



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

Aluna: Gabriela Lazarini

Orientadora: Maryse Farhi

**POLÍTICA ECONÔMICA E A ATUAÇÃO DOS BANCOS CENTRAIS
NO PÓS-CRISE FINANCEIRA GLOBAL: UMA COMPARAÇÃO
ENTRE OS CASOS DO BRASIL E DA TURQUIA**

CAMPINAS

2014

GABRIELA LAZARINI

**POLÍTICA ECONÔMICA E A ATUAÇÃO DOS BANCOS CENTRAIS
NO PÓS-CRISE FINANCEIRA GLOBAL: UMA COMPARAÇÃO
ENTRE OS CASOS DO BRASIL E DA TURQUIA**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, como parte dos requisitos exigidos para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob a orientação da Profa. Dra. Maryse Farhi.

CAMPINAS

2014

**POLÍTICA ECONÔMICA E A ATUAÇÃO DOS BANCOS CENTRAIS
NO PÓS-CRISE FINANCEIRA GLOBAL: UMA COMPARAÇÃO
ENTRE OS CASOS DO BRASIL E DA TURQUIA**

GABRIELA LAZARINI

BANCA EXAMINADORA

Orientadora: Profa. Dra. Maryse Farhi

Convidada: Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates

Monografia defendida e aprovada em 07/01/2015

Dedico este trabalho, acima de tudo, aos meus pais, Antonia Leny Gomes Lazarini e Pedro Geraldo Lazarini, que sempre me apoiaram e incentivaram a fazer escolhas, ter perseverança para alcançar meus objetivos e força para transpassar os desafios. Graças a eles, eu hoje sei que o conhecimento - não somente técnico - é o que de mais precioso poderemos ter nessa vida. Graças ao amor, carinho, apoio e cuidado, eu posso me dedicar às coisas que gosto e compartilhar tudo o que aprendo com quem está ao meu redor, especialmente com eles.

Pai, Mãe, a vocês minha eterna gratidão.

AGRADECIMENTOS

À minha orientadora, Maryse Farhi, que não só foi a grande inspiradora de meu interesse pela Economia Monetária e Financeira, como também foi a base para que este trabalho fosse realizado. Sua competência e domínio facilitaram minha compreensão do tema e tornaram o aprendizado e o contato com a área de estudo nada menos que encantador. Por todo o comprometimento e prontidão, meus sinceros agradecimentos.

À minha querida irmã, Priscila Lazarini, que foi um grande exemplo profissional e pessoal durante toda a trajetória da minha graduação, além de ser o meu porto-seguro desde sempre. Meu eterno carinho e admiração a você.

Ao meu namorado, Marcos Kazunori Ono, por todo o apoio desde as incansáveis aulas particulares de Cálculo I do início da graduação até a paciência e compreensão que a realização desta monografia demandou. Obrigada por entender minha ausência nos períodos mais turbulentos, por alegrar os momentos menos alegres e por ser a melhor e mais estimulantes companhia que eu poderia ter.

À minha avó, Antonia Ivetti Arelaro (*in memoriam*), que embora tenha partido cedo demais, deixou comigo os melhores e mais puros sentimentos: amor, fé e perseverança.

A todos os meus familiares, pela compreensão e constante torcida. Vocês são meu maior tesouro.

Aos amigos do IE, pela união e parceria em todos os momentos, em especial durante o último ano.

Aos colegas de trabalho da Elektro, pelo apoio e compreensão em um momento de dedicação externa e, principalmente, pela confiança em meu potencial.

Aos meus cães, que não deixaram de estar comigo até mesmo nas madrugadas de leitura e redação deste trabalho.

*“A mente que se abre a uma
nova ideia jamais voltará ao seu
tamanho original.”*

Albert Einstein

CAMPINAS

2014

LAZARINI, Gabriela. **Política econômica e a atuação dos bancos centrais no pós-crise financeira global: uma comparação entre os casos do Brasil e da Turquia.** 2014. 62 páginas. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2014.

RESUMO

Esta monografia tem como objetivo principal analisar as consequências da crise financeira global para economias emergentes e em que sentido os efeitos sobre essas economias foram diferenciados dos efeitos incidentes sobre países centrais. Através da comparação entre as políticas anticíclicas adotadas pela Turquia e pelo Brasil busca-se analisar o rol de possibilidades de execução de política econômica autônoma para países emergentes e quais as condições conjunturais requeridas para tais possibilidades. No primeiro capítulo, busca-se contextualizar a crise financeira e os canais de contágio das economias emergentes e apresentar, com base na teoria menos convencional dos ciclos de liquidez, o controle da conta financeira como possível atenuador dos efeitos de tais ciclos. Em seguida, apresenta-se o atual “dilema” da macroeconomia atual exposto por Mohanty e Scattigna (2005) e os desdobramentos do *Quantitative Easing* adotado pelo Banco Central dos Estados Unidos, o Federal Reserve. No segundo capítulo, apresenta-se a conquista de certa autonomia por parte da Turquia, mostrando os resultados atingidos com as políticas anticíclicas adotadas pela Turquia e também pelo Brasil, bem como a manutenção das medidas adotadas. No mesmo capítulo, analisa-se a situação brasileira no pós-crise e as lições que poderiam ser tomadas da Turquia para o futuro da política econômica. No terceiro e último capítulo, a política heterodoxa do Federal Reserve é analisada, bem como as consequências de seu fim para as expectativas ao redor do mundo. Mais especificamente, analisam-se as implicações das mudanças para as expectativas para os dois casos estudados, questionando a real existência de autonomia para execução de política econômica e/ou anticíclica para países emergentes.

Palavras-chave: Política econômica; Atuação dos bancos centrais; Brasil e Turquia.

ABSTRACT

This monograph aims to analyze the consequences of the global financial crisis of 2007 for the emerging economies as well as to understand in which sense the effects over these economies are different from the ones affecting developing countries. Through a comparison between countercyclical policies adopted by Turkey and Brazil, it aims to analyse the hall of possibilities of autonomous economic policy-making for emerging countries and which situational conditions are required to match those possibilities. In the first chapter, it provides a scenario of the global financial crisis and the contagion channels of the emerging economies and shows, based on a less conventional theory of the liquidity cycles, the capital controls as the possible attenuator of the consequent effects of those cycles. Next, it presents the current macroeconomic “dilemma”, exposed by Mohanty and Scattigna (2005) and the unfolding of the Quantitative Easing program adopted by the United States Central Bank, the Federal Reserve. In the second chapter, it shows the achievement of some autonomy by Turkey as well as the obtained results of countercyclical policies adopted by Turkey and Brazil. Nonetheless, it presents the chances of maintenance of these measures. In the same chapter, it analyses the Brazilian conjuncture in the post-crisis period and the lessons that could be learned from Turkey’s decisions for the future of economic policy. In the third and last chapter, there is an analysis of the non-conventional policy adopted by the Federal Reserve as well as its end’s consequences for the entire world’s economy and expectations. More specifically, it analyses the implications of the changes for expectations for the two cases studied, questioning rather there really is any autonomy for executing economic and/or countercyclical policy for the emerging countries.

Key-words: Countercyclical and economic policy; Central Bank performance; Turkey and Brazil

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	1
2. A CRISE E SEUS DESDOBRAMENTOS PARA AS ECONOMIAS EMERGENTES	4
2.1 A crise econômico-financeira global e suas consequências para as economias emergentes.....	4
2.3 O “dilema” da macroeconomia atual.....	8
2.4 <i>Quantitative Easing</i> e os desdobramentos da resposta norte-americana à crise.....	12
3. A CONDUÇÃO DAS POLÍTICAS ANTICÍCLICAS APÓS A CRISE	17
3.1 A autonomia conquistada pela política econômica turca	18
3.2 Resultados atingidos e a manutenção da nova diretriz econômica.....	20
3.3 A situação brasileira e as lições da Turquia para o futuro da política econômica.....	24
4. AUTONOMIA DE POLÍTICA MACROECONÔMICA PARA PAÍSES EMERGENTES: UMA VERDADE MOMENTÂNEA?	30
4.1 A política heterodoxa do Federal Reserve e mudanças de expectativas ao redor do mundo ..	30
4.2 Implicações da mudança de expectativas para a Turquia e para o Brasil.....	37
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	46
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	48

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução dos ativos do Fed, em US\$ milhões.....	13
Gráfico 2 - Inflação – Meta vs. Realizada - Turquia.....	19
Gráfico 3 - Inflação – Meta vs. Realizada - Brasil.....	19
Gráfico 4 - Policy Rates, Brasil e Turquia de dezembro de 2007 a maio de 2013.....	21
Gráfico 5 - Taxa nominal de câmbio da lira turca (TRY/ 1 USD).....	23
Gráfico 6 - Fluxos de capitais para países emergentes (US\$ bilhões).....	33
Gráfico 7 - Reservas internacionais do Brasil (US\$ milhões).....	36
Gráfico 8 - Evolução recente da policy rate da Turquia – One Week Repo.....	38
Gráfico 9 - Evolução da taxa de juros overnight da Turquia.....	39
Gráfico 10 - Evolução recente da taxa de câmbio nominal da lira turca (TRY/1 USD).....	40
Gráfico 11 - Evolução do índice de preços ao consumidor da Turquia (%)......	41
Gráfico 12 - Índice de inflação da economia turca em relação à meta (%)......	41
Gráfico 13 - Evolução recente da policy rate do Brasil – Selic.....	42
Gráfico 14 - Taxa nominal de câmbio da lira turca e do real brasileiro.....	43

LISTA DE SIGLAS

BCB: Banco Central do Brasil

BCT: Banco Central da Turquia

Fed: *Federal Reserve*

FOMC: *Federal Open Market Committee*

QE: *Quantitative Easing*

1. INTRODUÇÃO

A crise financeira originada em 2007 no mercado de hipotecas *subprime* dos Estados Unidos da América rapidamente tomou caráter global. Através dos diferentes canais de transmissão, a agitação em um mercado específico norte-americano se alastrou para os outros setores, bem como para as economias do mundo todo. Embora a crise, que ficou conhecida como a maior após a Grande Depressão, tenha abrangido diversas economias ao longo do tempo, a maneira como ela atingiu países centrais e emergentes foi distinta. Para os países centrais, a crise representou em um primeiro estágio não só o tumulto instantâneo no mercado financeiro, mas o aumento nas taxas de desemprego, queda no consumo e retração do crescimento do produto, deixando para trás certa crise na confiança dos agentes sobre os ativos dessas economias. Assim, ao analisar os efeitos sobre essas economias, muitos economistas vieram a nomeá-la de Grande Recessão (STIGLITZ, 2010) também motivados pelas constantes ameaças de novos ciclos de deterioração de variáveis macroeconômicas – *Double Dip* – que não abandonaram as economias centrais durante o período contemplado pela crise (FARHI, 2012).

Ao interpretar a crise financeira de maneiras muito distintas entre si, as economias centrais tiveram que lidar, no período pós-crise, com um agravante à recuperação econômica: fortes divergências nas políticas macroeconômicas adotadas por países desenvolvidos. Isto é, como cada país tinha um entendimento distinto do problema, não havia consenso sobre o tipo de resposta econômica a ser dada, o que dificultava a recuperação das economias centrais. Como destacado por Farhi (2012):

“No atual período “pós-crise”, as divergências ressurgiram e passaram a constituir – agora como então – um fator agravante da tênue recuperação econômica, já que conduzem esses países a se engajar em políticas do tipo “cada um por si” ou “salve-se quem puder”, levando a desvalorizações competitivas. Estas divergências estão, sobretudo, relacionadas à avaliação dos riscos das economias resvalarem para novo episódio recessivo. As autoridades econômicas das principais economias desenvolvidas estão confrontadas a um dilema: i) manter os estímulos macroeconômicos, por temor a uma dupla recessão e/ou a um processo de deflação; ou ii) retirar parte ou a totalidade desses estímulos, por

considerar que a recuperação econômica em curso é sustentável e/ou que o déficit das contas públicas chegou a um ponto crítico e seu controle tornou-se prioritário”. (FARHI, 2012, p.125).

No caso dos Estados Unidos, país de origem da crise de 2007/2008, o dilema acima mencionado resultou na escolha da opção “i”, ou seja, a manutenção de estímulos econômicos evitando dupla recessão ou deflação. Neste caso, tais estímulos ficaram mundialmente conhecidos como *Quantitative Easing* e não só tiveram impacto sobre a economia norte-americana em si, mas sobre o mundo todo – com impacto especial sobre os países emergentes.

Neste contexto, os países emergentes puderam ter, com a crise, um impacto econômico bastante distinto daquele sofrido por países originadores da crise. Para estes países, a crise representou uma oportunidade de adquirir mais graus de liberdade para exercer política econômica. Isto porque, a crise de confiança decorrente do mercado tumultuado com a crise, bem como a queda na taxa de remuneração dos ativos decorrente de programas de recuperação fez com que os agentes buscassem outras opções – até mesmo as mais exóticas – para investir. Dessa forma, configurou-se um novo ciclo de liquidez (CONTI, 2011), caracterizado por fluxos massivos de capitais que deixavam economias centrais em busca de mais rentabilidade em economias emergentes.

Dada a volatilidade dos fluxos de capitais internacionais e suas consequências – muitas vezes dramáticas – para economias emergentes, instaurou-se um debate acerca das medidas a serem tomadas de forma a utilizar os efeitos da nova fase do ciclo de liquidez a favor das economias emergentes. Neste debate, a tese exposta por Mohanty e Scattigna (2005) é de extrema relevância e versa sobre a conversão do “trilema” da macroeconomia internacional (dada a livre mobilidade de capitais, a autonomia para a execução política monetária somente seria conquistada através de taxas de câmbio flutuantes) em um dilema, colocando o controle da conta financeira como solução em prol da autonomia de política monetária frente ao ciclo financeiro global. Neste sentido, o regime de câmbio e a regulação financeira tornam-se alvos importantes da presente análise.

Com esta especificidade positiva dos efeitos da crise sobre economias emergentes, a análise comparativa de duas economias emergentes com características bastante similares – regime de metas de inflação, mais altos patamares de juros do mundo e regime de câmbio sujo -,

quais sejam, Brasil e Turquia, mostrou-se bastante proveitosa. Ambos os países promoveram resposta inusitadas à crise financeira global, porém através de caminhos bastante distintos. A Turquia, tomada inicialmente nesta análise como um possível exemplo a ser seguido pelo Brasil, iniciou uma rodada heterodoxa de cortes inéditos em seu patamar de juros, deixando o topo do ranking internacional e o Brasil, por sua vez, apostou em uma resposta regulatória, atuando fortemente sobre o controle de capitais.

Tendo em vista essas considerações, este trabalho busca analisar as diferentes magnitudes e sentidos com que as economias ao redor do mundo foram atingidas pela crise; e investigar as reais possibilidades de autonomia de política monetária para países emergentes. A presente análise também se propõe a entender as diferentes possibilidades de atuação dos bancos centrais no que tange à política anticíclica em países emergentes. Embora haja um debate relativamente antigo em relação à existência ou não de autonomia e de quais seriam as condições necessárias a ela nessas economias, o contexto recente da crise e de atuação das autoridades monetárias ao redor do mundo para conter seus efeitos é especialmente favorável ao desenvolvimento desta discussão teórica relevante e do entendimento de sua aplicabilidade na realidade vislumbrada pela análise.

2. A CRISE E SEUS DESDOBRAMENTOS PARA AS ECONOMIAS EMERGENTES

2.1 A crise econômico-financeira global e suas consequências para as economias emergentes

A crise financeira, iniciada no final de 2007 nos Estados Unidos, ganhou rapidamente caráter global. As economias centrais – onde os primeiros sinais de crise foram concretizados – demoraram a mostrar qualquer sinal de recuperação, deixando espaço para a possibilidade de um *double dip* (FARHI, 2012). No entanto, verificou-se que a crise econômico-financeira que se alastrava pelas economias centrais e preocupava seus governos funcionou, pela primeira vez na história, como uma oportunidade de maior grau de liberdade para a execução de políticas macroeconômicas nas economias emergentes. Oportunidade esta, oriunda dos ciclos de liquidez que resultaram das políticas monetárias anticíclicas adotadas nas economias centrais. Tais ciclos abrangeram as economias a nível global, mas afetaram de maneira diferenciada as economias centrais e as emergentes.

A análise da globalização financeira sob uma ótica menos convencional permite entender os ciclos de liquidez como consequências da lógica especulativa e da dinâmica instável e volátil do sistema monetário e financeiro internacional. Ou seja, o padrão internacional pautado sobre a hegemonia do dólar financeiro, flexível e fiduciário deu origem a assimetrias de ordem monetária, financeira e macroeconômica (PRATES, 2005), das quais decorrem os determinantes dos ciclos de liquidez global. As assimetrias são interdependentes e configuram o cenário macroeconômico global atual. A análise da política monetária e, especificamente, da taxa de juros permite entender as implicações práticas de tais assimetrias, bem como sua conotação para as economias – em especial, as emergentes. Os Estados Unidos, por serem emissores da divisa-chave, detêm um alto grau de autonomia para execução de sua política econômica. Devido a essa característica, os Estados Unidos passaram a poder gerir sua política monetária de acordo com seu ciclo econômico doméstico (PRATES, 2005), subordinando a condução de política econômica do resto do mundo à situação interna da economia norte-americana. O fato da taxa de juros dos Estados Unidos – país emissor da divisa-chave do sistema monetário e financeiro atual – ser a menor da história do país deixa nítida a razão de ser do diferencial elevado de juros dos países emergentes. Em um cenário de livre mobilidade de capitais, os países emergentes têm de

manter uma taxa de juros relativamente alta de modo a evitar fuga dos capitais locais além de manter um atrativo para os capitais internacionais que buscam rendimento.

