

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

MARCO LIMA KUBIACK

**O CICLO FINANCEIRO E AS MEDIDAS MACROPRUDENCIAIS
APLICADAS EM MERCADOS EMERGENTES**

PORTO ALEGRE

2016

MARCO LIMA KUBIACK

**O CICLO FINANCEIRO E AS MEDIDAS MACROPRUDENCIAIS
APLICADAS EM MERCADOS EMERGENTES**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. André Moreira Cunha

PORTO ALEGRE

2016

MARCO LIMA KUBIACK

**O CICLO FINANCEIRO E AS MEDIDAS MACROPRUDENCIAIS
APLICADAS EM MERCADOS EMERGENTES**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. André Moreira Cunha

Aprovada em: Porto Alegre, 01 de Dezembro de 2016.

BANCA EXAMINADORA:

(Prof. Dr. André Moreira Cunha)

UFRGS

(Prof. Dr. Marcelo Milan)

UFRGS

(Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho)

UFRGS

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, que me ajudaram nos momentos mais difíceis, sempre apoiando e aconselhando a partir pelos melhores caminhos. Eles que me apoiaram incondicionalmente quando decidi mudar totalmente o rumo da minha vida acadêmica e profissional, dando motivação para eu seguir lutando mesmo que o caminho fosse novamente longo e cheio de incertezas. Exemplos de honestidade, determinação e generosidade a serem seguidos.

Agradeço a todos os amigos que fiz durante essa nova caminhada na Universidade. O intercâmbio social que a UFRGS proporciona a seus alunos é uma das heranças que pretendo levar para sempre.

Agradeço à Universidade, professores e funcionários por me ter feito ver o mundo com outros olhos, e despertado este comprometimento social, esta visão crítica dos fatos e me feito amadurecer ainda mais.

Agradeço ao Professor Orientador, André Moreira Cunha, pela sua enorme ajuda na construção do trabalho e pela forma como o orientou, sempre disponível e acessível para toda a ajuda que precisei, e me motivando a produzir este estudo.

Espero que a Universidade continue mudando a vida de tanta gente como mudou a minha, fomentando o sonho e as ideias de um número cada vez maior de alunos e alunas, criando a coragem necessária para mudarmos aquilo que nos parece injusto e desumano.

RESUMO

Este trabalho analisa o fenômeno do Ciclo Financeiro e os seus impactos desestabilizadores no Sistema Econômico. A partir de então, procura avaliar a pertinência de medidas macroprudenciais, especialmente em economias emergentes. Estas, por possuírem um menor e pouco desenvolvido Sistema Financeiro, estão mais vulneráveis aos fluxos de capitais internacionais. O estudo tem como base o conceito de "excesso de elasticidade financeira", que dá ênfase aos desequilíbrios financeiros e salienta o papel da Conta Financeira ao falhar em prevenir acúmulos financeiros, o que cria um viés expansivo no sistema. Esse viés influencia os agentes econômicos na forma da diminuição na aversão ao risco, baseado no aumento da alavancagem, o que pressiona o ambiente institucional a diminuir as restrições financeiras, comprometendo a sustentabilidade econômica e aumentando o risco de crises sistêmicas.

Palavras-chave: Ciclo Financeiro, Macroeconomia, Medidas Macroprudenciais, Mercados Emergentes, Desequilíbrios Financeiros.

ABSTRACT

This paper analyzes the phenomenon of the Financial Cycle and its destabilizing impact on the Economic System. Since then, it attempts to evaluate the relevance of macro-prudential measures, especially in emerging economies. These, because they have a smaller and underdeveloped financial system, are more vulnerable to international capital flows. The study is based on the concept of "excessive financial elasticity" which emphasizes the financial imbalances and stresses the role of Capital Account in failing to prevent financial accumulations, which creates an expansive bias in the system. This bias influences the economic agents in form of a decrease in risk aversion, based on increased leverage, pressing the institutional environment to reduce the financial constraints, affecting the economic sustainability and increasing the risk of systemic crises.

Keywords: Financial Cycle, Macroeconomics, Macro-prudential measures
Emergent Markets, Financial Imbalances.

Lista de Gráficos

Gráfico 1: Crédito Privado (%) do PIB - Estados Unidos.....	16
Gráfico 2: Preço Real das Propriedades Residenciais - Estados Unidos (2010 = 100).....	17
Gráfico 3 Ciclo Financeiro e o Ciclo do PIB Estadunidense (1972 - 2011)	20
Gráfico 4: Crédito Internacional Direto - Reino Unido, 1985-2015 (em US\$ bilhões).	23
Gráfico 5: Crédito Bancário Global Agregado (2000-2014), por Região Tomadora (US\$ trilhões).....	24
Gráfico 6: Crescimento do Setor Financeiro x Crescimento da Produtividade.....	27
Gráfico 7: Alavancagem, Serviços da Dívida e o Comportamento do Gasto Público nos EUA	30
Gráfico 8: Taxa Real de Câmbio Estadunidense (2010=100)	35
Gráfico 9: Fluxos de Capitais Interbancários Internacionais por Região Tomadora	36
Gráfico 10: Fluxos de Capitais para Emergentes x VIX.....	38
Gráfico 11: Taxas de Juros e Fluxos de Capitais em Emergentes.....	42
Gráfico 12: Fluxos Acumulado de Capitais para Países Emergentes (2002- 2012)	46
Gráfico 13: Taxa de Câmbio Real em Mercados Emergentes	47
Gráfico 14: Regimes Cambiais em países em desenvolvimento (% do total)	60
Gráfico 15: Estoque de Reservas Estrangeiras, em milhões de dólares (US\$)	66

Lista de Quadros

Quadro 1: Quadro ilustrativo: países x modelos de arquitetura regulatória	68
---	----

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	9
2. CICLO FINANCEIRO	13
2.1 Principais Características.....	13
2.2 Ciclo Financeiro e Regimes Políticos Institucionais	19
2.3 Distorções no lado real da economia	25
3. PAÍSES EMERGENTES E O CICLO FINANCEIRO	32
3.1 Principais Determinantes dos Fluxos de Capitais Internacionais	33
3.2 Políticas Contracíclicas em Países Avançados	39
3.3 Consequências do <i>Quantative Easing</i> (QE) em Países Emergentes.....	44
4. ARQUITETURA FINANCEIRA INTERNACIONAL.....	51
4.1 O Acordo de Bretton Woods	52
4.2 O Sistema Pós-Bretton Woods	57
4.3 Medidas Macroprudenciais: Tentativas de Estabilização Macroeconômica.....	62
CONSIDERAÇÕES FINAIS	71
REFERÊNCIAS.....	74

1. INTRODUÇÃO

Em um contexto de economias cada vez mais integradas, e diante de um aumento nos fluxos e na mobilidade de capitais, torna-se fundamental entender a consequência desses fenômenos em países emergentes, que se caracterizam, dentre outras coisas, por não serem emissores de moedas conversíveis no plano internacional. Dessa forma, o presente trabalho pretende entender o Ciclo Financeiro (CF): sua formação, seus desafios sobre a política econômica e seus desdobramentos, principalmente, em países emergentes, que sofrem diversos impactos reais e financeiros, conforme a sucessão dos eventos a ele relacionados.

Uma forma de avaliar esses eventos é atentar para a influência das políticas econômicas realizadas em países de sistemas financeiros avançados sobre o CF; também a forma como os *policymakers* dos países emergentes atuam neste contexto para evitar graves distorções em suas economias.

As noções de CF já foram bastante debatidas no âmbito acadêmico, especialmente em estudos vinculados ao Banco Mundial, ao Fundo Monetário Internacional (FMI) e ao Banco de Compensações Internacionais, instituições que procuram entender como esses fenômenos afetam a economia global.

A análise do CF tem como base o conceito de "excesso de elasticidade financeira", que dá ênfase aos desequilíbrios financeiros e salienta o papel da Conta Financeira ao falhar em prevenir acúmulos financeiros, o que cria um viés expansivo no sistema. Isto influencia os agentes econômicos diminuindo a sua aversão ao risco, que é baseada no aumento da alavancagem. Uma das consequências desse fenômeno é pressionar o ambiente institucional a diminuir as restrições financeiras, comprometendo a sustentabilidade econômica e aumentando o risco de crises.

