). In: Oreiro, J. L.; De Paula, L.F.; Basilio, F. *Macroeconomia do Desenvolvimento: ensaios sobre restrição externa, financiamento e política macroeconômica*. Recife: Editora UFPE, primeira parte.

_____. (2012). How to evaluate financial regulation of Brazil. *Paper presented at the seminar "Growth with Financial Stability and New Developmentalism in Brazil"*, CEMACRO, FGV

_____. (2014) Conjuntura internacional: balanço de 2013 e cenário para 2014. *Mimeo*.

PRATES, D.M.; BICHARA, J. S.; CUNHA, A. M. (2009) O efeito contágio da crise financeira global nos países emergentes. *Indicadores Econômicos FEE*, v. 37, n. 1, 2009.

PRATES, D.M.; CUNHA, A.M. (2011) Estratégias Macroeconômicas Depois da Crise Financeira Global: o Brasil e os Emergentes, *Indicadores FEE*.

_____. (2012) Medidas Macroprudenciais e a Evolução do Crédito em 2011. *Indicadores Econômicos FEE*, Porto Alegre, v. 39, n.4, p. 117-128, 2012.

PRATES, D.M.; CUNHA, A.M; LÉLIS, M. T. C. A gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil. Anais do XXXVI Encontro Nacional de Economia. ANPEC, 2008

PRATES, D.M. & FARHI, M. (2006) A nova dimensão da vulnerabilidade externa. Suplemento 1 do Boletim semestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica – n. 6 –Maio / Out. 2005

PRIEWE, Jan. *Capital Account Management in Developing Countries* [Teaching Material, preliminary version], Geneva: UNCTAD Virtual institute, 2011.

RODRIK, D. “The Social Cost of Foreign Exchange Reserves.” *International Economic Journal* 2(3): 253–266, 2006.

RODRIK, Dani. “The End of an Era in Finance?”, in: *Project Syndicate*, Disponível em: <http://bit.ly/XuxYxl> (último acesso 01/09/2013), 2010.

ROSSI, P. L. (2011). Taxa de câmbio no Brasil: Dinâmicas da arbitragem e da especulação. Observatório da Economia Global. Campinas, SP. Textos Avulsos – no 7 – Setembro, 2011

_____. (2012) Taxa de Câmbio no Brasil: Dinâmicas da Especulação e da Arbitragem. Tese de doutoramento, Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.

SANTOS, F.A (2011). A nova síntese neoclássica frente à crise econômica mundial: a volta da política fiscal. *Dissertação de Mestrado em Economia*, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.

SERRANO, F. & SUMMA, R. (2012) A Desaceleração Rudimentar da Economia Brasileira desde 2011. Mimeo.

SKIDELSKY, R. *Keynes: the return of the master*. New York: PublicAffairs, 2009.

SNOWDON, B.; VANE, H. *Modern macroeconomics: its origins, development and current state*. Edward Elgar, 2005.

SPIILIMBERGO, A; SYMANSKY, S, BLANCHARD, O.; COTTARELLI, C. (2008). Fiscal Policy for the Crisis. *International Monetary Fund Staff Position Note*, n. 08/01, dezembro.

TAVARES, M. C. E MELIN, L. E. (1997) Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: Tavares, M. C. e Fiori, J. L. (orgs.) *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, RJ: Ed. Vozes.

TEIXERA, R.A. & PINTO, E. C. (2012) A economia política dos governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico. Textos para discussão 06/2012. Rio de Janeiro: Instituto de Economia, UFRJ.

TRADE AND DEVELOPMENT REPORT, 1998. Genebra: UNCTAD, 1998. Disponível em <<http://www.unctad.or>>.

VOLPON, T. *Paradas súbitas e crescimento econômico*. Valor Econômico (06/03/2013). Disponível em: < www.valor.com.br >. Último acesso 07/01/2014.