Dando sequência à linha de raciocínio, a hierarquia de moedas do sistema e a consequente posição menos importante de algumas delas traz, segundo Prates (2013), duas consequências importantes para as economias emergentes: elas se tornam peculiarmente vulneráveis à volatilidade e ao caráter pró-cíclicos dos fluxos de capitais mundiais e à disparidade monetária que acentua tais ciclos; sua autonomia para a execução de política econômica torna-se restrita e bastante limitada no que tange às decisões de políticas macroeconômicas de caráter anticíclico.

A perspectiva heterodoxa permite atrelar os determinantes dos fluxos de capitais às políticas econômicas praticadas pelos países centrais e não à “disciplina” macroeconômica dos países emergentes. Sob esta ótica, a lógica dos ciclos de liquidez retrata claramente a situação doméstica dos países centrais e aversão ao risco como indutores das fases do ciclo. Sendo assim, os períodos de baixa aversão ao risco sugerem a saída de uma posição segura e levam os agentes a investirem em praças exóticas – mercados emergentes, como o Brasil e a Turquia – até que a ocorrência do conhecido “Momento Minsky”¹ promova a inversão das expectativas e a fuga para a “qualidade”, gerando intensa fuga de capitais das economias emergentes. Esta oscilação dos níveis de fluxos de capitais provenientes dos e com destino aos países emergentes está intrinsecamente relacionada à situação doméstica dos países centrais e, portanto, das decisões de aplicação e resgate dos investidores globais. Ainda, nota-se que os fluxos destinados aos países emergentes constituem uma dimensão relativamente marginal quando comparados aos fluxos que rondam os mercados centrais. No entanto, o caráter instável desses fluxos tem efeitos diretos e significativos sobre os mercados domésticos emergentes, uma vez que, em relação a esses mercados, “o volume alocado pelos investidores globais não é residual” (PRATES, 2005).

¹ Enquanto as economias passam por um ciclo de expansão, os investidores buscam rentabilidade cada vez maior, se dispondo com este objetivo a investir inclusive nas “praças exóticas”, onde o risco é sabidamente mais elevado. Entretanto, no momento de deflagração de uma crise, as expectativas positivas se revertem e o pânico generalizado faz com que os investidores se tornem mais avessos ao risco e promovam uma fuga de seus investimentos para praças de maior confiabilidade, mesmo que promotoras de menor rentabilidade. Este momento de reversão das expectativas e aversão ao risco, descrito e inicialmente explicado pelo economista Hyman Minsky, ficou conhecido como “Momento Minsky”.

2.2 O controle da conta financeira como possível atenuador dos efeitos dos ciclos de liquidez

Convencionalmente, os períodos de abundância ou escassez de fluxos de capitais não permitem aos países emergentes graus de liberdade para adotar políticas anticíclicas que atenuariam os impactos desses fluxos sobre o desempenho econômico doméstico (PRATES, 2005). Isto é, na maior parte do tempo, a condução da política econômica dos países emergentes é pautada no contexto internacional, determinado pela situação e pelas necessidades internas dos países centrais. Entretanto, com a crise financeira de 2007/2008, a percepção por parte de investidores globais de uma diminuição de risco nas praças exóticas foi reforçada pela crise do euro e pelas diversas intensidades de recuperação atingidas por cada país. Essa percepção, somada a um contexto de abundância de liquidez e baixas taxas de juros nas economias centrais causou um novo “*boom*” de fluxos de capitais para os países emergentes (PRATES, 2012), afetando diretamente o desempenho do mercado financeiro desses países. Neste cenário, a divisão entre regulação financeira doméstica e internacional deixa de ser factível. Dessa maneira, o controle de capitais mostra-se também essencial para a regulação dos mercados emergentes (PRATES, 2013).

A experiência internacional aponta que a maior efetividade do controle de capitais decorre do monitoramento de operações com câmbio que inibem as tentativas de manobra que têm intuito de burlar restrições existentes. Podendo atuar preventivamente à entrada de capitais – evitando maior apreciação da moeda nacional – ou no sentido de prolongar a estadia de capitais já ingressados – isto é, controlando a saída de capitais, evitando maior depreciação da moeda nacional bem como escassez de divisas –, o controle da conta financeira mostra-se de suma importância no que tange à redução da instabilidade econômica em momentos de maior incerteza. Exemplos claros da eficiência dos controles de capitais no prolongamento da maturidade média dos fluxos internacionais em casos normais e de crise são, respectivamente, o Chile e a Malásia, segundo Paula (2003). Paula (2003) esclarece, ainda, que a ferramenta de controle de capitais é bastante completa, uma vez que não somente é capaz de assegurar redução da vulnerabilidade externa das economias em desenvolvimento e conter supervalorizações das moedas nacionais, mas também permite a seleção qualitativa de fluxos de capitais que o país deseja permitir a entrada – reduzindo, possivelmente, a participação de investimentos de portfólio –, além de

circunscrever a economia de certo modo, de maneira que o mínimo grau de isolamento da economia permita uma redução na taxa de juros básica.

Segundo a teoria convencional (Modelo de Mundell-Fleming), o regime de câmbio flutuante deveria ser capaz de garantir maior autonomia na política monetária, mesmo para economias inseridas em um contexto de globalização financeira, com liberalização de capitais. Contudo, seguindo o conceito de conversibilidade monetária apresentado por Prates (2005),

“O conceito de conversibilidade refere-se à aceitação das moedas nacionais como meio de pagamento, unidade de conta e de denominação dos contratos, e ativo de reserva no sistema monetário internacional. Em outras palavras, uma moeda nacional é totalmente conversível se é capaz de desempenhar no âmbito internacional as três funções da moeda. Contudo, existem diferentes graus de conversibilidade. (...) A principal manifestação dessa não-conversibilidade, especificamente no que se refere à função reserva de valor, são os diferentes prêmios de risco atribuídos às moedas, que decorrem da regra de formação das taxas de juros no sistema monetário e financeiro internacional, desfavorável para os países não emissores da divisa-chave e, sobretudo, para os emergentes.”(PRATES, 2005, p. 274)

a hierarquia de moedas citada no item anterior implica a característica de baixa conversibilidade das divisas de economias emergente o que, por sua vez, coloca essas economias em uma situação de insuficiência de poder para discriminar políticas de maneira independente considerando abertura da conta financeira. Essa incapacidade faz com que seus governos passem a administrar o câmbio flutuante, buscando minimizar a volatilidade cambial e passar confiança e credibilidade ao mercado internacional. Isto é, no caso de economias emergentes, a mera administração do câmbio com abertura da conta financeira não é suficiente para voltar a economia aos interesses nacionais, entretanto seu desenvolvimento e deixando-a subordinada às exigências do mercado financeiro internacional. Nesse caso, a política monetária ganha papel de simples amortecedor das oscilações cambiais e seus efeitos – como o *pass-through*, ou seja, grau de transmissão da variação cambial para os preços domésticos – criando ambientes que neutralizem choques

cambiais através de elevações na taxa de câmbio, minimizando o investimento produtivo e o crédito ao consumo.

Tendo em vista essa argumentação, a adoção do controle de capitais como medida preventiva é de suma importância para a criação de um ambiente macroeconômico mais estável através da atuação de políticas monetária e fiscal autônomas e favorecendo, por esse motivo, a retomada de investimentos nacionais nessas economias. O padrão de política econômica restringida à administração do câmbio é, por outro lado, um modelo que limita a autonomia de política monetária e, via de regra, inviabiliza o desenvolvimento das economias em que se aplica.

2.3 O “dilema” da macroeconomia atual

A ideia tratada por Mohanty e Scattigna (2005) sobre a conversão do “trilema” que dominava os estudos da macroeconomia internacional – dada a livre mobilidade de capitais, a autonomia para a execução política monetária somente é conquistada através de taxas de câmbio flutuantes – em um “dilema” aponta justamente o controle da conta financeira como solução em prol da autonomia de política monetária frente ao ciclo financeiro global. Segundo o dilema apresentado pelos autores, a política monetária pode ser independente se, e somente se, a conta financeira for controlada. Em outras palavras, os autores retomam a problemática da escolha do regime cambial quando a simples mudança de câmbio fixo para flutuante não se mostrou suficiente para garantir que a trindade impossível passasse a ser possível. Por isso a conversão da trindade impossível e uma dualidade impossível² (FLASSBECK, 2001): a inexistência de autonomia de política monetária com câmbio flutuante. Novamente, a hierarquia de moedas coloca-se no cerne do problema, uma vez que impede a capacidade dessas economias de modificar o fluxo financeiro global, evitando a ocorrência simultânea de liberdade do câmbio e autonomia de política monetária. Isto porque o determinante em última instância dos fluxos de capitais é o fluxo financeiro global, isto é, a condição econômica dos países centrais. Mohanty e Scattigna (2005) explicam, ainda, que os desenvolvimentos recentes das economias emergentes tendem a dar maior flexibilidade às taxas de câmbio, de maneira generalizada. Desde o início da

² Segundo Heiner Flassbeck (2001), conta financeira aberta e autonomia de política monetária nacional são incompatíveis, caracterizando a dualidade impossível. Assim, nenhum regime monetário é capaz de isolar efetivamente um país com uma conta financeira aberta.

abertura ao comércio e maior incidência de choques externos, o papel da taxa de câmbio como estabilizador automático tem também sido maior. Isso porque o regime de câmbio flutuante permitiria lidar melhor com choques externos do que o de câmbio fixo. Assim, alguns países combinam o câmbio flutuante com um regime de metas de inflação para dar credibilidade e uma âncora à política monetária – como é o caso tanto do Brasil como da Turquia. O dilema exposto pelos autores pôde ser explicitamente conferido no Brasil, quando em 1999 a âncora cambial abriu espaço para a flutuação do câmbio e o regime de metas de inflação.

Entretanto, na prática é sabido que as autoridades monetárias desses países intervêm para limitar os movimentos da taxa de câmbio, influenciando a sua volatilidade. Um dos motivos para essa limitação deve-se ao fato de que economias emergentes encaram um alto grau de *pass-through* do câmbio para a inflação. Isso faz com que sejam particularmente vulneráveis a depreciações mais persistentes do câmbio. Enquanto a taxa de câmbio tem implicações significativas sobre os preços domésticos, reagir à volatilidade monetária não deve reduzir o controle do Banco Central sobre a inflação.

Há que se ressaltar que a escolha do regime cambial tendendo a priorizar o câmbio flutuante com intervenções práticas revela a taxa de juros como sendo um importante instrumento utilizado para estabilizar a taxa de câmbio. Mohanty e Scattigna mostraram que a resposta da taxa de juros à taxa de câmbio tem sido forte na maioria das economias emergentes. Por outro lado, devido a implicações adversas, a decisão de mudar a taxa de juros como resposta à taxa de câmbio é bastante dependente dos pesos que os Bancos Centrais atribuem à inflação e estabilização do produto. Além disso, as posições tomadas pelas autoridades monetárias devem também depender da fonte de choque da taxa de câmbio, isto é, um choque de oferta ou de demanda deve implicar respostas diferentes por parte da política monetária.

A preferência generalizada por uma volatilidade nos juros em detrimento da volatilidade excessiva no câmbio por parte das autoridades monetárias dos países emergentes decorre, segundo Mohanty e Scattigna (2005), de diversos fatores específicos dessas economias. Calvo e Reinhart (2000) explicam que a preferência dos países emergentes pela maior volatilidade nas taxas de juros em troca de mais estabilidade em suas taxas de câmbio revela a importância da volatilidade cambial sobre a política monetária. Assim, o principal motivador desse *trade-off* intencional entre volatilidade cambial e de juros é o *pass-through*, o que tem como consequência a na ortodoxia monetária com intuito de estabilização do câmbio. No caso do Brasil, o

mecanismo de *pass-through* levou o governo a adotar a âncora cambial quando do Plano Real, de modo a diminuir o grau de transferência da volatilidade cambial para os preços domésticos. Porém, frente aos subsequentes ataques especulativos contra o Real, o governo brasileiro optou por abandonar a âncora cambial, passando a adotar um regime de câmbio flutuante – porém administrado, como mencionado anteriormente. Isso porque tais ataques especulativos provaram a inviabilidade de se manter um regime de câmbio fixo quando não se possui grandes reservas internacionais. Nesse sentido, o regime de metas de inflação representa uma tentativa de substituição do papel da ancoragem cambial por uma âncora nominal das expectativas, muito embora grandes desvalorizações não ainda sejam ameaçadoras para as metas estipuladas para os níveis de preços.

Entre os outros fatores que explicam a preferência dos governos de economias emergentes, é possível citar a baixa capacidade do setor exportador se adaptar a mudanças repentinas no câmbio o que implica forte desincentivo à presença no comércio internacional e possíveis problemas na balança comercial. Além disso, o desenvolvimento dos mercados financeiros domésticos emergentes tem crescente participação na exposição de empresas e bancos ligados a esse setor, uma vez que aumentam as chances de uma profunda queda na taxa de câmbio devido aos fluxos que ingressam nesse mercado. Mudanças repentinas no câmbio representam também um problema para as contas governamentais à medida que governos com déficits amplamente denominados em moeda estrangeira ou indexados ao câmbio podem ter sua sustentabilidade fiscal comprometida com tais desvalorizações.

Embora a opção pelo *trade-off* seja justificável, como apontado acima, Mohanty e Scattigna (2005) explicitam as desvantagens por trás dessa escolha. Segundo os autores, além da elevação da taxa de juros aumentar os riscos de uma desvalorização ainda mais profunda do câmbio no futuro, a resposta via juros pode aumentar a volatilidade da economia como um todo. Isso pode significar um movimento contínuo de *stop-and-go*, de acordo com a sensibilidade do câmbio frente aos choques externos.

A solução que os autores indicam para essa problemática é uma intervenção direta no mercado de câmbio por parte do governo. Dessa forma, a capacidade da economia emergente resistir às oscilações drásticas do câmbio é diretamente proporcional às suas reservas de moeda estrangeira. Essa ligação pode ser atenuada através de operações em mercados futuros, nos quais o Banco Central se compromete, por um contrato, a devolver moeda estrangeira em uma data

futura, porém acrescida de remuneração. Sendo assim, a intervenção direta no mercado câmbio mostra-se mais promissora do que a intervenção indireta, via taxa de juros.

Recentemente, H el ene Rey (2013) retomou a ideia do dilema exposta previamente por Mohanty e Scattigna, embasando a tese de que, no atual mundo globalizado, a antiga ideia de que as taxas fixas de câmbio exportam a política monetária dos países centrais aos emergentes foi contestada. A mudança ocorreu ao se verificar um componente comum entre os preços de ativos mais arriscados e fluxos de capitais. Assim, Rey retirou o regime de câmbio flutuante como soluço para a falta de independência para a atua o da política monetária, apontando tal rela o como causa da ausência de autonomia. Sendo os fluxos de capitais de caráter volátil e pr -cíclico, depreende-se que seus surtos estão associados com o aumento de alavancagem em todo o mundo. É, portanto, natural entender que as condi oes monetárias dos países centrais são, sim, transmitidas aos países emergentes, mas através dos fluxos de capitais transfronteiriços. Além disso, há argumenta oes acerca do tamanho dos mercados das economias emergentes que, por serem pequenos são mais vulneráveis à expectativa em um único sentido e comportamento de manada. Dessa maneira, de acordo com Rey, são os fluxos de capitais que deveriam ser rastreados de modo a avaliar a fragilidade financeira dos países emergentes. Mostra-se, portanto, necessário o uso de políticas macroprudenciais para gerenciar a conta financeira – direta ou indiretamente – de modo a restabelecer a independência para execu o de política monetária nos países emergentes. (REY, 2013). J  na década de 90, período em que a crise da d vida dos países latino-americanos teve auge, os países emergentes diferenciaram-se em rela o ao grau de abertura financeira; nos países que mantiveram controles sobre os fluxos de capitais, a autonomia de política foi maior (PRATES, 2005).

Neste cenário, uma supervaloriza o da taxa de câmbio real induz os bancos e institui oes financeiras a tomarem empréstimos internacionais, aumentando a vulnerabilidade dos países a uma reversão do fluxo de capitais. Além disso, quando a taxa de câmbio real   supervalorizada, a taxa de juros necessária para estabilizar a economia torna-se muito mais alta, configurando o cenário ideal para um ataque especulativo.

Os argumentos expostos ao longo desta se o mostram que em países periféricos com livre mobilidade de capitais, independente do regime cambial utilizado, não há plena autonomia de política monetária. Dessa maneira, a conversão do “*trilema*” em um “*dilema*”, como mostram Mohanty e Scattigna (2005), deixa apenas duas op oes para os governos de economias

emergentes que se enquadrem nessa situação: ou o governo põe a política monetária em segundo plano, abrindo mão de seu uso interno como frente de política econômica e de sua autonomia, ou inibe a mobilidade de capitais a fim de poder praticar uma política monetária independente.