Conforme a literatura, podemos notar que o estudo do CF ajuda a entender como as crises financeiras - neste contexto de integração financeira e de mobilidade de capitais - formam-se e quais seriam as medidas prudenciais a se adotar para evitar ou suavizar seus efeitos nas economias domésticas.

Segundo Claudio Borio (2012), não é possível entender as flutuações nos ciclos de negócios sem compreender o CF. Segundo o autor, após a Crise Financeira recente ter praticamente engolido as economias maduras no final dos anos 2000, os economistas do *mainstream* agora tentam incorporar fatores financeiros aos modelos macroeconômicos padrões.

Já na questão das consequências desses desdobramentos para países emergentes, Rey (2013) e Fahri e Werning (2013), dentre outros, atentam para o fato de que os crescentes fluxos de capitais podem complicar a gestão macroeconômica daqueles, e vir a minar a independência de suas políticas monetárias, mesmo a taxas de câmbio flexíveis. Em particular, o tamanho e a volatilidade desses fluxos podem criar tensões entre estabilidade macroeconômica e estabilidade financeira.

Tais considerações afirmam a importância em se pesquisar o referido tema, assim contribuindo para uma melhor tomada de decisões por parte dos agentes econômicos neste contexto de maior integração financeira e aumento no volume de fluxos de capitais globais.

O objetivo principal do trabalho é entender os efeitos do CF em mercados emergentes e, a partir disso, avaliar a pertinência na adoção de medidas macroprudenciais. Essas têm sido implementadas para suavizar esses efeitos e garantir estabilidade macroeconômica, com o intuito de minimizar os riscos de prováveis colapsos financeiros nas economias receptoras de capitais.

Os objetivos específicos são relacionados: (i) a quais políticas macroprudenciais seriam mais adequadas a cada fase do ciclo; (ii) além de identificar as consequências das políticas contracíclicas de economias avançadas nos fluxos de capitais; (iii) analisar seus efeitos nas economias de países emergentes; (iv) caracterizar os ciclos; (v) descrever a forma como atravessam fronteiras, afetando o Sistema Financeiro Internacional; e (vi) busca-se, também, descrever uma série de sinais emitidos pelo Sistema Financeiro em períodos pré-crise que identifiquem a sua eminência.

A principal hipótese do estudo é que a dificuldade em se domar o CF acabe por permitir apenas que os agentes econômicos consigam amenizar os seus efeitos de desestabilização macroeconômica. Desafios estes ora potencializados quando nos deparamos com países em desenvolvimento, ou seja, com um Sistema Financeiro pequeno e pouco desenvolvido. Seus esforços não teriam força suficiente para anular por inteiro os efeitos desestabilizadores a que o CF os submete, dissipando os seus efeitos no lado real da economia e levando-os a profundas e a duradouras crises.

Embora sujeito a falhas, potencializadas pela pouca efetividade das leis e das regularidades, pela dificuldade em se estabelecer uma análise objetiva dos fatos que seja desprovida de juízos de valores, e pelo nível de agregação dos dados, o empirismo vem a ser o mais coerente método de análise do referido estudo.

Ao adaptar essas constatações na monografia, os estudos citados no texto, em sua maioria, foram elaborados por um corpo de teóricos a frente de importantes instituições multilaterais. Estes, como o Banco de Compensações Internacionais e o FMI, são reconhecidos internacionalmente por suas contribuições ao estudo comparado de políticas econômicas e de medidas regulatórias. Logo, as assertivas oriundas desses estudos embasam as sentenças principais utilizadas na análise dos fenômenos do CF.

Sendo assim, o referido trabalho é dividido em 4 capítulos. Este primeiro, introdutório, apresenta o tema, procura esclarecer os objetivos, propõe a hipótese e justifica a relevância e a contemporaneidade do tema, a fim de melhor guiar o leitor.

Já o segundo capítulo procura conceituar o CF, traz a atualidade do debate, enfatiza os seus principais conceitos e a forma como ele se estabelece e se propaga no Sistema Financeiro. Procura analisar a maneira como o CF se relaciona com o ambiente institucional e político, reagindo diferentemente a cada decisão normativa. Esse capítulo encerra descrevendo a forma como os desdobramentos do Ciclo superam sua natureza financeira influenciando variáveis não-financeiras da economia e o comportamento dos diversos agentes econômicos relacionados.

O terceiro capítulo tem foco na situação dos países emergentes frente aos movimentos internacionais de capital. Analisa quais as reações dos sistemas financeiros dessas nações frente a um período de expansão ou a um período de recessão do Ciclo. Também é discutida a forma como as políticas econômicas de países com sistemas financeiros avançados influencia a economia dos mercados emergentes, e quais tipos de distorções estes movimentos de capitais causam nos seus indicadores macroeconômicos.

Por fim, o quarto capítulo retoma as experiências de Arquitetura Financeira Internacional, a partir do Acordo de Bretton Woods, procurando ressaltar suas principais características desse acordo e seus principais regramentos. Segue a narrativa na derrocada desse Sistema, por volta do início da década de 1970. Discorre sobre este novo ambiente institucional pós-Bretton Woods e sobre forma

como os países foram se readequando às novas orientações políticas e ideológicas da época. No encerramento do capítulo, o debate é em torno das medidas macroprudenciais, quais as mais adequadas e como aplicá-las a fim de evitar maiores distorções nas expectativas dos agentes e efeitos colaterais que possam agravar ainda mais o quadro econômico.

2. CICLO FINANCEIRO

O presente capítulo tem como principal objetivo conceituar o CF, como este se apresenta e funciona. Na primeira parte apresentam-se os conceitos básicos e as principais características do Ciclo, a forma como é medido e transmitido através dos diferentes sistemas financeiros nacionais, além de analisar quais são os principais componentes para a análise desse fenômeno.

Já a segunda parte tem em vista explicar a relação entre o CF e os diversos Regimes Políticos-Institucionais, quais decisões e políticas econômicas potencializam os seus efeitos, e por quais motivos isso ocorre.

Por fim, na última parte, é discutida a forma como tal fenômeno influencia as variáveis reais da economia, como a produção e a produtividade do trabalho. Como o CF extrapola sua natureza financeira e afeta o comportamento dos agentes econômicos.

2.1 Principais Características

Como fora afirmado anteriormente, para se compreender as flutuações nos ciclos de negócios deve-se entender o CF. Após a Crise Financeira recente ter causado sérias rupturas nas economias maduras no final dos anos 2000, os economistas, agora, veem a necessidade de incorporar fatores financeiros aos modelos macroeconômicos tradicionais.

Segundo Borio (2012), a falta de interesse dos pesquisadores do *mainstream* da macroeconomia em aprofundar seus estudos acerca do CF ajudou a potencializar os efeitos da última Grande Crise.

Borio (2014) afirma que o Calcanhar de Aquiles do atual Sistema Financeiro e Monetário Internacional (SFMI) é que esse amplifica uma fraqueza fundamental dos Regimes Monetários e Financeiros Domésticos: os "excessos de elasticidade financeira". Tal conceito, ainda nos termos do autor, refere-se à inaptidão em prevenir acúmulos de desequilíbrios financeiros na forma de concessão de créditos insustentáveis e na forma da expansão (*Boom*) dos preços de ativos, que

superestimam resultados patrimoniais, levando a sérias e sistemáticas crises bancárias e a desequilíbrios macroeconômicos.

Esta perspectiva difere substancialmente de outras mais utilizadas pela macroeconomia tradicional. A principal delas, de maior influência nos debates de política econômica, indica que arranjos políticos são inaptos em conter desequilíbrios em Conta Corrente. Ajustes assimétricos entre credores e devedores implicam em um viés deflacionário, ou seja, déficits são reduzidos, pois credores estão sob pressão para reduzir seus superávits, uma visão defendida por Keynes (1941)¹.

A segunda perspectiva tradicional em questão indica que o SFMI amplia a escassez de ativos seguros, explicada por uma forte demanda por reservas de moeda estrangeira, (BORIO, 2014), o que é potencializado pelo papel dominante do Dólar Americano como moeda internacional. Essas duas visões podem ser chamadas de: "Excesso de Poupança" e "Excesso de Demanda por Ativos Seguros", respectivamente.