2.4 *Quantitative Easing* e os desdobramentos da resposta norte-americana à crise

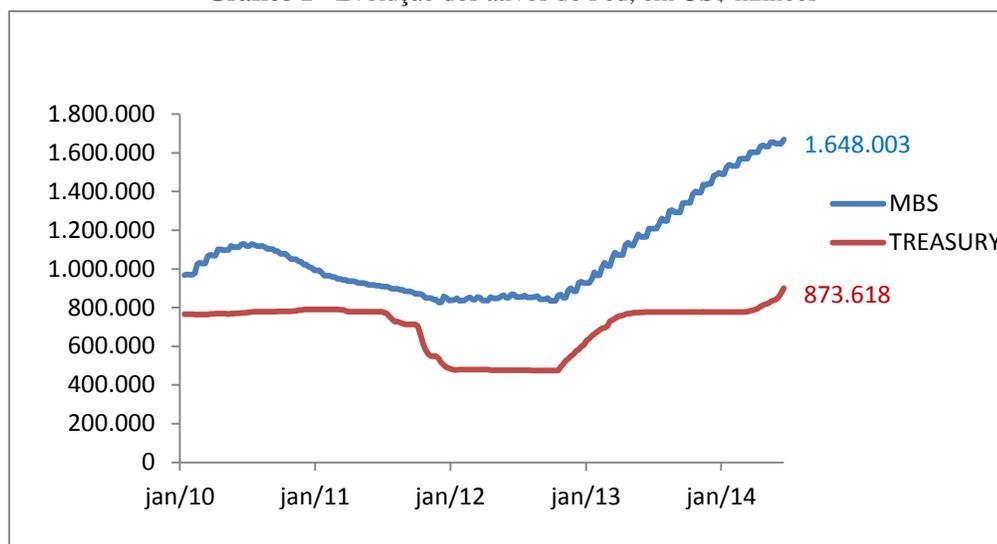
O contexto devastador da crise econômico-financeira mundial, originada no mercado de *subprime* norte-americano, cobrava medidas urgentes de recuperação por parte desta economia, em particular, e das demais economias avançadas também atingidas. A principal frente de política econômica utilizada pelo governo dos Estados Unidos foi a política monetária, através da qual o *Federal Reserve* (FED), Banco Central dos Estados Unidos da América, iniciou ao fim de 2008 um programa de recuperação da economia que ficou conhecido como *Quantitative Easing*, ou afrouxamento quantitativo. O intuito de tal programa era, basicamente, recuperar o ritmo de crescimento da economia norte-americana através da injeção de liquidez no mercado, dinamizando a economia através do aumento de sua base monetária e suas consequências naturais.

Em sua primeira fase, a tática do programa consistia, basicamente, na compra de papéis dos bancos – *US Treasury Notes* e *Mortgage-Backed Securities (MBS)* – por parte do FED. Nas fases seguintes, as aquisições se estenderam aos títulos da dívida pública de longo prazo. Dessa forma, o Banco Central norte-americano emitiria crédito para as contas-reserva dos bancos, deixando-os com mais divisas em reserva do que o previsto pela regulamentação do banco central (*Reserve Requirement*). Com mais moeda passível de oferta, o pressuposto era que os bancos poderiam conceder crédito a um custo mais baixo, ou seja, as taxas de juros praticadas começariam a ser reduzidas, levando as taxas de juros de longo prazo a níveis mais baixos em uma tentativa de fomentar as aquisições de imóveis. Reduzindo as taxa de juros da economia, o governo americano também pretendia, por consequência, engatilhar a volta do crescimento da economia, que agora se beneficiaria de um cenário propício a maiores taxas de investimento, maior demanda e maior nível de consumo devido ao baixo custo do crédito. Além disso, o pacote de estímulos mantém o valor do dólar mais baixo, o que privilegia as ações norte-americanas frente a outros ativos internacionais e permite o barateamento das exportações dos Estados

Unidos, possibilitando o aumento de seu volume e, portanto, beneficiando também a balança comercial do país.

Antes da deflagração da crise, o balanço do Federal contava com, aproximadamente, 800 milhões de dólares em ativos. Com a execução do programa, os ativos no balanço do Fed chegaram a quase 2,5 trilhões de dólares em 2013 – como pode ser verificado no Gráfico 1 –, caracterizando o *Quantitative Easing* como o pacote de estímulo mais massivo da história.

Gráfico 1 - Evolução dos ativos do Fed, em US\$ milhões



Fonte: Federal Reserve. Elaboração própria.

Ao fim de 2008, o Federal Reserve fez seu primeiro anúncio de compra de papéis, que duraria de dezembro de 2008 até junho de 2010. Inicialmente, a pretensão do banco central norte-americano era de tirar as MBS provenientes do subprime – setor originador da crise – do balanço dos bancos. Com o tempo e com as novas necessidades que a economia dos Estados Unidos demonstrava, o montante do programa se estendeu além do previsto sendo renovado em 2010, 2012 e 2013. O segundo anúncio de compra de ativos, conhecido como Quantitative Easing 2, ocorreu em novembro de 2010, quando o Fed afirmou que compraria aproximadamente 600 bilhões de dólares em Treasury Securities, ainda com intuito de estimular a economia através da oferta (AMADEO, 2014). Além disso, o Fed anunciou que os juros de longo prazo continuariam sendo reduzidos, através da chamada operação Twist, que previa a compra de papéis do Tesouro no longo prazo e venda de curtos no mercado.

O terceiro pacote de estímulos – conhecido como *Quantitative Easing 3* –, lançado em 2012 trouxe, junto com seu anúncio, algumas peculiaridades que chamaram a atenção do público internacional. Entre as novidades, o *Federal Reserve* anunciou que manteria a taxa básica de juros dos Estados Unidos próxima de zero até 2015 e que não retiraria o pacote de estímulos até que o nível de emprego apresentasse melhora substancial (AMADEO, 2014). A incessante e repetida injeção de liquidez na economia norte-americana através desses programas passou a incomodar autoridades monetárias de todo o mundo, em especial as de economias emergentes. O fato que se constatava era que, com a abundância extraordinária de dólares no mercado, o valor da moeda obrigatoriamente vinha a atingir níveis mais baixos, configurando uma série de vantagens competitivas para a economia dos Estados Unidos, como explicado anteriormente.

O anúncio do *Quantitative Easing 2* tinha trazido à tona a polêmica acerca da possibilidade dos Estados Unidos estarem promovendo a desvalorização forçada de sua moeda, melhorando relativamente seu posicionamento no mercado internacional. Polêmica esta que foi intensificada após o anúncio da terceira rodada dos estímulos norte-americanos quase concomitantes ao anúncio de um pacote de estímulos promovido de maneira similar pelo Banco Central do Japão. O ministro da Fazenda do Brasil, Guido Mantega, criticou as ações, classificando-as como promotoras de uma guerra cambial. Compartilhando das mesmas opiniões, os mercados emergentes estavam alerta sobre as possíveis consequências drásticas que a política expansionista norte-americana poderia ter para o resto do mundo (CONCEIÇÃO, 2012).

Considerando que, desde a década de 1980, a China vinha aumentando sua expressividade no comércio internacional (BOMBANA, 2013) embasada em uma moeda bastante desvalorizada frente ao dólar (o Yuan), a desvalorização forçada das moedas de economias tão importantes no cenário global quanto os Estados Unidos e, possivelmente, o Japão, representava um ponto preocupante para economias emergentes, ligadas ao setor exportador. De maneira geral, as economias emergentes têm menos força em relação aos países centrais no que tange ao comércio entre países e sua atuação no mercado internacional baseia-se, majoritariamente, em sua pauta de exportação – que, em muitos casos, é composta por *commodities*. Sendo assim, a receita de exportação desses países está intimamente ligado ao valor de suas moedas em relação ao dólar e, uma desvalorização expressiva das divisas de países mais bem colocados no contexto internacional significa rápida perda de mercado por parte das economias emergentes (BOMBANA, 2013), uma vez que a desvalorização da moeda permite exportações mais baratas por parte desses países que ganham ainda mais competitividade no cenário internacional e conseguem exercer maior influência sobre mercados onde países emergentes poderiam ter maiores chances em situações mais propícias. Além de ser comprometedora para a balança

comercial dos países emergentes, a situação de guerra cambial acaba por reduzir a participação de algumas economias no fluxo de comércio mundial, retraindo sua produção e impactando direta e indiretamente em seu produto e desenvolvimento.

Há que se ressaltar que, como exposto pelo Ministro da Fazenda brasileiro ainda em setembro de 2012, os programas de estímulos norte-americanos não só trouxeram consequências drásticas para as economias emergentes, como não obtiveram todo o sucesso esperado dentro da economia dos Estados Unidos. Em 2012, época da terceira rodada de estímulos, a economia norte-americana não carecia mais de liquidez. Portanto, a continuidade de injeção de liquidez na economia levava à conclusão de que o “excedente” de moeda não era encaminhado para atividades produtivas (CONCEIÇÃO, 2012). Ainda, o objetivo principal de tornar o crédito mais acessível e movimentar a economia a partir daí, não teve sucesso. O dinheiro que entrava nos bancos, proveniente da compra de papéis pelo Federal Reserve, permanecia como reservas dos próprios bancos ao invés de ser emprestado. Os bancos utilizaram os fundos para multiplicar o preço de suas ações através de dividendos e compra de outras ações. Os grandes bancos inclusive utilizaram o dinheiro para consolidar suas *holdings*, o que contribuiu muito para o aumento da concentração dos ativos bancários nos Estado Unidos, de forma que os maiores bancos, representados por 0,2% do total de bancos, tinham controle de mais de 70% do total de ativos bancários (HUSZAR, 2013).

Tendo em vista o desenvolvimento do *Quantitative Easing* é possível notar que os efeitos deste sobre economias emergentes foram ainda maiores do que os efeitos sobre a economia norte-americana, originadora e alvo principal da política de afrouxamento. A situação cobrava uma medida rápida e incisiva por parte das economias emergentes para que pudessem garantir seu espaço no mercado internacional (AMADEO, 2014). Entretanto, com a intenção pré-anunciada do Fed de manter a taxa de juros próxima de zero por um longo período (interpretada pelos mercados como indicando o final de 2015), reforçavam-se as condições propícias para a prática de política monetária mais autônoma por parte dos países emergentes. O *Quantitative Easing* foi o maior pacote de estímulos promovidos pelo Banco Central na história norte-americana e, dados todos os desdobramentos dessa medida, ofereceu a chance de maior autonomia para execução de política monetária pelos países emergentes, esse caminho era quase uma obrigação para tais países em termos de conquista de maior independência na condução das questões econômicas. Como a permanência dos estímulos era limitada pelo desempenho das variáveis que motivaram o

início do programa – como a taxa de desemprego –, a tomada de decisão dos emergentes em prol de maior autonomia deveria ser tão rápida quando a recuperação da economia norte-americana. A chance de gozar de maior autonomia para execução de políticas econômicas duraria até o momento em que o Fed iniciasse o “*tapering*”, isto é, o início da desaceleração dos estímulos, já capaz de reverter expectativas ao redor de todo o mundo, que será tratado de maneira mais aprofundada no terceiro capítulo.

3. A CONDUÇÃO DAS POLÍTICAS ANTICÍCLICAS NO PÓS-CRISE

A fim de evidenciar a importância atribuída ao controle de capitais em prol da conquista de autonomia para a política monetária, foram analisadas, no primeiro capítulo, teses que corroboravam o entendimento do regime de câmbio flutuante como causador da ausência de autonomia na política monetária de uma economia, e não como a solução para este problema – como alguns propõem. A flutuação do câmbio deixa claro o caráter volátil e pró-cíclico dos fluxos de capitais, permitindo que as condições monetárias de países centrais sejam transmitidas às economias emergentes com mais facilidade. Assim, a vulnerabilidade das economias tende a aumentar à medida que o nível de alavancagem sobe ao redor do mundo (REY, 2013). Neste cenário, uma supervalorização da taxa de câmbio real induz os bancos e instituições financeiras a tomarem empréstimos internacionais, aumentando a vulnerabilidade dos países a uma reversão do fluxo de capitais. Além disso, quando a taxa de câmbio real é supervalorizada, a taxa de juros necessária para estabilizar a economia torna-se muito mais alta, configurando o cenário ideal para um ataque especulativo. O caso dos países emergentes se torna, neste sentido, ainda mais especial devido ao pequeno tamanho relativo de seus mercados, que permitem maior vulnerabilidade dessas economias às expectativas em um único sentido e ao comportamento de manada. Por esses motivos, o controle dos fluxos de capitais torna-se o cerne da questão ao se tratar de autonomia de política monetária, em especial em economias emergentes.

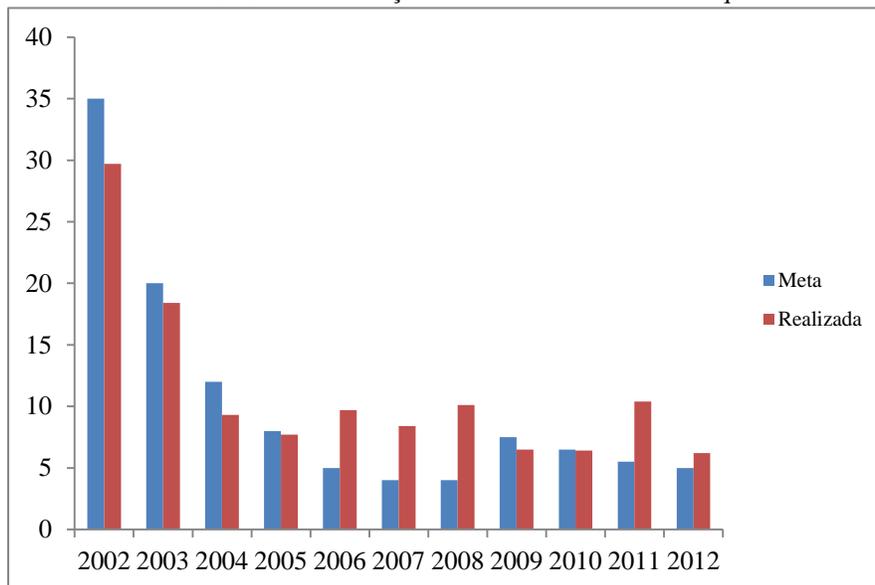
Não obstante, as medidas adotadas pelas economias emergentes analisadas puseram em evidência a inédita característica já mencionada no presente trabalho: a crise nas economias centrais permitiu que economias emergentes ganhassem graus de liberdade no que se trata de autonomia de política monetária. Isto é, a crise representou a primeira oportunidade de muitas economias emergentes realizarem política anticíclica. Pode-se depreender, justamente, que a oportunidade única para as economias emergentes surgiu graças à mudança de sentido da condução da política monetária nas economias centrais, em especial, nos Estados Unidos, que possuía um patamar de juros conhecido como um dos mais baixos do mundo e passou a adotar políticas não ortodoxas através da promoção de estímulos à economia (*Quantitative Easing*, mencionado no primeiro capítulo), culminando em redução ainda maior dos juros a um patamar próximo de zero.

3.1 A autonomia conquistada pela política econômica turca

Após se inserir na globalização financeira na década de 1980, a Turquia passou por um período turbulento no que tangia à dívida pública, ao déficit fiscal e às pressões inflacionárias. O país, que foi o último emergente a alcançar a estabilidade de sua moeda, teve de focar suas ações na contenção desse quadro atacando primeiramente a inflação, que já tomava caráter inercial principalmente devido à política fiscal frouxa e a política monetária relativamente inerte, de acordo com o discurso oficial de Durmuz Yilmaz (2007), presidente do Banco Central da Turquia. A fim de promover uma política monetária contracionista compatível com a disciplina fiscal que se propunha a seguir, o Banco Central da Turquia (BCT) foi separado do Tesouro, de modo a seguir uma trajetória de independência. A partir de então, o mote do BCT foi buscar a estabilização de preços. Para isso, o Banco Central adotou, entre outras medidas, metas implícitas de inflação que permitiram credibilidade à política macroeconômica até que, em 2006, ele passasse a se basear em metas explícitas para os níveis de preços – como já ocorria no Brasil desde 1999.