Como contraste, o "excesso de elasticidade financeira" dá ênfase aos desequilíbrios financeiros e salienta o papel da Conta Financeira, mais que o da Conta Corrente como foco de análise. Esta falha em prevenir acúmulos, gerando um viés expansivo no sistema, devido às correções desses desequilíbrios, induz a maiores contrações na produção. Logo, um persistente viés de expansão, paradoxalmente, induz a uma produção deflacionária.

Portanto, o CF pode ser entendido como um fenômeno gerado por forças que se interagem e se autorreforçam, com base, principalmente, em percepções de valor e de risco (atitudes frente a riscos e restrições de financiamento). Criam períodos de forte expansão, seguidos por períodos de forte contração, amplificando flutuações econômicas, causando sérias distorções financeiras e má alocação de recursos. O CF é identificado, em sua melhor forma, em termos de crédito e de preço de imóveis (BORIO, 2012).

As percepções de valor e riscos são vagamente ancoradas e altamente procíclicas: tendem a cair durante as fases de *Boom* e a reverter profundamente seus cursos durante as fases de depressão. O impacto dessas percepções na tomada de risco é amplificada pela tendência natural dos agentes a tomar ainda

¹ Ver Keynes (1941).

mais riscos conforme é percebido um aumento de riqueza, o que explica a alta no preço de ativos.

Os incentivos dos agentes econômicos são inadequados para restringir tomadas de risco durante a fase de *Boom*. Existe um conflito entre a racionalidade individual e o resultado agregado desejável. Noções como o "dilema do prisioneiro", "falhas de coordenação" e "comportamento de manada" vêm à mente. É razoável pensar que um gerente de banco adotará menos medidas procíclicas de risco em um contexto que caso outros também adotem uma crise seria menos provável? Ou esperar que ele escolha entre certa perda de fatia de mercado durante a fase de *Boom* contra uma distante esperança de retomá-la em uma potencial futura crise?

Conforme a percepção de risco diminui, os valores dos ativos aumentam e os agentes são incentivados a tomar ainda mais riscos. Há uma pressão para que se diminuam as restrições de financiamento, tornando-as mais fracas. Com isso, o financiamento externo fica mais barato e mais amplo (liquidez dos fundos), e a venda de ativos torna-se mais fácil e menos custosa (liquidez de mercado).

A correlação entre o aumento no preço de imóveis e o aumento no índice crédito privado sobre o Produto Interno Bruto é mais forte a baixas frequências. Porém, há outras formas de se descrever o CF, algumas focadas exclusivamente no ciclo do crédito. Já outros trabalhos combinam estatisticamente uma infinidade de preços financeiros e variações de quantidades, tais como: taxas de juros, volatilidade, prêmios de risco, taxas de inadimplência, empréstimos não concedidos, dentre outros (BORIO, 2012).

Uma das preocupações no estudo dos ciclos é que estes estão fortemente ligados às crises financeiras. Com base nisso, uma das relações estabelecidas é que seus picos estão fortemente associados a crises bancárias. As de origem doméstica (não relacionadas a perdas por exposições além-fronteiras) ocorrem no, ou próximas ao pico do CF. Além disso, a proximidade do ciclo com as crises financeiras ajuda a explicar outra regularidade empírica: recessões que coincidem com a fase de contração do CF são especialmente graves. Em média, o PIB contrai até 50% mais que de outras formas (BORIO, 2012).

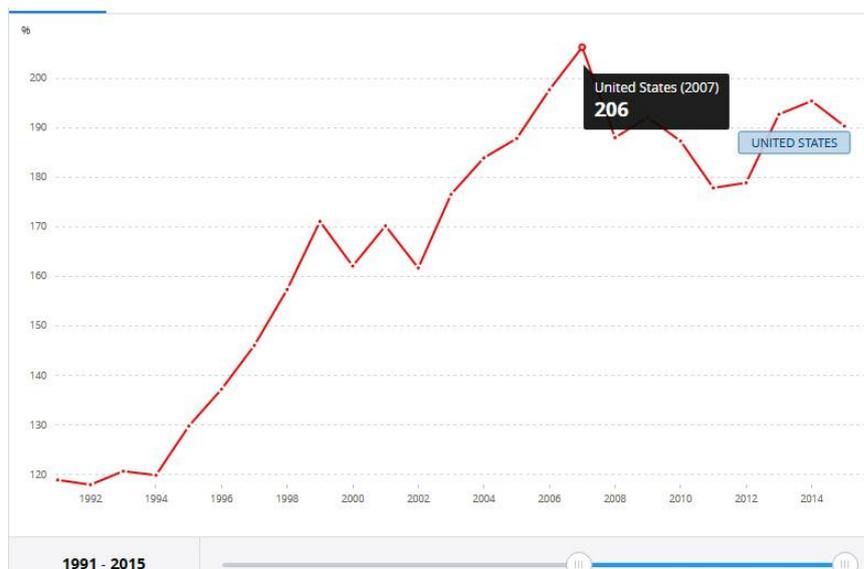
Já outra característica importante do CF descrita por Borio (2012) e pelo BIS (2014 e 2015a) é que os mais proeminentes indicadores para previsão de crises

financeiras são com base em *gaps* da relação de crédito ao setor privado sobre o PIB, e do preço dos ativos, especialmente preços de imóveis. Há de salientar que quando estes indicadores desviam-se consideravelmente de suas médias históricas o risco de crise é proeminente, como será destacado no decorrer do trabalho.

Podemos pensar neste *gap* do crédito como uma medida forte de alavancagem da economia, fornecendo um indicador indireto de perda de capacidade de absorção do sistema. Outro indicador tem a ver com o *gap* no preço das propriedades como uma forte medida da probabilidade e do tamanho de uma provável reversão de preços, que também testa a absorção do sistema. A combinação dessas variáveis indica um sinal muito mais claro que qualquer outra considerada isoladamente.

O gráfico 1 mostra que essa relação Crédito ao Setor Privado/PIB atingiu seu ápice no período pré-crise nos Estados Unidos em 2006. E com isso, pode-se notar que logo após a crise houve forte reversão daquele quociente indicador, que se revela como bom indicador para estresses financeiros (BORIO, 2012; BIS, 2014 e 2015).

Gráfico 1: Crédito Privado (%) do PIB - Estados Unidos

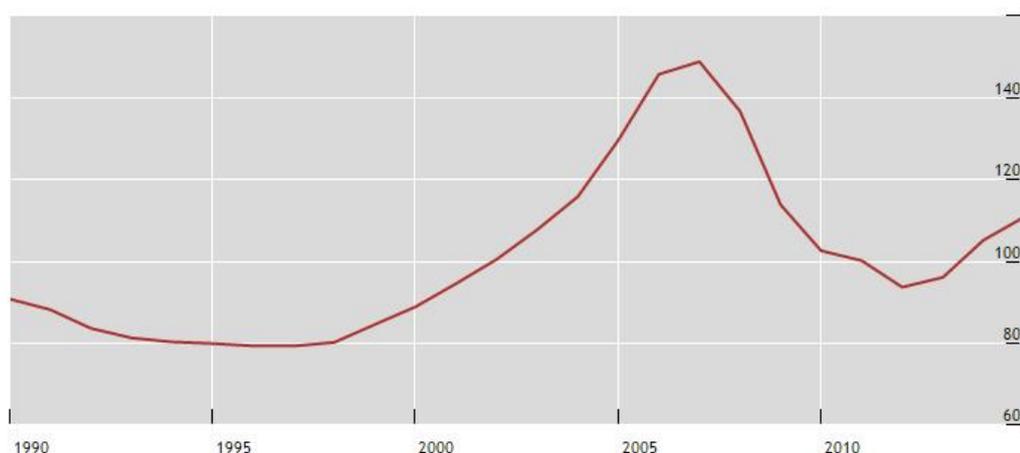


Fonte: Banco Mundial (2015).

Já o gráfico 2 mostra o preço das propriedades americanas nos períodos pré-crise e pós-crise - outro importante indicador para se medir o CF. Nota-se que o

ápice do preço real das propriedades também se deu no período pré-crise, apresentando uma forte reversão, que, ao contrário do indicador Crédito ao Setor Privado/PIB, demorou ainda mais para se recuperar, este que se mostra ainda longe dos níveis pré-crise.

Gráfico 2: Preço Real das Propriedades Residenciais - Estados Unidos (2010 = 100)



Fonte dos dados brutos: www.bis.org (2016).

Outra questão importante é que, segundo Borio (2012), há fortes evidências de que o tamanho do crédito internacional tende a superar os ciclos de créditos domésticos durante a fase de expansão, especialmente aqueles que precedem crises.

Em relação à forma como o CF atravessa fronteiras, há mecanismos diretos e indiretos de transmissão. No primeiro caso, há que se atentar para os empréstimos concedidos a tomadores de empréstimos do setor não financeiro por bancos localizados no exterior. Já a forma indireta é representada quando bancos domésticos tomam empréstimos no exterior e então os repassam a setores não financeiros domésticos. Uma razão para isso é a tendência natural de se ganhar terreno enquanto o crédito se expande, refletida no aumento dos índices de empréstimos em relação aos depósitos.

Borio (2012) afirma que mesmo um regime político focado na manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável não garante crescimento sustentável. Ressalta que, economias maduras geralmente possuem um importante e desenvolvido setor de oferta, o que fornece combustível para a expansão financeira, pois alavancam artificialmente o crescimento potencial tendo como consequência o aumento do escopo para ofertas de crédito.

Esses movimentos de expansão financeira geralmente são acompanhados de medidas liberalizantes que inibem a atuação de políticas restritivas. Além disso, aumentam o preço dos ativos, enquanto esse movimento, na economia real, pressiona a inflação para baixo, restringindo o espaço para políticas de aperto financeiro.

A fase de expansão do CF não só precede a fase de retração como também a causa, devido ao resultado das vulnerabilidades e desequilíbrios financeiros construídos durante a primeira fase. Durante os períodos de *Boom*, o crédito age como um facilitador: conforme ocorre o enfraquecimento das restrições financeiras, permite maiores despesas e oferta de ativos. A aparência robusta da economia real, visto que os ativos estão valorizados e o crédito abundante, gera má alocação de recursos, principalmente capital financeiro, e não deixa de influenciar variáveis reais, como a oferta de emprego.

Outra questão fundamental nos estudos dos ciclos é a distinção entre produção potencial (produção não inflacionária e sustentável) e a produção atual. Segundo a Teoria Macroeconômica Tradicional, se a economia alcança a produção potencial, com ausência de choques exógenos, está apta a permanecer neste estado indefinidamente. Logo, a inflação é vista como uma variável que transmite informações sobre a diferença entre a produção atual e a produção potencial, "o *gap* de produção", baseado em diversas versões da curva de Phillips. Porém, a questão é como estes *gaps* são medidos na prática (BORIO, 2012).

É provável que a inflação permaneça baixa e estável enquanto a produção está em um patamar insustentável, devido à acumulação dos desequilíbrios financeiros e as distorções que são mascaradas na economia real pela abundância de crédito e perda das restrições de financiamento, com os ativos sobrevalorizados.

Portanto, produção sustentável e produção não inflacionária não necessariamente precisam combinar.

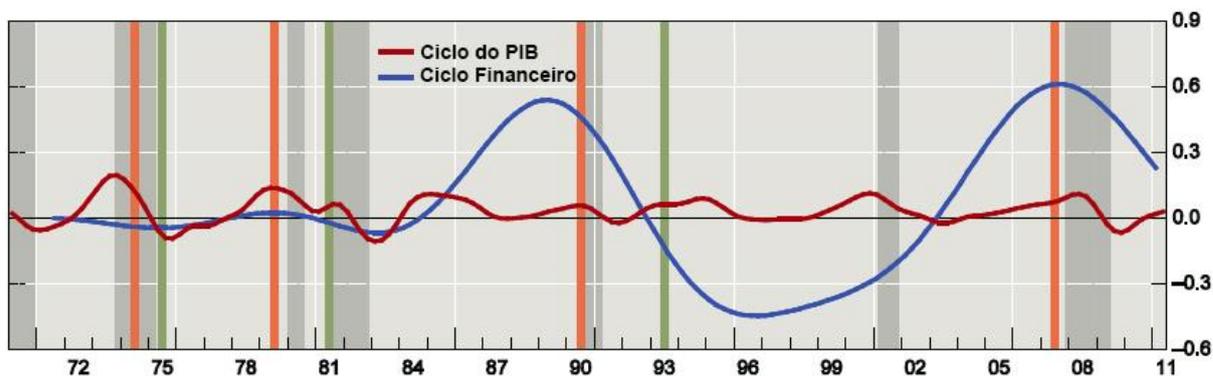
Já no próximo tópico, é abordada a relação existente entre o CF e os regimes político-institucionais, com o principal foco nas medidas liberalizantes ocorridas a partir dos anos 1980 nas economias mais maduras, como os Estados Unidos.

2.2 Ciclo Financeiro e Regimes Políticos Institucionais

Na relação entre CF e os RPI, três fatores são importantes: o regime financeiro, o regime monetário e o regime de produção. Os processos de liberalização financeira, principalmente a partir dos anos 1980, nas economias centrais, enfraqueceram as restrições nas condições de financiamento, o que potencializou a magnitude dos ciclos financeiros a partir de então, reforçando distorções nas percepções de valor e risco, nas atitudes de risco e nas condições de financiamento (BORIO, 2012).

O gráfico 3 representa essa tendência, onde se nota que os ciclos financeiros tornaram-se mais longos e profundos, a partir dos anos 1980, fato que reforça a ideia de que um contexto institucional liberalizante amplifica os efeitos do ciclo, distorcendo as percepções de risco e valor dos ativos.

Gráfico 3 Ciclo Financeiro e o Ciclo do PIB Estadunidense (1972 - 2011)²



OBS: As áreas sombreadas do gráfico representam períodos de recessão conforme definidas pelo NBER.

Fonte: Juselius, M. e Drehmann, M. (2012).

Como dito anteriormente, percepções de valor e risco são vagamente ancoradas e altamente procíclicas, tendem a cair durante a fase de expansão e a reverter seus cursos apenas durante as fases de retração. O comportamento procíclico das estimativas de probabilidade de *default*, estimativas de perdas por *default*, volatilidade e correlações são manifestações concretas desse padrão.

Incentivos aos agentes econômicos são inadequados para restringir suficientemente tais comportamentos durante a fase de expansão do ciclo. O principal problema é a linha entre racionalidade individual e os resultados agregados desejáveis. Muitas vezes, um agente pode perceber que tais medidas podem levar a um sério problema sistêmico no futuro, porém sua atitude não é o bastante para frear comportamentos de manada, já enraizados em todo o sistema econômico.

Horizontes curtos para medidas de risco tornam mais natural que se extrapole as condições correntes. Isto minimiza a tendência para medidas que revertam médias de longo prazo. E estes podem ser o resultado de diversas maneiras de se identificar o inevitável problema do agente, expresso entre aqueles agentes que fornecem os fundos de financiamento e aqueles que os concedem, na forma de repasses aos tomadores de crédito finais.

² As barras laranja e verde indicam os picos e os vales do ciclo financeiro medidos pela combinação no comportamento das séries de crédito, crédito em relação ao PIB e preço dos imóveis. A faixa cinza representa as recessões segundo o NBER.

Conforme as percepções de risco diminuem, as restrições de financiamento tornam-se mais brandas: fundos externos tornam-se mais baratos e amplos (há um excesso de liquidez de fundos) e a venda dos ativos torna-se mais fácil e mais barata (liquidez de mercado). Conseqüentemente, conforme ocorre o *Boom* financeiro, este se retroalimenta, gerando as condições para uma iminente reversão de tendência.

Enquanto as principais causas do “excesso de elasticidade financeira” têm como base o comportamento dos agentes, os regimes políticos também influenciam e determinam o grau da intensidade que as forças do CF se retroalimentam.

Para Borio (2014), em linha com as evidências disponibilizadas por BIS (2014 e 2015b), o “excesso de elasticidade financeira” é amplificado pela coexistência de sistemas financeiros liberalizantes com regimes monetários focados apenas no controle da inflação de médio prazo. Sistemas liberalizantes enfraquecem restrições de financiamento, portanto reforçam o acúmulo de desequilíbrios financeiros.