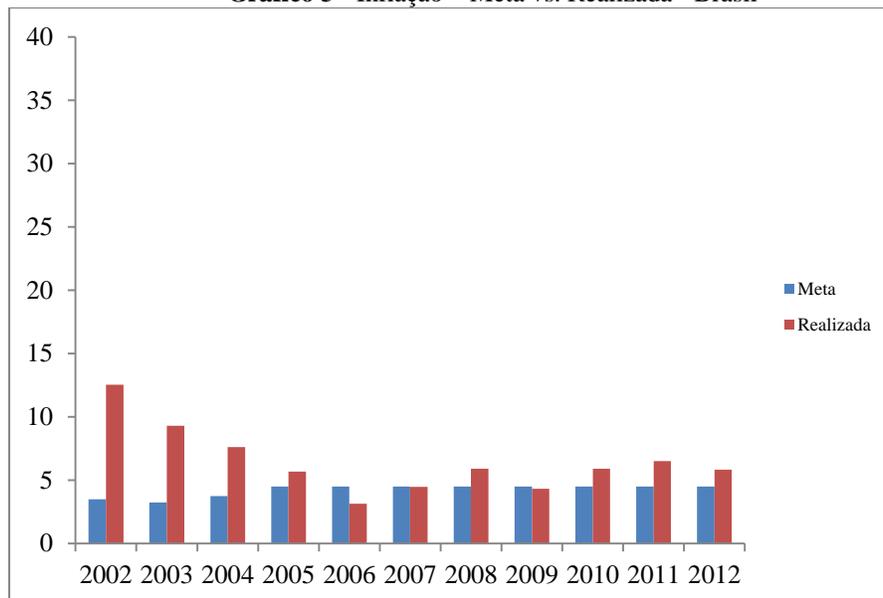
A adoção do regime de metas explícitas de inflação, embora tenha promovido credibilidade ao Banco Central e contido os patamares de nível de preços da economia turca, não livrou o país de choques externos (YILMAZ, 2007). À incidência desses choques – dentre os quais se deve dar destaque à forte desvalorização da lira turca frente ao movimento de capitais internacionais e ao aumento dos preços das *commodities* no cenário internacional – foram somadas questões internas, como o aumento dos preços dos alimentos com forte peso no índice de inflação do país, resultando em um descasamento entre as metas impostas para a inflação e o índice de preços realizado.

Gráfico 2 - Inflação – Meta vs. Realizada - Turquia



Fonte: Banco Central da República da Turquia.

Gráfico 3 - Inflação – Meta vs. Realizada - Brasil



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Os Gráficos 2 e 3 explicitam não só as disparidades quase constantes entre metas e valores efetivamente realizados da inflação na economia turca, como também evidenciam que o patamar inflacionário desta economia mostrava-se muito mais alto do que o da economia brasileira quando a crise econômico-financeira se alastrou pelo mundo, ao final de 2007. Há que

se ressaltar ainda que, em 2008, no auge da crise, o Brasil foi o único país emergente que manteve a inflação realizada dentro da banda correspondente à meta estabelecida (ARESTIS et al., 2009). Esse quadro comparativo torna-se intrigante ao trazermos a condução da política monetária dos dois países à tona, uma vez que embora a Turquia apresentasse um cenário inflacionário mais preocupante que o do Brasil na época da crise financeira global, as autoridades monetárias turcas atuaram no sentido de reduzir a taxa básica de juros. O Brasil, que por outro lado sofria menos com a inflação à época, aumentava sua taxa básica de juros em pleno auge da crise internacional. Há que se ressaltar, entretanto, que o objetivo final da política monetária praticada pelo BCT não era o controle inflacionário, mas reduzir a pressão de apreciação da taxa de câmbio. Esta experiência turca abriu espaço para um questionamento sobre a real necessidade da utilização dos juros como estabilizador de preços, permitindo um consenso. A decisão das autoridades monetárias turcas pela redução dos juros em períodos de inflação desordenada representou uma possível alternativa consistente para estabilizar o nível de preços que não a elevação dos juros. Com isso, dúvidas surgiram acerca da coerência em atrelar soluções de diversos problemas econômicos ao manejo das taxas de juros. Assim, o entendimento dos juros como garantidor da estabilidade econômica ou como responsável pelo bom desempenho de uma economia atingida por uma crise tal como a de 2008 passou a ser passível de questionamento.

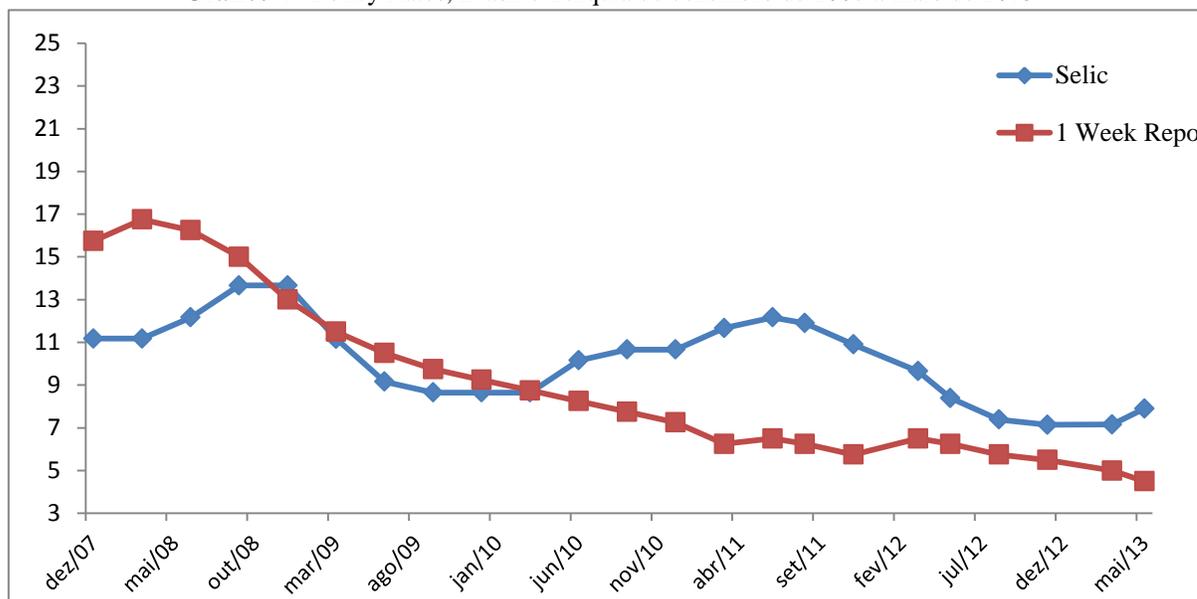
3.2 Resultados atingidos e a manutenção da nova diretriz econômica

Frente a um cenário desfavorável e à maior crise econômica vivenciada pelo mundo desde a Grande Depressão, o Banco Central da Turquia não deixou de lado seu compromisso com a estabilidade de preços, mas esse objetivo dividiu a atenção das autoridades monetárias com outros quesitos na lista de prioridades. O então presidente do BCT, Durmus Yilmaz (2007), deixou claro que, com a crise, um único objetivo de política econômica não seria suficiente para garantir a estabilidade macroeconômica e financeira de uma economia. Assim sendo, a sugestão foi a atuação através de um *mix* de política econômica bastante diferente do que havia sido adotado anteriormente no país, com destaque especial para os ciclos de corte na taxa de juros.

A conjuntura de crise influenciou as expectativas ao redor do mundo, cobrando ações sistemáticas dos bancos centrais a fim de conter os danos – já esperados – no crescimento, no nível de emprego e no sistema financeiro como um todo. A súbita queda da atividade econômica

somada à reversão da tendência de elevação dos preços das *commodities* abriu espaço para a pressão para baixo das taxas de inflação, configurando um contexto propício para a redução das taxas de juros das economias emergentes. A economia turca, que já possuía um sistema financeiro mais estável e um risco-país controlado (Basçi et al., BIS *paper* No. 35, 2008), permitiu que as autoridades monetárias aproveitassem a oportunidade de mudança e, ao mesmo tempo, conseguissem mitigar os efeitos da crise global. O alastramento da crise trouxe expectativas de retração das demandas interna e externa por tempo indeterminado, o que instigou medidas de expansão monetária por parte do BCT tornando-o, já em novembro de 2008, pioneiro na redução de taxas de juros entre os bancos centrais de países emergentes, (YILMAZ, 2008). Assim, a Turquia reduziu as taxas de juros mais do que qualquer outro mercado emergente dentro de um quadro de metas de inflação.

Gráfico 4 - Policy Rates, Brasil e Turquia de dezembro de 2007 a maio de 2013



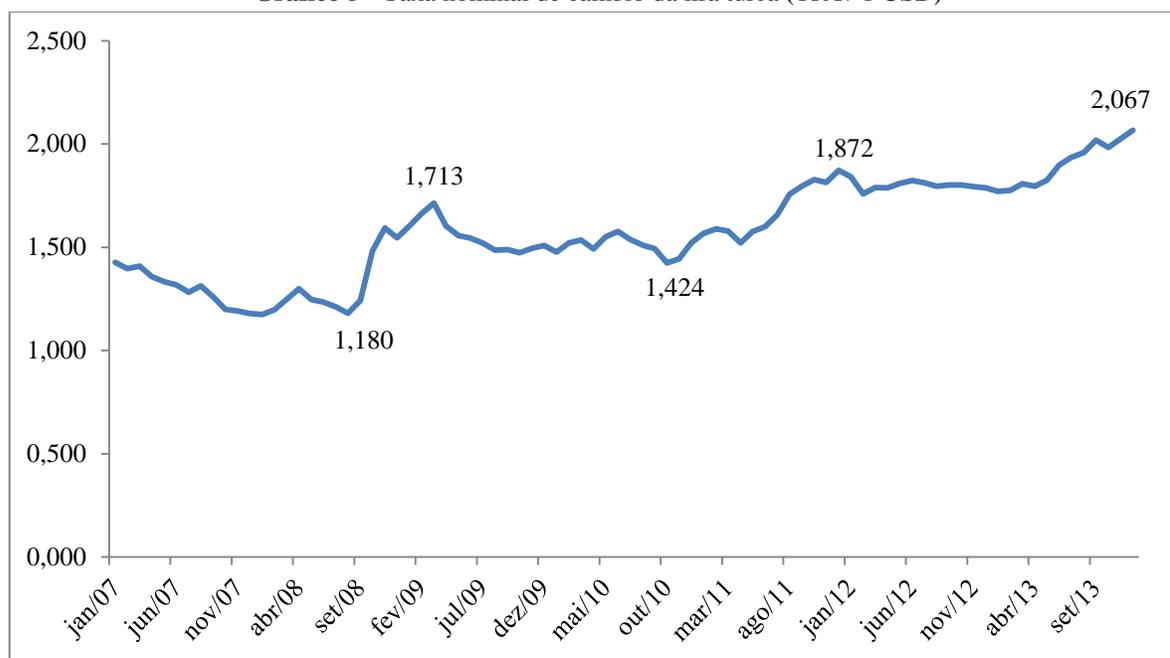
Fonte: Banco Central do Brasil e Banco Central da Turquia. Elaboração própria.

O Banco Central da Turquia, ao contrário do Banco Central do Brasil (BCB), adotou medidas que visavam o médio prazo. Isso explica o motivo pelo qual verificaram-se divergentes trajetórias das taxas de juros dos dois países (*“Policy rates”*) no que tange à direção e à tendência. O Gráfico 4 mostra que, principalmente no primeiro momento da crise, ao final de 2007, a *1 Week Repo* turca e a taxa Selic brasileira estavam na contramão uma da outra. Em 2008, há um início de acompanhamento da tendência da taxa de juros turca pela brasileira, mas esta é revertida

novamente no começo de 2010. As intenções mais “curto-prazistas” do BCB ficam claras no mesmo gráfico, através do qual se pode notar que a política de corte de juros adotada pelo BCT foi mantida ao longo do tempo, uma vez que a tendência declinante da *policy rate* turca ocorreu até meados de 2013, ao passo que a curva da Selic não apresentou tendência duradoura, mostrando explícita variação ao longo do tempo. Variação esta também decorrente do fim último para o qual o instrumento de juros é utilizado na política praticada pelo Banco Central do Brasil: controle da inflação. Isto é, um aumento da inflação, mesmo que pontual, pode fomentar um aumento nos juros, explicando a ausência de tendência em um único sentido da série de juros apresentada no Gráfico 4. A persistência da política econômica praticada pelo BCT com o corte dos juros realmente se confirmou quando, em 2009, a atividade econômica passou a apresentar sinais de recuperação sem que o movimento dos juros se revertesse (Monetary and exchange rate policy for 2010, TCMB, 2009). Os novos indícios de recuperação baseavam-se nas projeções de duração dos impactos da crise sobre a atividade econômica e o nível de emprego, e esses quesitos deveriam apresentar melhoria por um período significativo de tempo para serem indicadores convincentes de uma verdadeira recuperação da economia. Somente depois, é que presumia-se que ocorreria uma reversão do mote da política econômica.

Uma vez que os sinais de recuperação começaram a se manifestar em todo o mundo, a partir do fim de 2009, uma nova fase dos ciclos de liquidez globais se iniciou promovendo um novo fluxo de capital de volta aos mercados emergentes em busca de rentabilidade (MOREIRA & SOARES, 2010). Neste contexto, muitos governos de economias emergentes passaram a se preocupar com os efeitos indesejáveis que esses fluxos poderiam acarretar; eles poderiam significar não somente uma ameaça à estabilidade financeira de curto prazo, mas ao raio de manobra que estas economias possuem para execução de política doméstica (PRATES & FRITZ, 2013). No caso da Turquia, a enxurrada de capitais especulativos forçou uma apreciação da lira, apesar da redução dos juros, como mostra o Gráfico 5.

Gráfico 5 - Taxa nominal de câmbio da lira turca (TRY/ 1 USD)



Fonte: Bloomberg. Elaboração própria.

A desvalorização da taxa de câmbio tinha permitido maior competitividade à economia turca, o que surtiu efeito positivo e importante para a recuperação desta, principalmente em se tratando de um período crítico em termos de competitividade internacional (*Monetary and exchange rate policy for 2010*, TCMB, 2009). Entretanto, em função das novas facilidades de financiamento internacional, a valorização da lira acabou por agravar o déficit na Balança Comercial da Turquia. Este cenário constituía um novo desafio às autoridades monetárias turcas. Yilmaz (2010), então presidente do BCT, afirmou ser necessário um novo *mix* de política econômica, ainda diferente do primeiramente adotado. Nessa nova proposta, o corte da taxa de juros não era o principal, embora fosse mantido (pode-se verificar no gráfico 4 que, no ano de 2011, a *1 Week Repo* passou a se manter em um mesmo patamar). A novidade por parte do BCT girava em torno da contenção do crédito. Esta operação que objetivava, além de cercear o déficit da Balança Comercial, conter a demanda que se aquecia cada vez mais e pressionava os níveis de inflação para cima. Para este fim, o BCT se utilizou de remuneração do compulsório e requerimentos de reserva (*Monetary and exchange rate policy for 2010*, TCMB, 2009). Por outro lado, ao manter menores níveis de taxas de juros, o BCT protegeu a economia turca de maiores fluxos de capitais que voltavam a especular na praça exótica dos mercados emergentes aumentando a maturidade dos capitais externos que adentravam o país. O aumento da maturidade

dos fluxos também esteve estritamente ligado ao aumento da taxa de juros *overnight*, o que gerou avaliações positivas por parte do FMI (RIBEIRO, 2011). Tal fato foi fundamental para a Turquia não apenas pela aprovação pelo órgão multilateral, mas também pela comprovação da manutenção do empenho das autoridades monetárias turcas com seu compromisso inicial: a estabilidade de preços.

3.3 A situação brasileira e as lições da Turquia para o futuro da política econômica

O Brasil é, há muito tempo, mundialmente conhecido pelo seu altíssimo patamar de juros, liderando desde janeiro de 2010 (CALDEIRA, 2011) o *ranking* mundial de juros reais, isto é, quando descontado o índice de inflação, e ocupando a terceira posição quando se trata de juros nominais, de acordo com o relatório do Money You, 2014. Foi justamente entre 2007 e 2009, quando o Brasil perdeu o posto de país com maiores juros reais do mundo, que a Turquia assumiu a liderança desse *ranking*.

O alto patamar de juros característico desses países torna-os alvos fortes para operações conhecidas como *carry trade*. O termo em inglês refere-se à atividade de tomar uma quantia de divisa denominada em uma moeda com baixo nível de juros e emprestar a mesma quantia, porém denominando-a, nesta etapa, em uma moeda com patamar de juros mais elevado. Quando uma das divisas participantes da operação apresenta muita volatilidade, o *carry trade* se torna mais arriscado, podendo comprometer os ganhos com diferencial de juros (SMALL & SMALL, 2010). Por motivos claros, Brasil e Turquia recebem elevados níveis de capital internacional por meio destas operações. O alto patamar de juros praticamente certo nestas economias faziam os investidores avaliarem tais países como destinos certos do ganho financeiro (DOHMEN, 2014). As diversas atuações da política econômica ao redor do mundo poderiam influenciar muito mais a escolha do país de originador do empréstimo da operação de *carry trade* do que a escolha da aplicação do empréstimo, que segundo a Reuters (2014) não variava muito entre a Turquia, a Índia, a Indonésia e o Brasil. A política de estímulos à economia norte-americana praticada pelo *Federal Reserve* (*Quantitative Easing*) levou a uma queda sem precedentes da taxa de juros dos Estados Unidos, tornando-o uma fonte de alto potencial para empréstimos de operações *carry trade*, junto com economias com baixas taxas de juros como a do Japão e as pertencentes à União Europeia.