As autoridades não veem motivos para restringir as condições de financiamento enquanto a inflação de médio prazo mantém-se em níveis baixos e estáveis. Não é coincidência que o acúmulo desses desequilíbrios é mais provável em uma economia com um desenvolvido lado da oferta. O que coloca pressão para baixo na inflação, enquanto ao mesmo tempo fornece um terreno fértil para *Booms* financeiros, contanto que justifique as expectativas otimistas iniciais.

O resultado da combinação das forças do CF com um sistema econômico liberalizante é amplificá-lo. Este, incentivado por agressivos comportamentos de tomada de risco, infla resultados patrimoniais, mascarando o acúmulo de vulnerabilidades no Sistema Financeiro e na economia real, fornecendo materiais para subseqüentes crises sistêmicas.

O Sistema Financeiro Internacional amplifica essas crises de duas maneiras: por meio da interação entre diferentes regimes financeiros: na forma de mobilidade de capitais, através de diferentes moedas e fronteiras; e, através da interação de diferentes regimes monetários que se manifestam na forma de decisões de políticas monetárias nacionais que atravessam fronteiras (BORIO, 2014).

Para o autor, a interação de regimes financeiros pode sujeitar taxas de câmbio à sobrevalorização. A razão é a mesma que explica a sobrevalorização no mercado de ativos domésticos: a perda de percepções de valor e risco. No mercado de câmbio, isto toma uma série de formas específicas. Um exemplo disso é o uso de arbitragem e de estratégias de comércio momentâneas, objetivadas pela exploração de um prêmio futuro.

Já outra forma tem a impressão de riqueza ligada à apreciação da moeda, que encoraja tomadores de crédito a perseguir ativos com mais risco conforme os passivos em moeda estrangeira declinam (BORIO, 2014)³.

A interação de regimes monetários espalha políticas monetárias expansionistas de economias centrais para o resto do mundo e então aumenta o risco de desequilíbrios financeiros. Esse fato opera dentre dois mecanismos. Primeiro, indiretamente, através das resistências em se apreciar a moeda, o que pode refletir um receio de se perder competitividade no comércio internacional ou com uma possível reversão no aumento de fluxos de capitais e demanda por ativos em moeda doméstica. Como resultado, as autoridades monetárias mantêm as taxas de juros mais baixas do que seria o caso, e/ou intervêm no mercado de câmbio e investem os recursos em reservas de moeda estrangeira, pressionando para baixo o preço dos títulos de dívida estrangeiros. Segundo, diretamente, desde que o domínio de moedas internacionais extrapole suas próprias jurisdições nacionais. Este é o caso específico do Dólar Americano, por ser o principal componente nas reservas de moeda estrangeira dos mais variados países. Este papel além-fronteiras do dólar mostra que qualquer mudança na política monetária americana, administrada pelo Tesouro Americano (FED), tem uma fundamental influência nas condições financeiras de todo o sistema econômico.

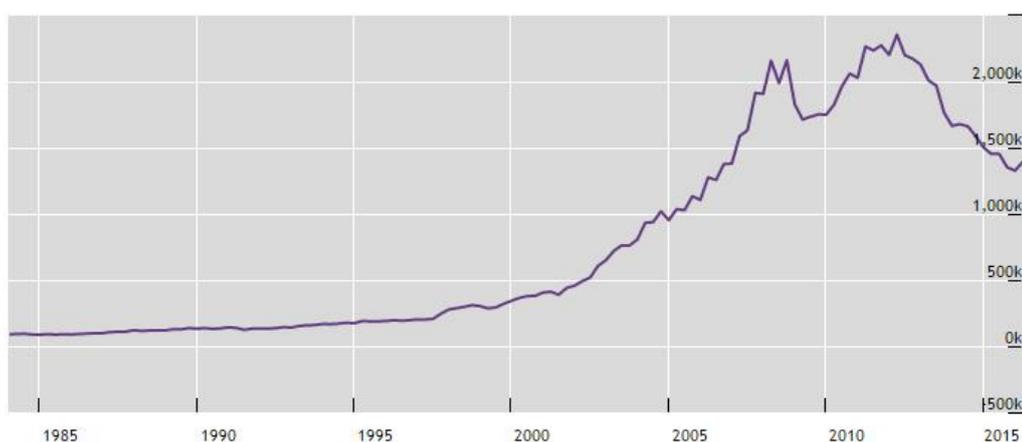
Em relação à forma como os regimes políticos influenciam o CF, podemos notar que a amplitude e a duração dos ciclos têm aumentado substancialmente, começando em meados dos anos 1980, devido à liberalização financeira e ao estabelecimento de regimes anti-inflação com credibilidade (DREHMANN e JUSELIUS, 2012; BORIO, 2014).

³ Ver Bruno e Shin (2014).

Além disso, a amplitude dos ciclos tem crescido ainda mais a partir dos anos 1990, com o estreitamento dos laços comerciais com a China e com a entrada de países do antigo bloco soviético nas rodas de comércio internacional.

O gráfico 4 mostra a tomada de crédito internacional de uma das economias mais afetadas pela grande crise de 2008-2009, o Reino Unido. É notável que o ápice da tomada de crédito internacional se deu no período pré-crise de 2006. Seguida por uma forte queda, esse nível foi superado logo após, em 2011, em mais um momento de crise, dessa vez, mais específico na zona do euro, com consequências até hoje.

Gráfico 4: Crédito Internacional Direto - Reino Unido, 1985-2015 (em US\$ bilhões).



Fonte dos dados brutos: www.bis.org (2016).

Mais uma questão a ser destacada, é que os desequilíbrios financeiros têm se tornado cada vez mais proeminente na economia global. Antes da crise, esses eram vistos principalmente nos países de economias avançadas, Estados Unidos, Reino Unido, Espanha e alguns países da área do Euro por exemplo. Devido ao tamanho dessas economias, isto também se refletiu no crescimento agregado do crédito internacional, que alcançou patamares historicamente altos em relação ao PIB mundial. Pós-crise, ao contrário, aquelas economias experimentaram recessões, com o crédito internacional diminuindo consideravelmente.

Conforme isso ocorria, muitas economias emergentes, assim como outras economias avançadas menos afetadas pela crise, tiveram vários sinais de acúmulos de desequilíbrios financeiros, que eram remanescentes daqueles vistos outrora nas economias avançadas e afetadas primeiramente pela crise. Com sintomas tais como: crescimento do crédito excedendo o crescimento do PIB; disparada no preço de propriedades; e, em diversos casos, uma participação exagerada do crédito externo.

O gráfico 5 explicita a forma como o crédito internacional vem aumentando a sua participação na tomada de crédito total caracterizado pela região tomadora. Uma tendência mais visível quando se observa o primeiro quadro, que representa um grupo geral de países tomadores. Outro ponto importante demonstrado no gráfico é a ampla participação dos países da América Latina, que desde os anos 2000 tem a participação da tomada de crédito internacional crescendo vertiginosamente.

Gráfico 5: Crédito Bancário Global Agregado (2000-2014), por Região Tomadora (US\$ trilhões)



OBS: As linhas verticais representam em 2007 o início da crise financeira global e em 2008 o colapso do Lehman Brothers

¹O agregado é uma amostra de 56 países reportados

² Total de crédito bancário concedido a tomadores não-bancários (incluindo o setor público), ajustes feitos incluindo vários componentes do *BIS banking statistics* para equiparar dados de diferentes moedas nacionais.

Fonte: Borio (2014).

Políticas monetárias expansionistas, tanto pré quanto pós-crise, bem como o sobre acúmulo de reservas em moedas estrangeiras também são apontados como fatores que influenciam na criação de desequilíbrios financeiros. O fato de a política monetária estadunidense influenciar as condições de financiamento do Sistema Financeiro Internacional mostra que taxas de câmbio não conseguem efetivamente isolar as nações de flutuações no mercado mundial. Este efeito é mais forte no mercado de títulos, tendo impacto também nas taxas de juros (BORIO, 2014). Por exemplo, as taxas de juros estadunidenses têm efeito nas políticas de juros estrangeiras, que devem ser pensadas muito além das condições domésticas. Além disso, um maior acúmulo de reservas estrangeiras mostra uma tendência contrária à apreciação das moedas domésticas.

Já no próximo tópico do capítulo, são debatidas as formas como os desequilíbrios financeiros causados pelo CF ultrapassam sua natureza financeira e influenciam o lado real da economia. Principalmente, em relação ao fator trabalho, e como o crescimento descontrolado do Setor Financeiro em um país pode comprometer a produtividade do trabalho e a produção econômica.

2.3 Distorções no lado real da economia

Um dos principais fundamentos da teoria econômica moderna é que a intermediação financeira atua na distribuição de recursos entre poupadores e tomadores de empréstimo, a fim de alocar eficientemente os recursos. Ou seja, o Sistema Financeiro é condição necessária para o crescimento econômico. Atualmente, as finanças não são mero produto do processo de desenvolvimento, mas seu propulsor. Este é um dos principais argumentos para o processo de desregulamentação.

Um Sistema Financeiro desenvolvido supõe reduzir custos de transação, aumentando o investimento direto no setor produtivo, bem como incrementando a distribuição de capital e riscos dentro da economia. Estes dois canais, operando no nível e na composição do investimento, são os mecanismos pelos quais o desenvolvimento financeiro aumenta o crescimento. Porém, a indústria financeira

compete por recursos com o resto da economia e necessita não só de capital físico, na forma de construções, recursos tecnológicos e assemelhados, mas trabalhadores altamente qualificados. Como resultado, esse setor absorve prováveis trabalhadores de outros setores (CECCHETTI e KHARROUBI, 2012).

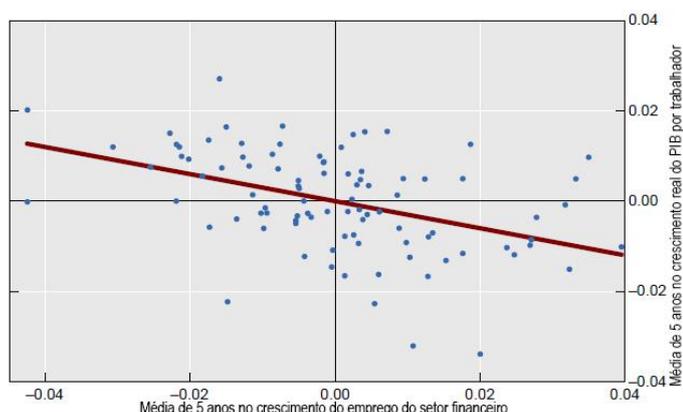
Um dos efeitos do CF é que este distorce o lado real da economia de diversas formas, causando má alocação de recursos, desequilíbrio setorial com base na superestimação de certos indicadores econômicos, elevando preços e gerando desvios nas percepções de risco dos agentes. Apenas nas fases de contração do ciclo é que os agentes percebem a superestimação causada pelos desdobramentos da fase expansionista, onde os recursos foram alocados de forma ineficiente, guiados pelas distorções de risco, distorções de resultados patrimoniais e distorções no comportamento dos agentes.

Segundo o Bank of International Settlements (2015b), *Booms* Financeiros tipicamente caminham lado a lado com más alocações de recursos significativas. Em particular, a mão-de-obra é desviada para setores com baixas perspectivas de crescimento na produtividade, em detrimento de setores que fariam um melhor uso desses recursos. Seus estudos indicam que a má alocação durante o período de forte expansão do crédito, de 2004 a 2007, reduziu o crescimento da produtividade anual do trabalho nos Estados Unidos em 0,2 pontos percentuais, na Itália em 0,4 na Espanha em 0,7 e na Irlanda em 1 ponto percentual.

Uma das principais medidas para o tamanho do Setor Financeiro de um país é a relação do Crédito Privado sobre o PIB. Segundo Cecchetti e Kharroubi (2012), países com essa relação partindo de um patamar baixo, à medida que ela aumenta, isso afeta positivamente o crescimento, porém, até um ponto máximo. A partir daí, incrementos nessa medida seriam um entrave para a produtividade, formando uma curva em formato de U invertido. Podemos usar, como exemplo, o caso da Nova Zelândia onde na primeira metade dos anos 1990 o crédito privado era menos de 90% do PIB e então aumentou consideravelmente, chegando a 150% no período pré-crise. Isso, segundo os pesquisadores, criou um entrave para o crescimento econômico do país. Outra questão importante a se avaliar, conforme os autores, são os impactos de um crescimento muito rápido do setor financeiro e a influência desse fenômeno no crescimento da produtividade.

O gráfico 6 mostra a correlação negativa entre o crescimento do emprego no setor financeiro de uma dada economia e o crescimento da produtividade.

Gráfico 6: Crescimento do Setor Financeiro x Crescimento da Produtividade⁴



Fonte: Cechetti e Kherroubi (2012).

Para ilustrar o fenômeno, os autores mostram dois casos extremos, como a Irlanda e a Espanha. Durante cinco anos, a partir de 2005, o emprego no setor financeiro cresceu a taxas de 4,1% e a 1,4% ao ano, enquanto a produtividade por trabalhador caía 2,7% e 1,4%, respectivamente. Isso porque o setor financeiro compete por recursos escassos, *Booms* financeiros nem sempre são pró-crescimento.

Segundo Cechetti e Kherroubi (2012), há uma necessidade em revermos a relação entre o lado financeiro e o lado produtivo da economia. Com base no gráfico percebe-se que muitas vezes “mais finanças” nem sempre resulta em “mais crescimento” ou, mais importante, em crescimento com estabilidade. Também, nota-se que um crescimento muito rápido do setor financeiro pode comprometer o crescimento ao nível agregado.

4 Representação gráfica de $\Delta y_{k,t+5,t} = \alpha + \beta_k + \gamma_0 \Delta fd_{k,t+5,t} - \delta y_{k,t} + \varepsilon_{k,t}$ no período de 1980-2009, onde $\Delta y_{k,t}$ é o logaritmo da produção por trabalhador no país k no ano t ; $\Delta y_{k,t+5,t}$ é a média do crescimento da produtividade por trabalhador no país k do tempo t ao tempo $t+5$; $\Delta fd_{k,t}$ é a média do crescimento no emprego do setor de intermediação financeira no país k do tempo t ao tempo $t+5$; β_k é um vetor *dummy* para os países; e $\varepsilon_{k,t}$ é o resíduo. Os países componentes da amostra, oriundos das bases de dados da OECD são: Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Coréia do Sul, Dinamarca, Espanha, Estados Unidos, Finlândia, França, Irlanda, Itália, Japão, Nova Zelândia, Noruega, Países Baixos, Portugal, Reino Unido, Suécia e Suíça.

Os ciclos financeiros afetam diretamente o gasto, através dos serviços da dívida e do impacto da alavancagem. Durante os períodos de expansão, aumentos nos preços dos ativos fomentam o valor das garantias, fazendo a tomada de empréstimos mais fácil. Ao mesmo tempo, mais dívida significa maiores encargos financeiros, especialmente taxas de juros, que limitam os gastos.

À medida que o preço dos ativos aumenta, o gasto alavancado/financiado também aumenta, o que pode compensar esse efeito. Porém, uma vez que o *Boom* financeiro perde força, desvalorizando os ativos e aumentando a alavancagem, então isto deixa mais dificuldades para indivíduos e empresas tomarem empréstimos, tornando-se motivo para ainda maiores encargos de dívida (BISb, 2015).

Após uma recessão financeira, leva tempo para o gasto se normalizar, mesmo que as taxas de juros caiam rapidamente, como ocorreu em 2008-2009 nos Estados Unidos. O fato é que altas dívidas costumam manter altos seus encargos financeiros, além de que a queda no preço dos ativos gera restrições de crédito que se flexibilizam lentamente.

De fato, a interação entre alavancagem e serviços de dívida explica a evolução do gasto americano no período após a Grande Crise Financeira. Outro ponto interessante é que, atualmente, as restrições de crédito parecem ser de menor importância para o investimento privado. Ao invés disso, estudos recentes do BIS (2015b) sugerem que o padrão internacional de crédito reflete um forte sentimento de incerteza sobre a evolução da economia.

A forte atividade de fusões e aquisições entre empresas endividadas, e (principalmente nos Estados Unidos) altos índices de recompra de ações, também apontam para uma condição financeira mais flexível, em especial para o setor privado. Empresas de alguns países, em sua maioria as pequenas, e em especial da zona do euro, ainda encontram restrições ao crédito bancário, mais que as do período pré-crise, embora já se note certa flexibilidade desde o ápice da crise.