A política de corte de juros aplicada pelo Banco Central da Turquia mostrou-se inovadora e surpreendente não apenas pela ótica de autoridades monetárias como as do Brasil, que podiam tomá-la como exemplo, mas também por investidores praticantes de operações *carry trade*, que contavam com a lira turca como um dos destinos mais atraentes para os empréstimos. Neste caso, a volatilidade – grande perigo para este tipo de operação – se materializou causando imensos ganhos para quem havia contado com a Turquia como fonte de ganhos com diferencial de juros. Entretanto, estas mesmas pessoas beneficiadas poderiam sofrer prejuízo igualmente significativo caso a volatilidade da taxa de juros se materializasse no sentido oposto. Isto é, a operação pode parecer uma opção bastante atrativa quando envolvem países com alto diferencial de juros – como o Brasil e a Turquia – porém, como qualquer operação que possa oferecer retornos financeiros consideráveis, é altamente arriscada, principalmente por estar exposta ao risco de uma desvalorização cambial e/ou uma alta dos juros, isto é, exposta a uma queda dos preços dos títulos.

As informações apresentadas ratificam a tese que as duas economias analisadas no presente trabalho eram bastante similares no período pré-crise financeira global, em diversos quesitos. A Turquia buscou aproveitar imediatamente a oportunidade propiciada pela crise mundial para uma condução menos ortodoxa da política monetária, o que significa que o Brasil poderia se espelhar na experiência turca não somente para praticar medidas heterodoxas de recuperação econômica, como também para aproveitar os graus de liberdade suplementares proporcionados naquela conjuntura.

Ainda, outra lição que se pode tirar da experiência turca é a capacidade adquirida de afugentar capitais especulativos. Como resposta ao *quantitative easing* praticado pelos países desenvolvidos que foi responsável por elevar a liquidez em termos globais, o BCT reduziu a taxa de empréstimo em 4 pontos percentuais em 2010. Com isso, o capital que se instalava na Turquia em busca de ganhos pelo diferencial de juros foi afugentado por não avaliar a Turquia como um ambiente propício à valorização especulativa. Dessa maneira, evitava-se não só a entrada de capital especulativo em si, como a valorização do câmbio, expansão do crédito e do risco sistêmico.

O fato de o Brasil, assim como outros países emergentes, contar com um mercado financeiro doméstico bastante sofisticado e com uma conta financeira aberta deixa o país mais vulnerável aos desafios impostos por crises e mudanças nas expectativas nos países centrais. Em

casos como esses, fluxos de capitais transfronteiriços e o fluxo financeiro doméstico são interligados e impossibilitam uma separação analítica, segundo Prates (2013). Apesar da falta de distinção dos dois ambientes, há um consenso sobre o uso de controles da conta financeira como parte do ferramental macroeconômico. Dessa forma, depreende-se que as medidas macroprudenciais – mencionadas no primeiro capítulo – o controle da conta financeira e outras medidas regulatórias preventivas deveriam ser entendidas como partes essenciais de um sistema que regula agentes residentes e não residentes, com operações envolvendo moeda e ambiente nacional ou estrangeiro, além de englobar agentes financeiros e não-financeiros (PRATES, 2013).

Através deste tipo de regulação busca-se, de maneira geral, o controle da instabilidade oriunda de fluxos de capitais e consequente risco sistêmico; controle do nível de preços como um suporte para a atuação das políticas monetária e cambial; e dar respaldo à execução de política de manejo de variáveis-chave para a economia. O Brasil foi tido, em especial no período em que a crise tomou mais força, como referência na execução das ferramentas de controle financeiro. Dentre as quatro principais frentes de atuação – estruturas de ativos e passivos; diferentes classes de agentes; moedas internacionais e doméstica; e mercados (incluindo mercado livre e de derivativos) – o controle de capitais através das frentes mercados e moedas merece principal atenção no presente trabalho. Partindo do conceito de que este tipo de regulação engloba uma variedade de ferramentas compatíveis com um regimento e que são baseadas em preços, moedas e dados quantitativos, permitindo controle de fluxos de capitais transfronteiriços que não são intermediados pelo sistema bancário nacional (PRATES, 2013), pode-se enxergar dois grandes objetivos para este tipo específico de regulação: um macroprudencial, que permite limitar a fragilidade associada à reversão de expectativas e, conseqüentemente, dos fluxos de capitais; e um de política econômica, que permite expandir o raio de manobra da autoridade monetária para praticar políticas macroeconômicas e buscar medidas anticíclicas durante períodos de crescimento ou retração. Como Prates e Fritz (2013) expõem, não há muito espaço para a regulação de operações de derivativos envolvendo moedas estrangeiras na discussão sobre esse tipo de controle, mesmo após a agenda econômica internacional ter voltado a incluir fortemente o controle de capitais. Entretanto, justamente essa vertente de controle pode ser crucial para promover estabilidade e maior autonomia para economias com elevado grau de liquidez e abertura financeira, como é o caso da Turquia e, principalmente, do Brasil. O mercado de

derivativos aprofundado somado à ausência de barreiras à mobilidade de capitais, o regime de câmbio administrado e o regime de metas de inflação compõem uma equação que explica, majoritariamente, o alto contágio que essas economias sofreram dos efeitos da crise financeira internacional.

Neste cenário, deve-se notar que o Brasil se destacou na execução de controle de capitais, o que reforça a tese de que o Brasil reúne condições, no mínimo, suficientes para promover estímulos heterodoxos à economia – como a Turquia provou ser possível, através do corte nos juros – de modo robusto e eficaz, sem trazer malefícios ao sistema financeiro e às outras variáveis econômicas. Isto porque, embora o Brasil já contasse com regulamentações sobre a movimentação de capital, foi durante a crise nas economias centrais que a implantação de novas ferramentas regulatórias atuantes sobre “brechas” do quadro regulatório anterior a 2008 se tornou expressiva e capaz de abranger todos os quesitos. O quadro anterior não abrangia dois tipos de fluxos de capitais bastante importantes e influentes sobre a dinâmica dos ciclos de liquidez: investimento de portfólio de renda fixa e endividamento estrangeiro de agentes residentes no Brasil (PRATES, 2013). Segundo Prates & Fritz (2013), há diferentes visões no debate atual sobre a abrangência da regulação sobre fluxos de capitais, porém tais visões têm um ponto de convergência quando tratam da necessidade deste tipo de regulação englobar políticas multifacetadas, mostrando consenso sobre a impossibilidade de resolver, com uma única medida, problemas que se desdobram em várias vertentes do sistema financeiro. O próprio mercado de derivativos de câmbio apresenta íntima conexão com os fluxos externos de capitais, o que corrobora a tese de que não há sentido nem possibilidade prática em uma regulação que separa âmbitos de atuação entre doméstico e externo. Ainda em consenso, as visões deixam claro que cada país necessita de um instrumental regulatório específico, de acordo com seu nível de abertura financeira e os objetivos da regulação financeira em si. No caso do Brasil, o intuito, em última instância, da regulação financeira não se limitava à eliminação do risco sistêmico e ao aumento do espaço para execução de política macroeconômica; tornava-se de extrema importância utilizar-se desses instrumentos para facilitar o manejo do câmbio. Além da natural pressão para apreciação do câmbio que o maior ingresso de fluxos de capitais gerava, uma vez apresentado por Prates & Fritz (2013) o mecanismo de *feedback* entre apreciação monetária e instabilidade, perpassando por posições especulativas no mercado de derivativos fica ainda mais

evidente, para países emergentes, a necessidade de atuar sobre as operações que envolvem derivativos de câmbio.

O Ministério das Finanças do Brasil, identificando falhas estruturais nas medidas de controle de capitais baseadas já adotadas até mesmo pouco antes da crise, passou a atuar, a partir de 2010, fortemente na vertente que garantiu o sucesso da regulação de capitais no Brasil, enquanto praticada. No período antecedente à crise, o Brasil já praticava medidas regulatórias baseadas em preços, quais sejam: um imposto financeiro específico sobre investimento em portfólio (IOF) e outro imposto de mesma natureza incidente sobre empréstimos estrangeiros tomados por residentes do Brasil (PRATES, 2013). Enquanto as regulações prudenciais limitam-se a atuar sobre instituições financeiras domésticas, os controles de capitais atuam com foco em fluxos externos ingressantes e de saída, porém pouco reflexo têm sobre operações domésticas. Sendo assim, o terceiro tipo de regulação, incidente sobre operações com derivativos de câmbio, se faz necessária (PRATES & FRITZ, 2013). Para isso, o Ministério das Finanças do Brasil completou seu instrumental regulatório, desde outubro de 2010, com um acréscimo inicial no IOF, atuante sobre a totalidade dos agentes. Outras rodadas de aumento do imposto foram necessárias para adquirir maior eficácia da medida e da abrangência pretendida até que fosse consolidado o sucesso das medidas tomadas pelo Brasil no controle dos capitais e, conseqüentemente, da conquista de menor vulnerabilidade sistêmica. Sucesso este diretamente atrelado à medida quase inusitada de agir sobre o mercado de derivativos, tão central na economia em questão. Assim, pode-se depreender que medidas de controle de capitais deixaram de ser pontuais e passaram a fazer parte do instrumental regulatório do Brasil, levando em conta suas especificidades estruturais e conjunturais, o que pode ser um primeiro passo em direção à implantação das lições aprendidas com a Turquia.

A equipe econômica do governo Dilma deu um passo maior a caminho de um modelo menos conservador de gestão em relação a governos anteriores. A influência dos turcos é clara, uma vez que o governo brasileiro se mostrou disposto a aceitar níveis um pouco maiores de inflação em troca de crescimento, assim como provado possível pela Turquia em pleno auge da crise financeira global. A imposição de controles de capitais contribuiu fortemente para o rompimento da relação entre juros mais altos e apreciação do câmbio, uma vez que os fluxos de capitais passaram a ser impossibilitados, ou no mínimo dificultados, de entrar no país.

A simples consideração de mudanças na política monetária adotada pelo BCB já foi, por si só, um grande avanço. A maior abertura para ideias menos conservadoras geraram expectativas de um futuro promissor, como foi experimentado pela Turquia. Há que se ressaltar, um encorajamento por parte das autoridades monetárias turcas para que o BCB seguisse o caminho já percorrido por eles anteriormente. Quando, em 2011, as autoridades monetárias brasileiras decidiram cortar os juros em meio ponto percentual, o vice-presidente do BCT, Ibrahim Turhan, demonstrou seu apoio. Retrucando às críticas que já começavam a surgir, Turhan declarou que o mundo não estava em condições normais, o que explicava o fato de os Bancos Centrais não terem “uma suposta coerência para justificar suas ações” (LAMUCCI, 2011). Assim, Turhan aprovava a redução dos juros mesmo em um cenário de inflação por 12 meses acima do teto da meta (*Monetary and exchange rate policy for 2010*, 2009) – situação tão criticada e, para muitos, inconsistente com a redução da Selic.

O desafio maior consistiu em saber como superar o ceticismo e as críticas do mercado e dos analistas ortodoxos no percurso de baixa da Selic. Há muitas análises negativas sobre qualquer movimento de redução dos juros, justificadas com base em implicações negativas que tal ação rendeu à economia turca. A questão a se refletir é que, como explicitado neste trabalho, a crise econômico-financeira mundial serviu não só como uma abertura de portas para uma maior autonomia dos países emergentes em termos de política monetária, mas também como um ensinamento de que não se pode agir sobre efeitos múltiplos com uma só política. A Turquia provou que o *mix* de política econômica se arranjava de modo a não só atingir um objetivo principal, mas contrabalancear possíveis efeitos colaterais interpretados como negativos.

4. AUTONOMIA DE POLÍTICA MACROECONÔMICA PARA PAÍSES EMERGENTES: UMA VERDADE MOMENTÂNEA?

4.1 A política heterodoxa do *Federal Reserve* e mudanças de expectativas ao redor do mundo

A principal forma de atuação escolhida pela autoridade monetária dos Estados Unidos em resposta à crise econômica foi o já mencionado *Quantitative Easing*. Por meio deste programa de incentivos, o *Federal Reserve* pôde atingir não só a própria economia norte-americana, como economias de todo o mundo – ainda que de maneiras distintas. Os efeitos das políticas adotadas nos países centrais são transmitidos aos demais países por diversas variáveis como o câmbio, o volume de comércio internacional, e os fluxos de capitais. Além disso, as expectativas ao redor do mundo são balizadas em grande parte pelo que acontece no “centro”. Novamente, a participação das expectativas na determinação dos ciclos de liquidez (CONTI, 2011) é fundamental na sedimentação dos papéis e da liberdade que as economias emergentes poderão vir a alcançar no período (PRATES, 2013).

Como exposto no primeiro capítulo, os recorrentes pacotes de estímulos lançados pelo banco central dos Estados Unidos com a compra de títulos públicos e privados permitiu aos Estados Unidos alcançarem, por um longo período, o menor nível de juros possível – bastante próxima de zero – a que se propuseram, diminuindo o custo do crédito a níveis inéditos e, como consequência, impulsionando a economia além de agir sobre a taxa de desemprego, um dos principais indicadores utilizados pelo *Fed* para medir a efetividade do programa (HUSZAR, 2013). Os programas de estímulo permitiram que as taxas de longo prazo caíssem de forma expressiva, levando a uma queda drástica da curva de juros.

Inicialmente, o Banco Central dos Estados Unidos anunciou que se propunha a manter, o *Quantitative Easing* até que a taxa de desemprego atingisse ao menos 6,5%. Em dezembro de 2013, com a taxa de desemprego aproximando-se dos 7%, o *Federal Reserve* surpreendeu os mercados anunciando que começaria a reduzir gradualmente seu programa de compra de papéis dos bancos norte-americanos, iniciando o processo que ficou conhecido como *tapering*, como anunciado por Ben Bernanke, em seu discurso de 19 de novembro de 2013:

“The FOMC still expects that labor market conditions will continue to improve and that inflation will move towards the 2 per cent objective over the medium term (...) If these views are supported by incoming information, the FOMC (Federal Open Market Committee) will likely begin to moderate the pace of purchases”(BERNANKE, 2013).

Embora a medida significasse a intenção de redução gradual dos estímulos até interrompê-los ao fim de 2014, a antecipação do anúncio esperado somente para o período entre março e junho do ano seguinte (BITTENCOURT, 2013) mexeu com as expectativas do mercado. No momento do anúncio, com a intenção de acalmar as expectativas, o Fed exprimiu, no mesmo discurso, a intenção de manter a *Fed Funds rate* entre zero e 0,25% não apenas até o atingimento de 6,5% na taxa de desemprego, mas por um longo período depois de alcançado esse patamar na economia.

“The target for the federal funds rate is likely to remain near zero for a considerable time after the asset purchases end, perhaps well after the unemployment threshold is crossed and at least until the preponderance of the data supports the beginning of the removal of policy accommodation” (BERNANKE, 2013).

A despeito dos resultados alcançados nos indicadores econômicos dos Estados Unidos através do *Quantitative Easing*, foi inegável a melhora nos retornos de ações e títulos deste mercado. O anúncio do *tapering* levou, então, ao consenso de analistas em relação a um desempenho menos promissor do mercado financeiro. Logo após o anúncio de possível redução dos estímulos promovidos pelo Fed as ações começaram a exibir volatilidade mais alta que anteriormente (KENNY, 2013). Ou seja, embora o Fed atrelasse o principal motivo de preocupação em relação ao início da retirada dos estímulos à taxa de desemprego, o mercado financeiro apresentava inquietação com os impactos dessa mudança de política monetária.

Ainda que o *Federal Reserve* tenha anunciado ao mesmo tempo a intenção de iniciar a redução de seu programa de compra de ativos em novembro de 2013 e a pretensão de manter a taxa de juros baixa por um período razoável de tempo, a mera possibilidade de não fazê-lo – uma vez que a única garantia de sua realização era a o próprio discurso do Fed, como supracitado – foi suficiente para modificar as expectativas e provocar um aumento súbito, embora razoavelmente

pequeno, nas taxas de juros de longo prazo dos títulos americanos. O prêmio pago aos títulos norte-americanos com maturidade de dez anos passou de 1,95% para 2,6% logo após o anúncio do então presidente do *Federal Reserve*, Ben Bernanke, em junho de 2013 (CARTA DE CONJUNTURA DO IPEA, DEZEMBRO DE 2013).

É importante ressaltar que o mercado mostrou ter tomado o anúncio inicial do Fed pelo lado mais radical: ignorou as condições expostas por Bernanke em seu anúncio e movimentou fortemente o mercado financeiro gerando aumento dos juros de longo prazo dos Estados Unidos e valorizando o dólar quase que imediatamente. Mesmo supondo que os condicionais expostos por Bernanke não existissem e a redução dos estímulos fosse iniciada imediatamente após o anúncio, pode-se dizer que a reação dos mercados foi claramente exagerada, uma vez que a redução dos estímulos significava nada mais que uma avaliação de melhora dos indicadores econômicos da economia norte-americana pelo Fed, e a cessão de injeção de liquidez “nova” no mercado, não retirada de liquidez da economia. Ademais, até recentemente, após a reunião de outubro de 2014 do FOMC, Janet Yellen, atual presidente do *Federal Reserve*, reafirmou a intenção de manutenção da taxa de juros básica da economia América próxima de zero por um tempo “considerável” após o fim prático do *Quantitative Easing*:

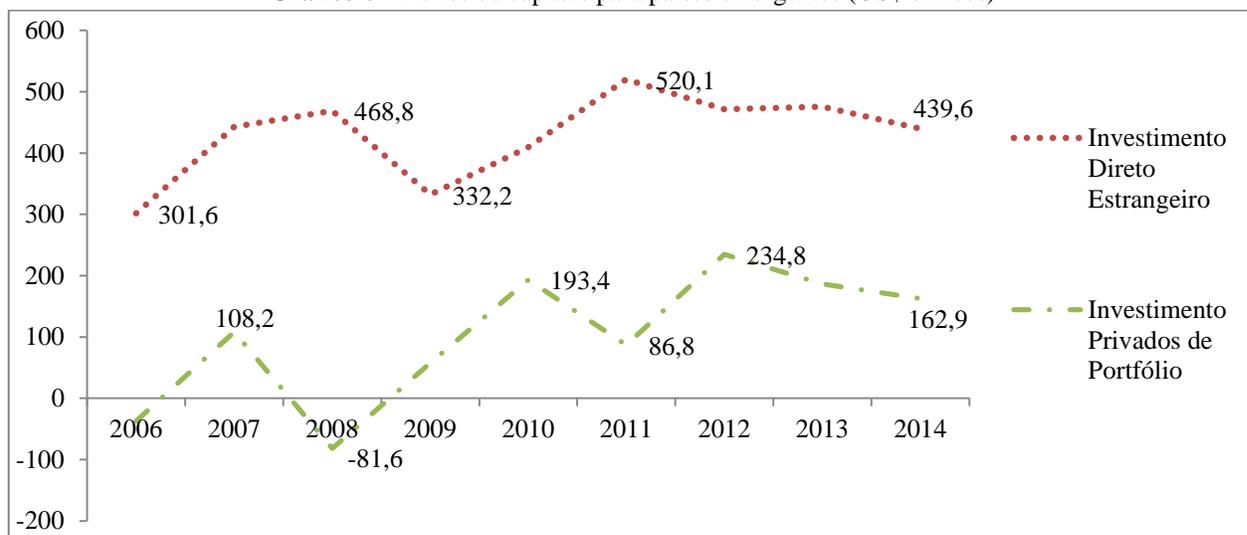
“The committee anticipates, based on its current assessment, that it likely will be appropriate to maintain the 0% to 0.25% target range for the federal funds rate for a considerable time following the end of its asset purchase programme this month, especially if projected inflation continues to run below the committee’s 2% longer-run goal, and provided that longer-term inflation expectations remain well-anchored.”
(YELLEN, 2014).

A taxa de juros de longo prazo é, para fins de efeitos sobre economias emergentes, um dos principais canais de transmissão da política monetária aplicado nos Estados Unidos. Isto porque, dado o baixo risco oferecido pela economia emissora da divisa chave, o compromisso de um retorno maior no longo prazo, atribui características praticamente invencíveis na análise de investimento. Tão rápida quanto à reação da taxa de juros norte-americana foi o impacto do anúncio do *tapering* sobre as economias emergentes. Mais uma vez esses mercados sofreram um *sudden stop*, interrupção dos fluxos de capitais, os quais agora voltavam para os Estados Unidos,

que não só ofereciam baixo risco, mas passavam a apresentar retorno relativamente maior que antes, apreciando a relação risco-retorno desse mercado.

Embora fosse esperado que a recuperação das economias norte-americana e japonesa fosse naturalmente levar a uma redução dos estímulos monetários e consequente aumento das taxas de juros, as expectativas eram que as consequências dessa situação seriam enfrentadas pelos emergentes somente em 2016. Entretanto, os mercados emergentes tiveram que lidar com a surpresa não só do anúncio antecipado, mas da imediata reação dos mercados que causou, por si só, uma crise de liquidez nos países que já contavam com déficits em conta corrente. Nesses casos, a ausência de liquidez poderia levar os mercados financeiros locais a um colapso generalizado, desencadeando a terceira onda da crise financeira originada em 2007, nos Estados Unidos.

Gráfico 6 - Fluxos de capitais para países emergentes (US\$ bilhões)



Fonte: World Economic Outlook – FMI. Elaboração própria.

Como é possível verificar no Gráfico 6, os fluxos de capitais que ingressavam em países emergentes passaram a decair já após 2012, tendo a queda acelerada após 2013. Essa fuga de dólares passaria a exigir medidas imediatas por parte dos países emergentes com intuito de proteger suas moedas e investimentos internos (THOMAS JR, 2014). Essa linearidade entre o posicionamento de política monetária dos Estados Unidos – ou dos países centrais, de maneira geral – e a necessidade de proteção das moedas dos países emergentes foi o que deu origem ao recente apelido dado a um grupo específico de divisas de economias emergentes: As Cinco

Frágeis, ou *The Fragile Five*, no termo em inglês. O termo, cunhado por um analista do banco de investimento *Morgan Stanley*, designava a Lira Turca, o Real Brasileiro, a Rúpia Indiana, o Rand Sul-africano e a Rúpia Indonésia como as moedas das cinco economias mais dependentes dos voláteis investimentos estrangeiros para financiar o crescimento. No relatório, publicado em agosto de 2013, *Morgan Stanley* alertava para a já existente dificuldade dessas economias em atrair investimentos estrangeiros, dado o salto dos juros de longo prazo dos Estados Unidos, e para o fator fundamental que o controle cambial representava (LORD, 2013). Para indicar tais economias como as “Cinco Frágeis”, a análise do banco levava em consideração a forma como o valor das moedas de economias emergentes é afetado por variáveis como inflação, níveis de taxa de câmbio real, nível de dependência do balanço de pagamentos em relação aos influxos de capitais estrangeiros, além de uma medida customizada de vulnerabilidade externa e uma *proxy* dos riscos relacionados ao efeito China. A partir do levantamento desses dados, o banco dispôs as economias emergentes estudadas em um ranking de vulnerabilidade, que evidenciou Turquia, Brasil, Índia, África do Sul e Indonésia como os cinco países que liderariam o ranking de vulnerabilidade em todos os quesitos analisados. Isto é, essas economias seriam, segundo o *Morgan Stanley*, as cinco mais dependentes de capital externo entre as demais economias emergentes.

A alta inflação, compartilhada por todas as economias desse grupo, é também uma questão preocupante na visão dos analistas de mercado. Segundo o analista que nomeou o grupo das cinco divisas, países com alto nível de inflação tendem a incorrer em problemas de desvalorização monetária. Isto porque, nesses casos, a política monetária pode se tornar mais enviesada no sentido de prevenir uma apreciação real da moeda, permitindo lapsos na proteção contra a depreciação nominal (LORD, 2013). Esse lapso pode ser ainda mais evidente se a economia registrar um grande déficit em conta corrente e uma taxa de câmbio real apreciada, como é o caso das participantes do grupo dos “Cinco Frágeis”. Dessa maneira, essas economias provavelmente teriam suas moedas apreciadas em termos reais, arriscando a trajetória de crescimento e possibilitando posterior deterioração da participação no comércio internacional e das posições na conta corrente.

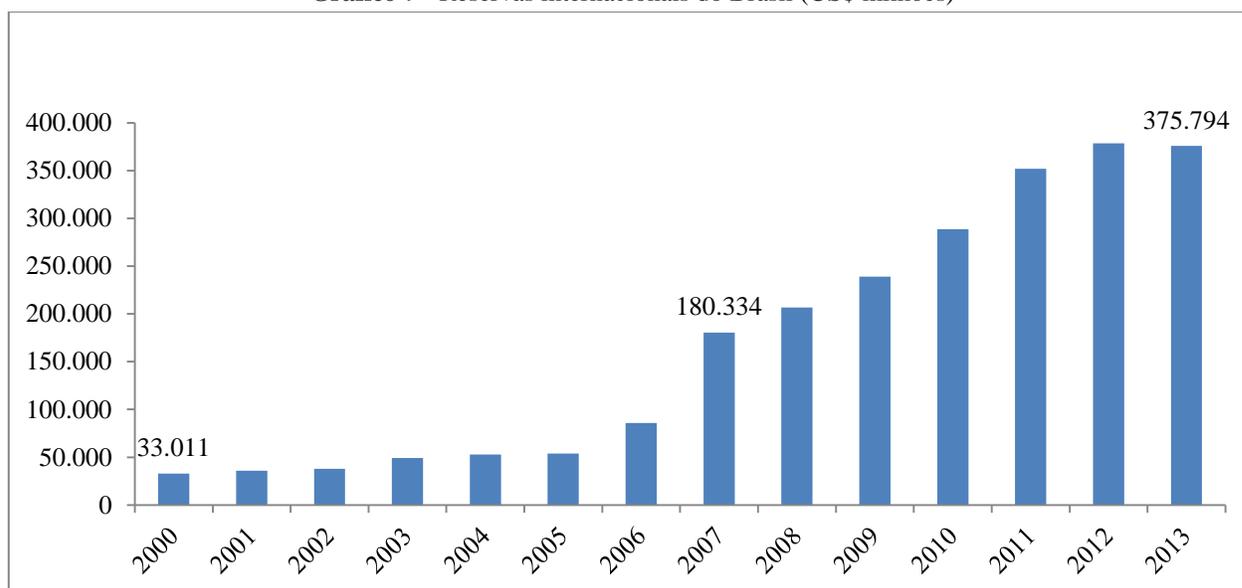
As “Cinco Frágeis” contam não só com os maiores níveis de volatilidade como mostrado pelo relatório do *Morgan Stanley*, mas também são as divisas que mais obtiveram suporte intervencionista dos bancos centrais, o que também evidenciaria, segundo o banco, o risco

associado a essas cinco economias em particular (LORD, 2013). Além disso, todas as economias do grupo possuem problemas com a conta financeira, o que complica ainda mais a situação de dependência. No caso do Brasil, que tem aumentado seu nível de reservas internacionais, como é possível ver no Gráfico 7, há um pouco mais de proteção em relação à ausência de recursos externos, tornando o país menos vulnerável à escassez de dólares. Embora o Brasil disponha dessa facilidade, isso não o exclui de ter que, como os outros quatro “frágeis”, lutar contra a supervalorização do real, como tem feito através de políticas de intervenção no mercado de câmbio e de controle de capitais e regulações macroprudenciais. Já a Turquia, por sua vez, que possui historicamente baixos níveis de reservas internacionais fica, de maneira mais ampla, a mercê de credores externos e com necessidade de intervenção mais penosa para proteção de sua divisa, seja pelo manejo do câmbio ou por controle de capitais. Entretanto, como explicitado por Prates & Fritz (2013), a manutenção de um alto nível de reservas internacionais com estratégia macroeconômica também pode acarretar em redução do espaço para manejo do câmbio.

“With regard to the macroeconomic factor, it is worth mentioning that the reserve accumulation strategy faces two important constraints: a significant amount of public debt concentrated in short term maturities and a very large differential between internal and external interest rates (which stem from the high domestic policy rate), which made the cost of sterilization operations excessively high, reducing the central bank’s policy space for exchange rate management.” (PRATES & FRITZ, 2013, p. 15).

Além disso, uma lição que ficou clara, não só para o Brasil e para a Turquia, mas para todos os países emergentes, foi que o alto nível de reservas internacionais não os blindava contra efeitos adversos dos fluxos voláteis e das operações especulativas envolvendo, por exemplo, derivativos (PRATES & FRITZ, 2013).

Gráfico 7 - Reservas internacionais do Brasil (US\$ milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O anúncio do *tapering* gerou, de certa forma, um consenso sobre o impacto catastrófico esperado sobre as economias emergentes. À altura do anúncio prematuro sobre a gradual retirada dos estímulos – ao menos em relação às expectativas do mercado – os capitais internacionais ainda inundavam os mercados emergentes devido à alta rentabilidade relativa e o leque de oportunidades de executar uma política monetária autônoma estava aberto para as economias emergentes. Muito embora o anúncio do Fed fosse vinculado a diversas condições para realmente acontecer – retirariam os estímulos gradualmente se a taxa de desemprego se reduzisse até um determinado nível e se a inflação parasse de decair – as afirmações, ainda que incertas, foram suficientes para causar alvoroço nos mercados, como já mencionado anteriormente. Alvoroço este baseado na expectativa de que, ocorrendo o *tapering* de fato, haveria menor demanda futura por títulos da dívida norte-americana, o preço tenderia a cair e a rentabilidade, a subir (DANTAS, 2013). Maior rentabilidade para ativos que oferecem o menor risco possível seria uma combinação imbatível para o gosto dos investidores.

Tal conjuntura deixava poucas alternativas aos mercados emergentes senão alterar as políticas adotadas como proteção à “guerra cambial”. Eles tiveram que, seja eliminar os controles impostos à entrada de capitais, seja elevar suas taxas de juros para, pelo diferencial de juros, poder atrair ou reter uma parte dos fluxos de capitais que ameaçavam rumar em direção à “qualidade”. Nesse contexto, os mercados emergentes não foram atingidos de maneira

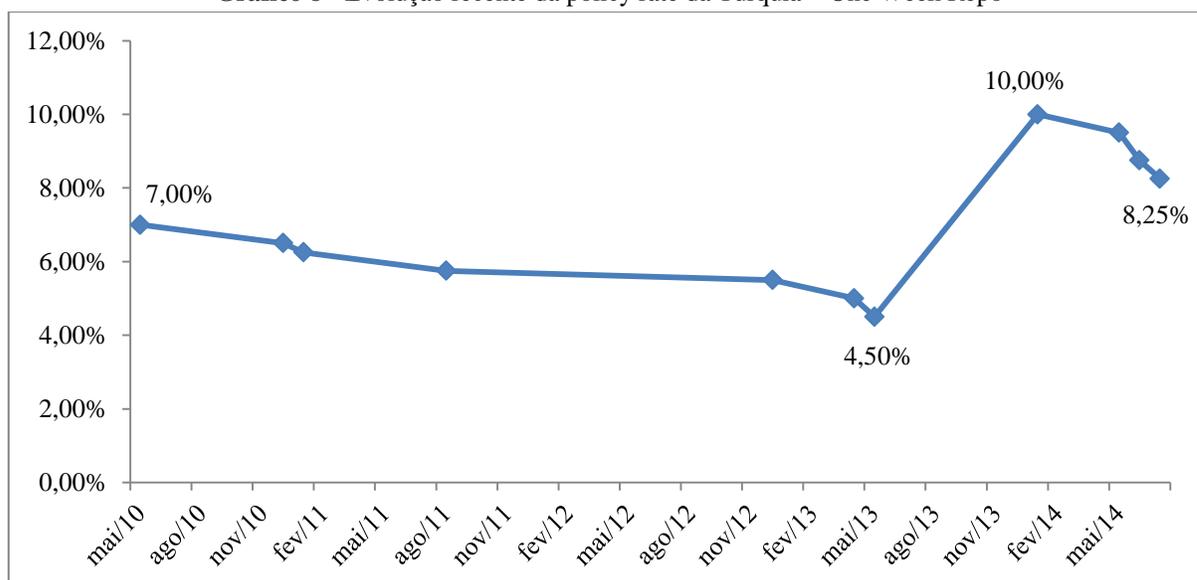
equivalente entre si, deixando evidente a diferente necessidade de aumento dos juros de cada um. O que pôde ser notado foi uma penalização maior para economias com déficits mais expressivos em conta corrente e problemas de inflação doméstica (Klemm et al, 2014) e um impacto menos prejudicial em países com reservas internacionais a níveis consideráveis.

4.2 Implicações da mudança de expectativas para a Turquia e para o Brasil

Frente à mudança nas expectativas dos mercados em relação aos rumos da política monetária praticada pelos Estados Unidos, os países emergentes tiveram de se movimentar no sentido de se prevenirem, da maneira possível, das consequências que poderiam vir a sofrer. Logo após o anúncio do Fed, muitos analistas e inclusive autoridades alertavam os países emergentes para a possível retirada de capitais que rumariam à nova oportunidade de boa relação risco-retorno: os Estados Unidos.

A Turquia, país analisado como um dos cinco mais vulneráveis e frágeis entre os emergentes, é também considerada a economia mais vulnerável do mundo pelo Banco Central dos Estados Unidos, o *Federal Reserve*. A autoridade monetária americana chegou a essa conclusão através de um ranking pautado em um índice, que se diferencia do índice utilizado pelo banco de investimentos Morgan Stanley por englobar dívida pública, tamanho das reservas internacionais e expansão do crédito para o setor privado, relação da dívida externa com as exportações, entre algumas outras variáveis em sua composição (TREVISAN, 2014). Sendo assim, esse país emergente foi o primeiro, entre o grupo dos mais frágeis, a se manifestar em defesa de sua moeda e economia. Logo em janeiro de 2014, o Banco Central da Turquia anunciou um aumento drástico de sua taxa de juros overnight, de 7,75 para 12%. Embora fortes medidas de contenção fossem esperadas por parte das economias que mais tendiam a sentir os impactos das mudanças, o valor do aumento superou as expectativas do mercado (ANCARA & BOMBAIM, 2014). Dessa maneira, a Turquia, que havia sido pioneira na redução do patamar histórico de juros de dois dígitos aproveitando a oportunidade que a crise financeira global havia aberto, não tinha alternativa a não ser regredir na questão dos juros.