Outra questão a se analisar sobre o impacto desses fenômenos no crescimento da economia tem a ver com o nível da dívida pública. O nível médio de Dívida Pública em relação ao PIB era esperado alcançar os 120% nas economias

avançadas até o final de 2015, muito acima do nível pré-crise de 75%. Alguns países têm níveis muito maiores, como por exemplo, nos casos de Japão (234%), Grécia (184%) e Itália (149%). A maioria dos países tem tomado medidas para estreitar posições fiscais com saldos por volta de 1,6% do PIB, mesmo assim não parecem sustentáveis em longo prazo (BIS, 2015b).

O fenômeno demográfico observado nas últimas décadas do aumento na expectativa de vida vem pressionando os níveis de dívida pública para cima, principalmente nos setores de previdência e saúde. Ao mesmo tempo, a arrecadação vem diminuindo, principalmente nas economias centrais, onde o crescimento da população economicamente ativa não consegue acompanhar a população de inativos. Despesas relacionadas à idade vão eventualmente pressionar a dívida pública para patamares maiores, mesmo a baixas taxas de juros.

O esperado peso da dívida pública pode atuar como um imposto no investimento privado e no emprego. O resultado disso será investimento mais baixo, menor crescimento e, para um dado nível de taxa de juros, menor retorno do investimento (BIS, 2015b). É importante entender que desvios dos padrões de longo prazo do endividamento e dos serviços da dívida influenciam significativamente o resultado real da economia. Os desdobramentos da economia americana desde a Grande Crise Financeira são um exemplo. No início dos anos 2000, os preços dos ativos estavam altos e as taxas de juros estavam baixas em relação aos níveis de endividamento, permitindo que indivíduos e corporações tomassem ainda mais empréstimos.

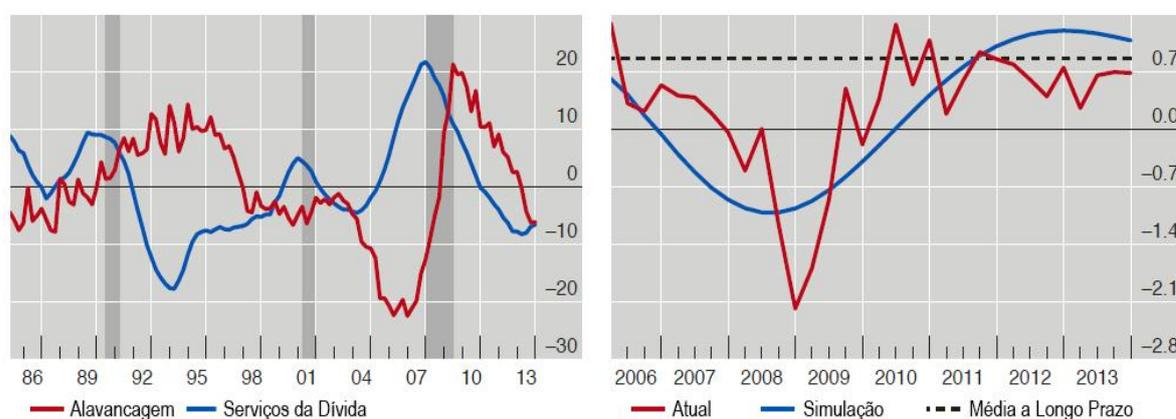
O crescimento no preço dos ativos ultrapassou o crescimento do crédito, mantendo a alavancagem agregada bem abaixo de seus valores de longo prazo, o que abriu ampla margem para o crescimento do crédito, que carregou consigo o aumento do consumo. Mas este fomento foi gradualmente compensado pelo crescimento negativo da renda disponível pelo aumento dos encargos de dívida, o que explica porque a produção americana, em meados dos anos 2000, cresceu a níveis regulares, a despeito do rápido crescimento do crédito.

Quando o *Boom* Financeiro perdeu fôlego, e o preço dos ativos começou a cair, a alavancagem agregada aumentou fortemente, restringindo a capacidade do

setor privado em tomar empréstimos, contribuindo para deprimir ainda mais o consumo e ocasionando uma severa recessão. A política monetária respondeu diminuindo as taxas de juros, o que gradualmente permitiu menores serviços de dívida, reduzindo o fardo sobre a demanda (BIS, 2015).

Gráfico 7: Alavancagem, Serviços da Dívida e o Comportamento do Gasto Público nos EUA

Painel A: Desvios da Alavancagem e dos Serviços da Dívida (1986 - 2013)⁵ **Painel B: Comportamento da Despesa (2006-2015)⁶**



OBS: As áreas sombreadas do gráfico representam períodos de recessão conforme definidas pelo NBER.

Fonte: Juselius, M. e Drehmann, M. (2012).

Os modelos construídos com base nos desvios da alavancagem e dos serviços da dívida das suas médias de longo prazo nos fornecem um bom instrumental para entendermos a trajetória da atividade econômica nos Estados Unidos durante e depois da última recessão. Assim, o modelo nos indica um ponto de reversão da crise, principalmente visto no painel B, com o crescimento da despesa voltando a seus patamares históricos apenas em 2012.

5 Alavancagem: Valor agregado da relação crédito-preço de ativos relativo aos valores de longo prazo, medidos pelos desvios da relação Crédito-PIB da relação de longo prazo com o preço real dos ativos. Serviços da Dívida: pagamentos dos serviços da dívida relativos a valores de longo prazo, medidos pelos desvios da relação Crédito-PIB de relação de longo prazo das taxas de empréstimos nominais.

6 O patamar simulado é baseado em um modelo VAR cointegrado estimado com dados do 1T de 1985 a 4T de 2004. A amostra também fornece o ponto de referencia para a média de longo prazo do crescimento da despesa. A Simulação começa do ponto de alavancagem e de serviços da dívida no 4t de 2005 e assume que as outras variáveis estão inicialmente no nível de suas médias de longo prazo. Em seguida ele traça o patamar de ajuste de volta ao equilíbrio sem nenhum choque externo.

Como visto no presente capítulo, torna-se cada vez mais atual o debate acerca do CF, além da necessidade em se atualizar a Teoria Macroeconômica Tradicional, absorvendo fenômenos financeiros e dando ênfase a Conta Financeira no Balanço de Pagamentos das economias nacionais.

Apesar de ser um fenômeno estritamente financeiro, descrito, em suma, como expansão insustentável na relação do crédito ao setor privado em relação ao PIB e no preço real dos imóveis. O CF influencia a expectativa dos agentes, distorcendo percepções de valor e risco dos ativos, criando um ambiente ainda mais favorável à alavancagem.

Por sua vez, seus efeitos e desdobramentos acabam por moldar o contexto institucional, gerando a perda de restrições financeiras e aumento na tomada de crédito internacional. Assim, as medidas político-econômicas tomadas por países centrais, e com um Sistema Financeiro maior e mais desenvolvido, têm consequências em diferentes lugares.

Os efeitos do CF são ainda mais devastadores quando se trata de países emergentes, onde o Sistema Financeiro, e mesmo as Instituições, não são tão desenvolvidas como nas economias centrais, causando maiores e mais profundas rupturas e desequilíbrios macroeconômicos.

3. PAÍSES EMERGENTES E O CICLO FINANCEIRO

A preocupação em se entender os fenômenos dos fluxos financeiros de capitais intensificou-se nas décadas recentes, principalmente a partir da última Grande Crise Financeira de 2008-2009. Isso levou os *policymakers* das principais economias mundiais a reconsiderar suas formas de atuação diante das consequências da crise, demonstrando o quão interligados estão os Sistemas Financeiros Nacionais atualmente. Isto acarreta em novos desafios político-econômicos especialmente para mercados emergentes, pois o fluxo bruto e líquido de capitais pode ser maior que seus mercados domésticos, e os desajustes macroeconômicos, bem como as mudanças nas perspectivas de valor e risco, tornam-se ainda mais profundas.

É com base nessas implicações que este capítulo procura abordar, logo na primeira seção, os principais determinantes que ora repelem, ora atraem os fluxos de capitais internacionais para economias emergentes. E de um modo geral, procura apresentar o que ocasiona tais fenômenos, e quais as suas principais consequências nos fluxos globais de capitais.