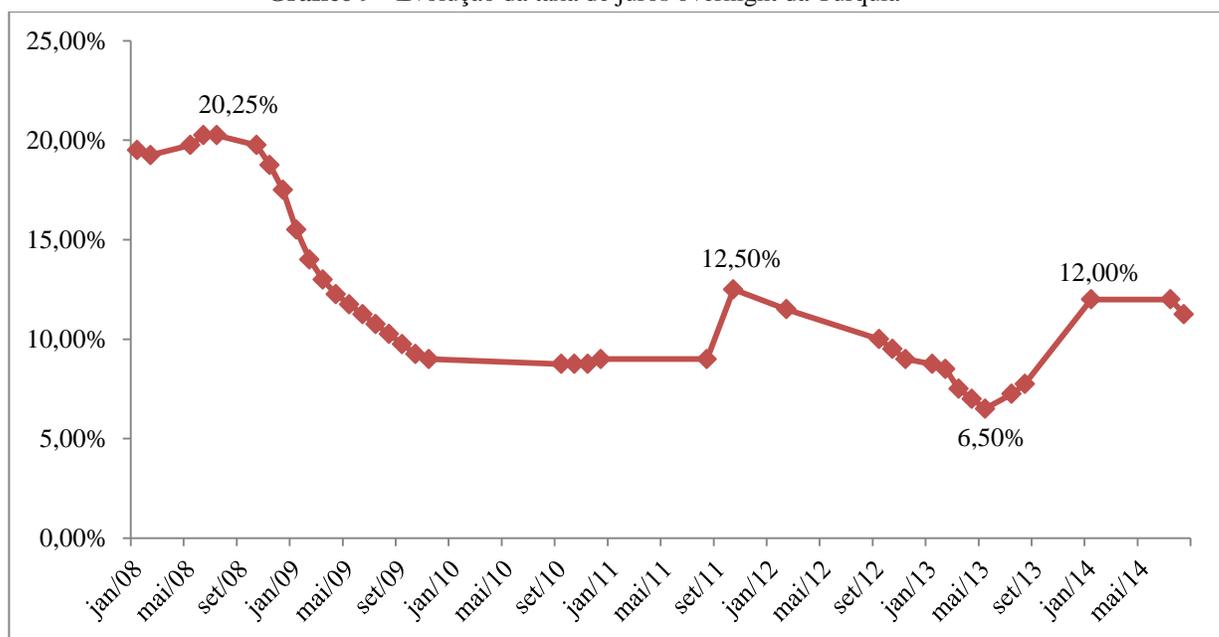
Gráfico 8 - Evolução recente da policy rate da Turquia – One Week Repo



Fonte: Banco Central da Turquia. Elaboração Própria.

Como é possível verificar no Gráfico 8, desde 2010 a taxa básica de juros da Turquia – a *One Week Repo* – mantinha-se em uma trajetória não apenas reduzida a um único dígito, mas alcançara patamares inéditos no país, como o de 4,5% de maio de 2013. Entretanto, o anúncio do *tapering* induziu uma mudança no sentido e na trajetória da curva de juros da economia turca, correspondendo ao aumento súbito das taxas anteriormente mencionado. O Gráfico 9, por sua vez, detalha a taxa de juros *overnight* da economia turca. Nele é possível ver claramente o aumento súbito ocorrido em janeiro de 2014.

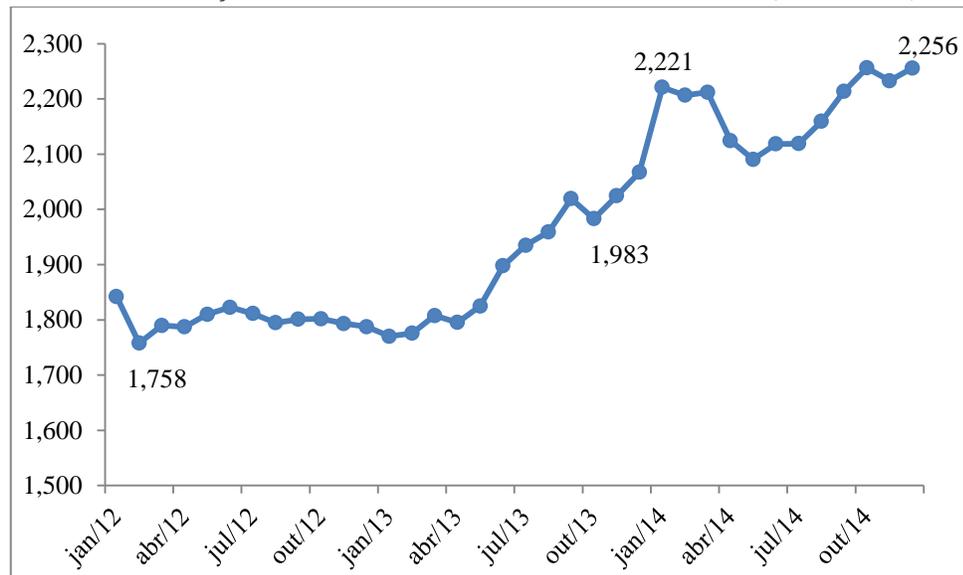
Gráfico 9 - Evolução da taxa de juros overnight da Turquia



Fonte: Banco Central da Turquia. Elaboração Própria.

A medida drástica por parte do BCT parece colocar toda a autonomia adquirida por água abaixo, porém a despeito da tentativa de reter e aproximar capitais estrangeiros – dos quais, como já mencionado, a Turquia é bastante dependente – a alta dos juros representava também parte de uma estratégia de proteção da lira turca que, ao período do aumento dos juros, estava desvalorizada em torno de 20% em relação ao período em que o mercado de câmbio começou a sofrer turbulências (ANCARA & BOMBAIM, 2014). No Gráfico 10, que representa a evolução da taxa de câmbio nominal da lira turca, é possível notar que a moeda tem apresentado depreciação desde meados de 2013, o que pode ser entendido como reflexo indireto do anúncio do *tapering* – ou, da intenção dele. Isto porque a perspectiva de aumento na taxa de juros norte-americana livrou os países emergentes da enxurrada de capitais internacional com que contavam, aumentando o preço interno da principal divisa internacional.

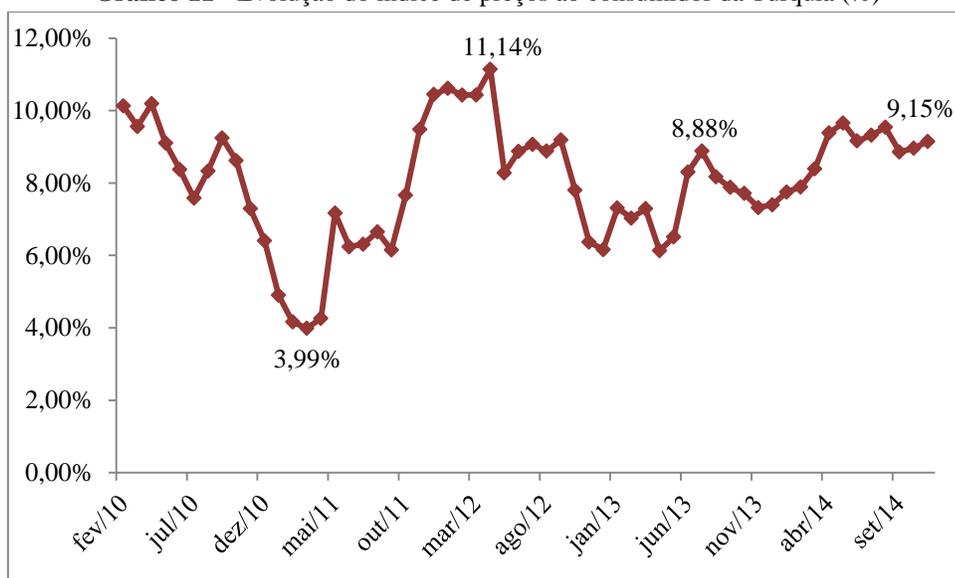
Gráfico 10 - Evolução recente da taxa de câmbio nominal da lira turca (TRY/1 USD)



Fonte: *Bloomberg*. Elaboração própria.

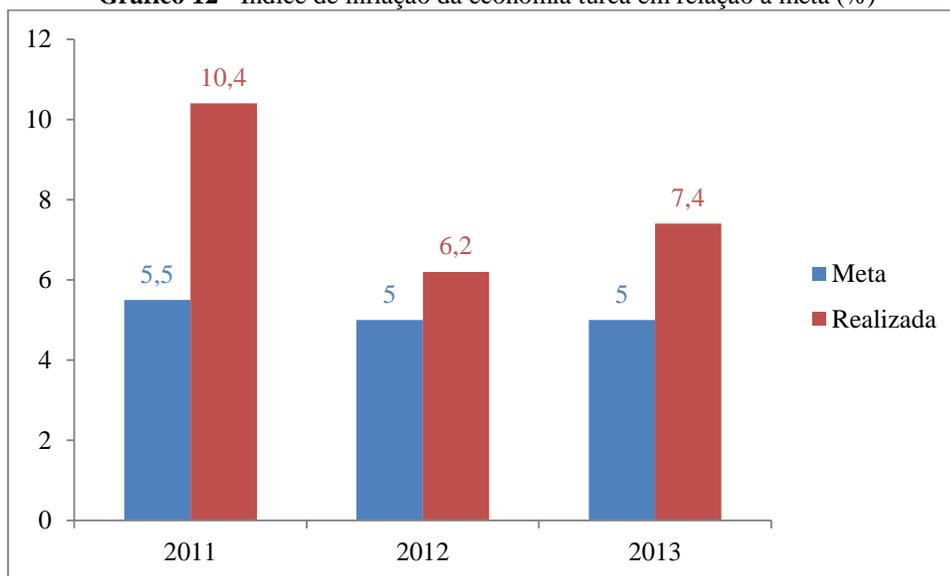
A análise da evolução do índice de preços ao consumidor da Turquia, apresentada no Gráfico 11, nos leva a crer que o motivo original da queda histórica dos juros provocada pela autoridade monetária turca não era a queda na inflação. Isto é, fica claro que na Turquia o principal foco do manejo da polícia monetária – através da taxa de juros básica – não foi, ao contrário do Brasil, o controle do nível de preços. Pode-se ter essa conclusão como certa ao comparar o índice de inflação da economia turca com a meta estipulada pelo regime desta economia (Gráfico 12). Essa comparação deixa claro que, caso os juros fossem utilizados como ferramenta de controle inflacionário, eles não seriam derrubados exatamente em um momento em que a inflação escapava à meta, como aconteceu próximo da metade do ano de 2013 (vide Gráfico 8 em comparação com o Gráfico 12). Neste caso, entende-se que a Turquia promoveu uma queda nos juros objetivando evitar a excessiva apreciação cambial no período de farta liquidez internacional, como o caso de quase todo o período alvo deste trabalho.

Gráfico 11 - Evolução do índice de preços ao consumidor da Turquia (%)



Fonte: Banco Central da Turquia. Elaboração própria.

Gráfico 12 - Índice de inflação da economia turca em relação à meta (%)

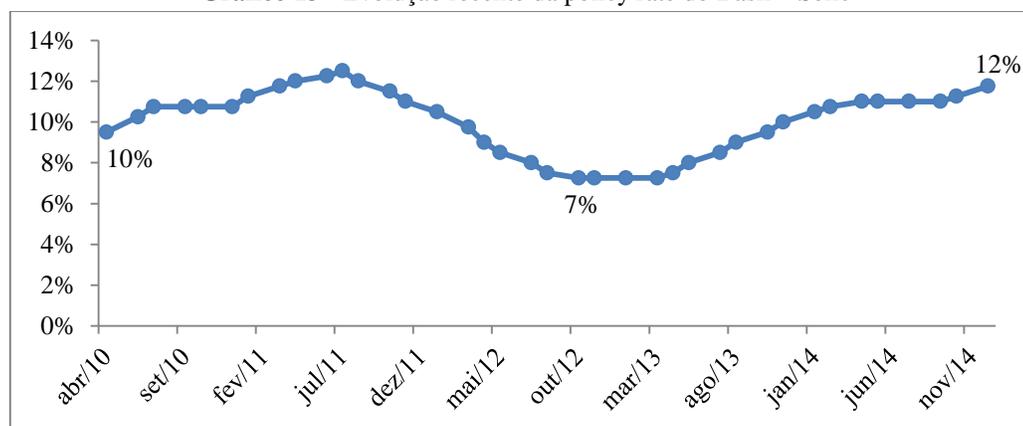


Fonte: Banco Central da Turquia. Elaboração própria.

O Brasil, por sua vez, volta a ser mencionado em análises e relatórios junto à Turquia, retornando basicamente às características iniciais de similitude mencionadas no início do presente trabalho. Ainda que o foco da atuação do Banco Central do Brasil não tenha sido os juros, traçando caminho diferente da Turquia no que tange à proteção de sua moeda, a autoridade monetária do emergente sul-americano também promoveu ajustes na taxa básica de juros desde abril de 2013, porém com objetivo distinto do da Turquia: no Brasil, os juros foram e são, mesmo

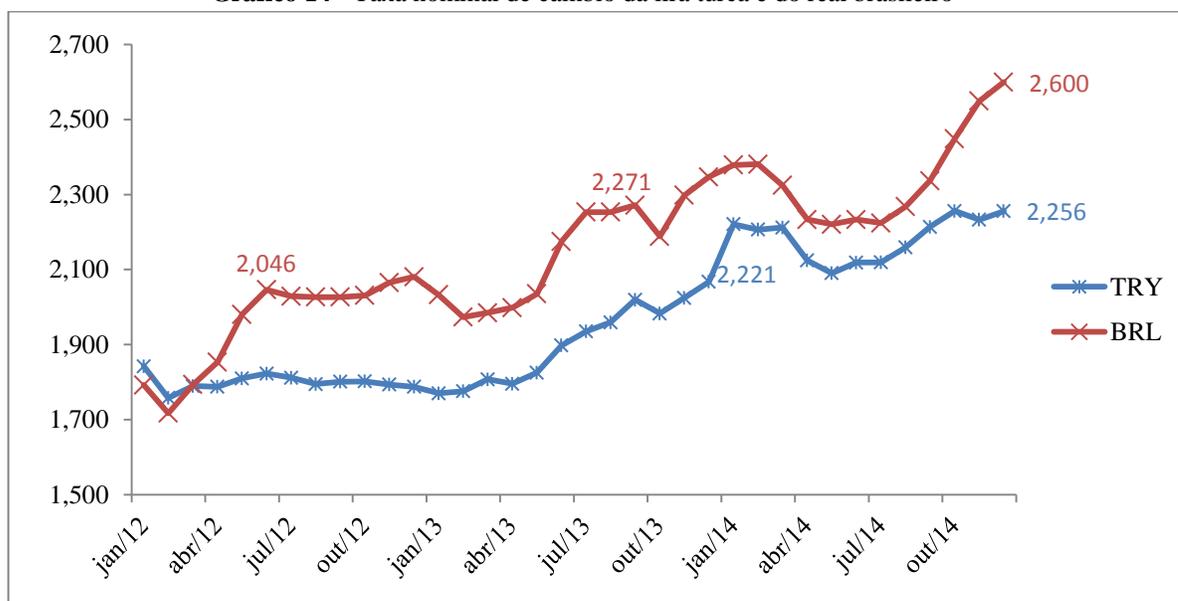
após a crise, o principal instrumento de controle da inflação. Assim, à medida que o Brasil instaurava controles de capitais e medidas macroprudenciais e de regulação de derivativos, a inflação saía um pouco de controle, requerendo arrocho nos juros, como mostra o Gráfico 13. Na análise exposta pelo *Federal Reserve*, o Brasil se posicionava como segunda economia mais vulnerável, perdendo apenas para a já mencionada economia turca (ANCARA & BOMBAIM, 2014). O país – que embora tenha promovido algum corte no nível dos juros, não seguiu a mesma trajetória drástica da Turquia nessa redução –, tinha procurado aproveitar a oportunidade de ganhar graus de liberdade na execução de política monetária através de maiores restrições à entrada de capitais estrangeiros com intuito especulativo. O alto nível de reservas internacionais em relação aos outros países emergentes, como exposto no item 3.1, configurava um reforço estratégico para a política cambial do Brasil. A questão é que com o início da crise financeira e a enxurrada de capitais ingressantes no país, o dólar sofreu desvalorização implicando, neste caso, deterioração da relação custo/benefício de manutenção das reservas (FERREIRA, 2009). Entretanto, vale frisar que a piora nesta relação para as reservas internacionais não se apresenta como uma regra: havendo conjuntura que permitisse a apreciação dos dólares armazenados pelo BCB sob a forma de reservas internacionais, o resultado para a autoridade monetária seria positivo, isto é, obteria um ganho superior ao custo de manutenção.

Gráfico 13 - Evolução recente da policy rate do Brasil – Selic



garantindo menor competitividade ao país no mercado internacional –, a desvalorização implica maior índice de inflação. Com o próprio regime cambial sendo uma vantagem nesse sentido – câmbio flutuante administrado –, o segundo país considerado mais vulnerável à crise teve menos dificuldade em proteger sua moeda quando comparado à Turquia. Desde 2010, a autoridade monetária brasileira intervinha no câmbio através da venda líquida de dólares no mercado à vista e realizou operações de swap cambial (BLANCHE, 2010). Essa é uma maneira auxiliar que o BCB encontrou de proteger o real contra possíveis ataques especulativos, em especial em momentos de excesso de liquidez, como o momento de deflagração da crise de 2008. O Gráfico 14 permite visualizar a trajetória de depreciação das divisas brasileira e turca, de acordo com a taxa nominal de câmbio. De maneira geral, pode-se concluir que o real apresenta menor instabilidade em relação à lira turca, o que pode ser consequência da condução da política cambial no país. Relativamente, a necessidade de proteção do real contra ataques especulativos também se mostra maior, uma vez que sua volatilidade é mais elevada.

Gráfico 14 - Taxa nominal de câmbio da lira turca e do real brasileiro



Fonte: Bloomberg. Elaboração própria.

Além da atuação no mercado de câmbio, o governo brasileiro apostou em medidas de restrição à entrada de capitais, regulações preventivas à especulação – aqui chamadas de medidas macroprudenciais – e regulação sobre operações com derivativos envolvendo moeda estrangeira com a intenção de proteger o real de um ciclo de apreciação desfavorável frente à liquidez

abundante que ingressava nos emergentes no período de vigência do *Quantitative Easing* norte-americano, aproveitar o momento favorável que o início da crise financeira nos países centrais proporcionou. Naquela conjuntura, a escassez de influxos aos países emergentes era, como já apresentado, maior do que o convencional e, portanto, configurava-se o momento ideal para que as economias emergentes pudessem de certa forma priorizar o tipo de capital ingressante de acordo com os objetivos macroeconômicos do país e tentar manter a apreciação de suas moedas dentro de certos limites. Dessa forma, o Brasil decretou, como medida de controle de capitais, aumentos consecutivos na alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e sua abrangência (MUNHOZ, 2013). Ademais, como apontado por Prates e Fritz (2013), o Brasil não só focou no controle de fluxos de capitais que ingressavam e deixavam o país – através do IOF – como também promoveu o gerenciamento prudencial de instituições financeiras domésticas e, principalmente, foi um dos pioneiros a impor medidas que restringiam as posições vendidas em dólar nos mercados de derivativos, configurando, especialmente devido a essa última vertente da regulação, o sucesso do controle promovido pelo Brasil, na visão das autoras.

Todavia, com o anúncio do *tapering*, a autoridade monetária brasileira também se viu acuada pela possível fuga de capitais que viria a enfrentar e teve de, assim como ocorrido na Turquia, voltar atrás com as medidas inovadoras de políticas econômicas mais autônomas. Enquanto na Turquia isso significou aumento drástico e súbito na taxa de juros antes reduzida a níveis inéditos, no Brasil a mudança de expectativas se traduziu em uma retirada da restrição à entrada de capitais externos, feita através do IOF e das medidas nos mercados de derivativos. Em 2014, a alíquota do imposto, antes em 6% passou a ser zerada para captações externas com prazo superior a 180 dias (BIANCONI, 2014). Anteriormente, o prazo médio mínimo das captações externas com sem alíquota de IOF era de 360 dias. A mudança significou permissividade na entrada de capitais externos de curta maturidade no país, em geral característica presente em investimentos de portfólio (ALEGRETTI & FERNANDES, 2014).

Muito embora haja um intenso debate recente sobre a efetividade do controle de capitais realizado principalmente via alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras e, conseqüentemente, sobre a eficácia de sua reversão para a entrada de capitais no país (MUNHOZ, 2013), a questão crucial que se coloca é em relação à desistência de manutenção da principal medida de controle e autonomia tomada pela autoridade monetária do Brasil frente a mudanças de expectativas de mercado. Este debate também engloba a possível necessidade de

uma abrangência maior na atuação das regulações que visam proteger as divisas dos países, uma vez que o foco em apenas uma vertente de controle não se mostrou eficaz. No caso do Brasil, o diferencial determinante para o sucesso da regulação foi a inédita regulação sobre operações com derivativos envolvendo moedas estrangeiras (PRATES & FRITZ, 2013). Fica evidente que embora cada país necessita de um ferramental regulatório distinto de acordo com suas especificidades econômicas, é necessário que a regulação abranja não apenas uma fonte de instabilidade causadas pela entrada ou saída de capitais internacionais na intenção de obter estabilidade e força para a moeda doméstica e, em última instância, maior autonomia para execução de políticas macroeconômicas. A posição de imediata adaptação às expectativas externas em detrimento de diretrizes internas acaba por ratificar a ausência de real autonomia das economias emergentes.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Pode-se dizer que o contexto da crise financeira global realmente possibilitou aos países emergentes a chance de usufruir graus de liberdade na execução de política econômica. Isto porque foi a primeira vez na história em que países emergentes puderam pôr em prática políticas anticíclicas, permitindo vulnerabilidade externa relativamente menor.

Por caminhos distintos, Turquia e Brasil praticaram políticas heterodoxas: a Turquia, atuando com cortes inéditos e expressivos nos juros, buscando selecionar o tipo de capital ingressante no país através de uma medida quantitativa. O Brasil, por sua vez, agiu através de medidas regulatórias, coibindo o capital especulativo de curto prazo e, ainda, lançando uma inovação no instrumental regulatório atual com a possibilidade de atuar sobre operações com derivativos de câmbio. Ambas as escolhas foram inéditas e, ao que toda a análise leva a crer, possibilitadas pela conjuntura decorrente da crise.

Entretanto, há que se ressaltar que, com a mesma rapidez com que os efeitos da crise possibilitaram a essas economias a oportunidade de adotar políticas econômicas autônomas, a liberdade se esvaneceu. Como apresentado no último capítulo, a mudança de sentido na política econômica adotada nos países centrais – em especial, nos Estados Unidos; ou, mais especificamente, a mera ameaça de mudança foi suficiente para suscitar a necessidade de voltar atrás em relação às políticas adotadas, tanto no Brasil quanto na Turquia. Esse fato corrobora o entendimento de que embora a oportunidade de obter maior autonomia para a execução de política econômica pelos países emergentes tenha realmente existido e sido aproveitada, ela estava diretamente atrelada a condições conjunturais e estratégicas por parte das autoridades monetárias dos países centrais. Isto é, a independência adquirida pelas economias analisadas neste trabalho depende de uma série de fatores alheios à decisão interna. Ainda assim, a autonomia – mesmo que “temporária” – conquistada é de extrema relevância e, nitidamente, um marco na trajetória de busca de maior liberdade para execução de políticas econômicas próprias.

Sendo assim, entende-se que há um longo caminho a ser percorrido para que a autonomia de atuação dos bancos centrais de economias emergentes deixe de ser uma possibilidade conjuntural e submetida a decisões dos países centrais para ser uma condição estrutural. Tal caminho – que não é alvo deste trabalho – está atrelado a fatores também alheios às decisões dos países emergentes e não parece ser uma trajetória natural, o que significa que, no

curso normal da macroeconomia internacional, países emergentes não simplesmente tendem a conquistar autonomia para política econômica ao longo do tempo. Visto que a autonomia adquirida por Brasil e Turquia teve que, de certa forma, ser revogada nota-se que, embora o feito tenha sido inédito e de extrema relevância, a conquista de sua perpetuidade também não é simples, além de envolver questões políticas e geopolíticas. Fica claro, portanto, que todo o esforço para aquisição de autonomia na prática de políticas econômicas/anticíclicas é extremamente válido para o amadurecimento do país como um *policy-maker* além de enriquecer seu instrumental econômico, porém não é condição suficiente para tornar o país autônomo enquanto executor de política econômica.

Dessa forma, esta monografia suscita, entre os diversos questionamentos oriundos do tema, uma pesquisa mais aprofundada acerca de quais seriam as pré-condições necessárias aos países emergentes para conquistar autonomia para execução de política econômica.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALEGRETTI, L. & FERNANES, A. “Mantega diz que mudança no IOF visa normalizar câmbio”. O Estado de São Paulo. Disponível em <http://exame.abril.com.br/economia/noticias/mantega-diz-que-mudanca-no-iof-visa-normalizar-cambio>. Junho, 2014.

ANCARA & BOMBAIM. “Turquia eleva taxa de juros de 7,7% para 12% ao ano”. O Globo. Disponível em <http://oglobo.globo.com/economia/turquia-eleva-taxa-de-juros-de-77-para-12-ao-ano-11432594>. Janeiro, 2014.

ANTUNES, F. “Brasil é o único país dentro da meta de inflação, diz Mantega”. Folha de S. Paulo. Disponível em <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u429319.shtml>. Agosto, 2008.

BIANCONI, C. “Menor IOF sobre captação externa de curto prazo é inócuo”. Reuters. Disponível em <http://exame.abril.com.br/economia/noticias/menor-iof-sobre-captacao-externa-de-curto-prazo-e-inocuo>. Junho, 2014.

BIS central bankers’ speeches. “*Durmuş Yılmaz: In search of an appropriate policy mix for emerging economies – monetary policy in Turkey in the aftermath of the global financial crisis*”

BIS Papers No 35. “*The monetary transmission mechanism in Turkey: new developments*”

BIS Papers No 57. “*Capital flows in the post-global financial crisis era: implications for financial stability and monetary policy.*”

BIS Review 2007. “*Durmuş Yılmaz: The Central Bank of the Republic of Turkey – the history, recent developments and the future of monetary policy in Turkey*”

BIS Review 2008. “*Durmuş Yılmaz: Global challenges and local response – monetary policy in Turkey*”.

BITTENCOURT, A. “‘*Tapering*’ e rebaixamento do Brasil estão na ordem do dia”. Valor Econômico. Disponível em <http://www.valor.com.br/valor-investe/casa-das-caldeiras/3327040/%E2%80%98tapering%E2%80%99-e-rebaixamento-do-brasil-estao-na-ordem-do-dia>. Novembro, 2013.

BLANCHE, N. “Reservas internacionais, custos versus benefícios”. O Estado de São Paulo. Disponível em <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,reservas-internacionais-custos-versus-beneficios-imp-,583029>. Julho, 2010.

BOMBANA, L. “Economia da China segue blindada à guerra cambial”. Brasil Econômico. Disponível em http://brasileconomico.ig.com.br/ultimas-noticias/economia-da-china-segue-blindada-a-guerra-cambial_128649.html. Fevereiro, 2013.

CALVO, G. e REINHART, C. M. (2000). Fear of Floating. NBER Working Papers 7993, National Bureau of Economic Research. COHEN, B.J. The Geography of Money. Ithaca, NY: Cornell University Press, 1998.

CANDEMIR, Y. “Turkey’s Central Bank cuts interest rate again to boost growth”. The Wall Street Journal. Disponível em <http://www.wsj.com/articles/turkeys-central-bank-cuts-interest-rate-again-to-boost-growth-1403610981>. Junho, 2014.

Carta de Conjuntura. IPEA. Disponível em http://www.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/conjuntura/cc21_economiamundial.pdf. Dezembro, 2013.

Carta de Conjuntura. IPEA. Disponível em http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/cc24_completa.pdf. Outubro, 2014.

Carta IEDI N. 625. “As perspectivas para a Economia Global e Brasileira em 2014”. Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI). Disponível em http://iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_625.html. Maio, 2014.

Carta IEDI N. 586. “Os Fluxos de Capitais para o Brasil no Primeiro Semestre de 2013”. Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI). Disponível em http://www.iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_586.html. Agosto, 2013.

CONTI, B. Capítulo 1: Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas. Unicamp/Université de Paris XII (Tese de Doutorado), 2011.

CONCEIÇÃO, A. “Mantega critica medida dos EUA e diz que guerra cambial volta à cena”. Valor Econômico. Disponível em <http://www.valor.com.br/brasil/2837996/mantega-critica-medida-dos-eua-e-diz-que-guerra-cambial-volta-cena>. Setembro, 2012.

DANTAS, F. “O pior dos efeitos do ‘tapering’ já pode ter passado”. O Estado de São Paulo. Disponível em <http://economia.estadao.com.br/blogs/fernando-dantas/o-pior-dos-efeitos-do-tapering-ja-pode-ter-passado/>. Outubro, 2013.

FARHI, M. “A crise e os dilemas da política econômica”. V Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. 2012.

FARHI, M. Capítulo 4: Os dilemas da política econômica no “pós-crise”. As transformações no sistema financeiro internacional. Brasília, IPEA, 2012.

FLASSBECK, H. “The exchange rate: economic policy tool or market price?”. UNCTAD. Novembro, 2001.

FERREIRA, T. “Câmbio – como segurar o dólar – As consequências do dólar desvalorizado”. IPEA. Disponível em http://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=1266:reportagens-materias&Itemid=39. Dezembro, 2009.

FRITZ, B. & PRATES, D.M. “The New IMF Approach to Capital Account Management and Its Blind Spots: Lessons from Brazil and South Korea”. Working paper No. 35. 2013.

FRITZ, B & PRATES, D. M. “Beyond capital controls: the regulation of foreign currency derivatives markets in South Korea and Brazil after the global financial crisis”. Working paper No. 07. 2013.

HUSZAR, A. “Confessions of a Quantitative Easer”. *The Wall Street Journal*. Disponível em <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702303763804579183680751473884>. Novembro, 2013.

KENNY, T. “An Explanation of Fed Tapering and its Impact on the Markets”. About money. Disponível em <http://bonds.about.com/od/Issues-in-the-News/a/An-Explanation-Of-Fed-Tapering-And-Its-Impact-On-The-Markets.htm>. 2014.

KLEMM, A. et. al. “*Taper tendrum or tedium: How U.S. interest rates affect financial markets in emerging economies*”. IMF Direct. Disponível em <http://blog-imfdirect.imf.org/2014/05/22/taper-tantrum-or-tedium-how-u-s-interest-rates-affect-financial-markets-in-emerging-economies/>. Maio, 2014.

LAMUCCI, S.. BC turco elogia ação de BC brasileiro. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/1040572/bc-turco-elogia-acao-de-bc-brasileiro>. Valor Econômico, 7 de outubro de 2011.

MINSKY, Hyman P. “Can it happen again?”. *Essays on Instability and Finance*, New York: M.E. Sharpe, 1982.

_____. “Stabilizing an Unstable Economy”, New Haven: Yale University Press. 1986.

MOHANTY, M.S. & SCATTIGNA, M. Has globalisation reduced monetary policy independence? Globalisation and monetary policy in emerging markets, BIS Papers no. 23. Disponível em <http://www.bis.org>. Maio, 2005.

MUNHOZ, V. C. V. “Vulnerabilidade externa e controle de capitais no Brasil: uma análise das inter-relações entre câmbio, fluxos de capitais, IOF, juros e risco-país”. Agosto, 2013.

PAULA, L.F., 2002. *Controle de Capitais: lições para o Brasil*, mimeo. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer.

PAULA, L.F., 2003. Uma alternativa de política econômica para o Brasil, Rio de Janeiro, Cadernos Adenauer, ano IV, n. 3. Disponível em http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/uma_alternativa_de_politica_economica_%20para_o_brasil-N.pdfPRATES, D. M. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. *Revista de Economia Contemporânea*, 2005.

PRATES, D.M. *How to evaluate financial regulation of Brazil*, 2006.

PRATES, D. Crises financeiras nos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa. Tese (Doutoramento) – Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

RAO, S & SEZER S. “Analysis: Turkish lira may need higher interest rates to escape emerging markets rout”. Reuters. Disponível em <http://www.reuters.com/article/2013/08/20/us-emerging-turkey-currency-analysis-idUSBRE97J0N320130820>. Agosto, 2013.

REY, H. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. London Business School, CEPR and NBER. Agosto, 2013.

RIBEIRO, A. “Modelo para o Brasil, Turquia aberta juros”. Valor Econômico. Disponível em <http://www.valor.com.br/valor-investe/casa-das-caldeiras/1061340/modelo-para-o-brasil-turquia-aperta-juros>. Outubro, 2011.

ROMERO, C. “Rumo à estação Turquia?”. Valor Econômico. Disponível em <http://www.valor.com.br/valor-investe/casa-das-caldeiras/1013460/rumo-estacao-turquia>. Setembro, 2011.

SPEECHES OF THE FEDERAL RESERVE OFFICIALS. Disponíveis em <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/2014speech.htm>.

STIGLITZ, J.E. “Freefall: Free Markets and the Sinking of Global Economy”. Allen Lane (Londres). 2010.

THOMAS JR. L. “Análise: “Cinco Frágeis” são mais recente clube de mercados em crise”. Folha de São Paulo. Disponível em <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2014/01/1404758-analise-cinco-frageis-sao-mais-recente-clube-de-mercados-em-crise.shtml>. Janeiro, 2014.

TREVISAN, C. “Brasil é o 2º país emergente mais vulnerável, diz Fed”. O Estado de São Paulo. Disponível em <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,brasil-e-o-2-pais-emergente-mais-vulneravel-diz-fed,177594e>. Fevereiro, 2014.

TROTMAN, A. “IMF Chief Christine Lagarde warns of QE tapering risks”. The Telegraph. Disponível em <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/10263597/IMF-chief-Christine-Lagarde-warns-of-QE-tapering-risks.html>. Agosto, 2013.

UBIERGO, A. “O enigma das altas taxas de juros no Brasil”. Brasil economia e governo. Disponível em <http://www.brasil-economia-governo.org.br/2012/08/06/o-enigma-das-altas-taxas-de-juros-no-brasil/>. Agosto, 2012.