Já a segunda seção trata das políticas econômicas dos *policymakers* de países centrais, em resposta aos desdobramentos da última Grande Crise Financeira. Procura-se evidenciar como reagiram às consequências da recente recessão, que tipo de medidas foram adotadas e quais os objetivos perseguidos. Além de tentar entender que tipo de reações eram esperadas por parte dos agentes econômicos, e quais as principais consequências dessas medidas nos fluxos internacionais de capitais.

Na última seção, são discutidas as consequências das políticas expansionistas, o *Quantitative Easing* (QE) dos países avançados em mercados emergentes, e o que isto causa nos fundamentos macroeconômicos dessas economias de Sistemas Financeiros menores e menos desenvolvidos. Além disso, são analisadas as consequências ocasionadas nos estágios posteriores a essas medidas, principalmente por parte do Banco Central Estadunidense, quando começa a afunilar a expansão da sua base monetária.

3.1 Principais Determinantes dos Fluxos de Capitais Internacionais

Após os desdobramentos da Grande Crise Financeira de 2008-2009, o fluxo líquido de capitais para mercados emergentes tem sido mais volátil, guiado pela inconsistência na decisão de investidores internacionais. Grandes fluxos de capitais podem tornar ainda mais difícil para mercados emergentes a busca por crescimento sustentável a níveis controlados de inflação.

O fato é que como resultado dos fenômenos do CF, durante os períodos de *Boom*, pode haver uma enxurrada de capitais estrangeiros nas economias emergentes. Como consequência, há forte grau de alavancagem e valorização das moedas nacionais, ambos um grave sinal de futuras crises financeiras, conforme Gourinchas e Obstfeld (2012).

Afirmam também que os dois maiores indicadores de crises, tanto para economias avançadas, quanto para emergentes, são o aumento demasiado na oferta de crédito doméstico e a forte apreciação das moedas nacionais. Isso provoca vulnerabilidades financeiras, na forma de um alto grau de alavancagem, e vulnerabilidades reais, na forma de perda de competitividade internacional. Já o aumento demasiado na oferta de crédito geralmente provoca apreciação da moeda, sendo esses combinados ainda mais suscetíveis a provocar crises financeiras.

Além disso, os fluxos de capitais podem trazer sérias complicações macroeconômicas, comprometendo a independência de suas políticas econômicas, mesmo a taxas de câmbio flexíveis. A perspectiva de grandes influxos de capitais pode dissuadir os bancos centrais de aumentar suas taxas de juros, mesmo que justificados por alta inflação (devido a preocupações em atrair ainda mais capital, apreciando suas moedas) e por comportamentos de risco. O contrário também pode ocorrer, quando bancos centrais mantêm as taxas de juros altas para defender suas moedas e estancar a fuga de capitais, mesmo em face de uma retração econômica.

Segundo Nier, Sedik e Mondino (2014), a literatura tem se preocupado em elencar uma série de fatores que ora atraem, ora repelem os fluxos de capitais. Mais recentemente esta começou a explorar o papel dos ciclos financeiros globais na

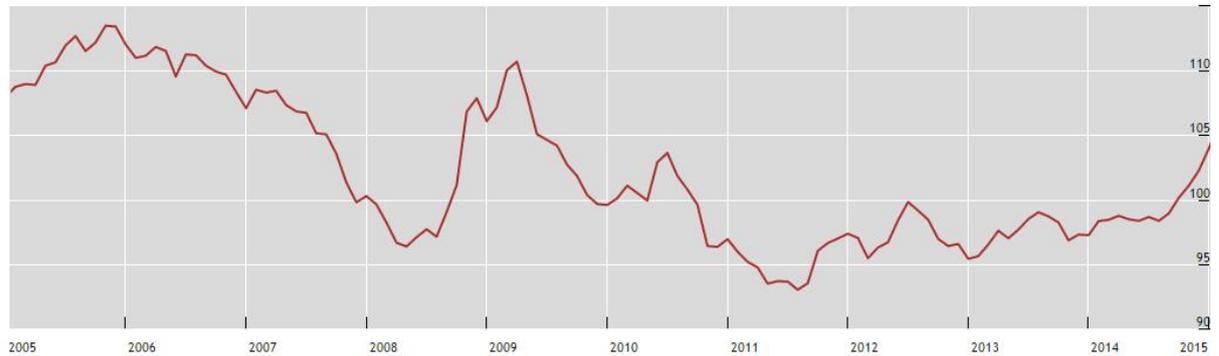
direção desses fluxos. Estes ciclos são caracterizados por movimentos comuns nos fluxos brutos de capital, na alavancagem e nos preços de ativos entre os países.

Uma ideia difundida em pesquisas recentes é que o CF global move-se conjuntamente a uma medida de aversão ao risco e à incerteza que leva como base a volatilidade esperada do índice *S&P 500* da bolsa de Chicago para os próximos 30 dias, o VIX. Este é influenciado pela política monetária americana, com políticas monetárias expansionistas associadas a um baixo valor do VIX, ou seja, quanto mais expansionista, menos volátil o mercado. Nesse contexto, afeta as variáveis financeiras, incluindo a alavancagem dos bancos internacionais e os fluxos de capitais para países emergentes, segundo Adrian e Shin (2010; 2012) e Bruno e Shin (2012; 2013).

Segundo Bruno e Shin (2014), o crescimento nos fluxos brutos de capital é associado ao aumento na alavancagem e ao tamanho do setor bancário, de forma geral. Quando as moedas domésticas apreciam, os resultados patrimoniais de empresas tomadoras de crédito externo tornam-se mais valorizados, resultando em um baixo risco de crédito, e, portanto, expandindo a capacidade bancária de empréstimos. Deste modo, o fenômeno de apreciação da moeda leva a um aumento na tomada de risco bancária. Este canal entre as mudanças nas percepções de risco e a valorização de ativos domésticos explica o elo entre taxas de câmbio e instabilidade financeira.

O gráfico 8 demonstra o forte movimento de depreciação do dólar estadunidense na época pré-crise, o que trazia como consequência a facilidade na tomada de crédito pelos bancos internacionais. Este fato desencadeou a ampla alavancagem dos bancos e o aumento nos passivos interbancários internacionais.

Gráfico 8: Taxa Real de Câmbio Estadunidense (2010=100)



Fonte: BIS (2016).

Episódios como a apreciação do dólar são associados à desalavancagem do Sistema Bancário Internacional e à contração nas condições globais de financiamento. A escassez de dólares durante crises tem recebido maior atenção, principalmente após os desdobramentos da Grande Crise Financeira de 2008-2009.

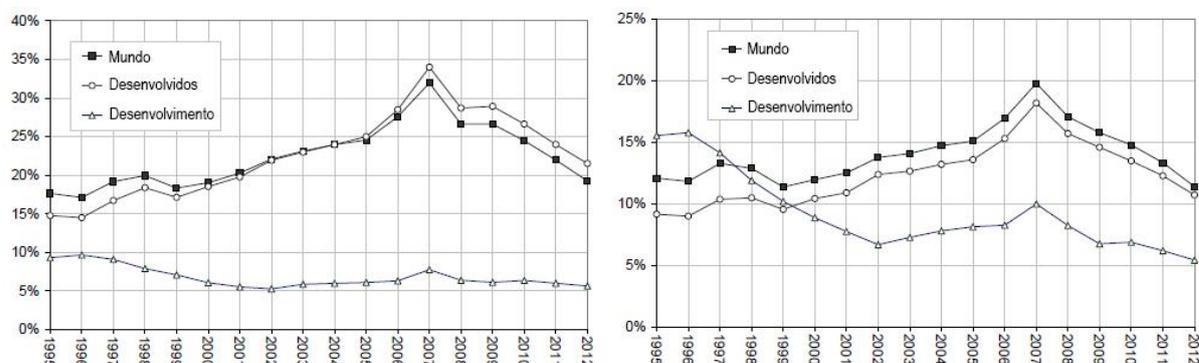
De fato, uma depreciação do dólar é associada à aceleração nos fluxos de capitais bancários. Sendo assim, tanto o nível de alavancagem bancária (que determina a taxa de quanto o aumento em um dólar no capital bancário é transformado em empréstimo), quanto a mudança na alavancagem (que determina o nível de empréstimo baseado no capital bancário existente ou infra-marginal) devem agir como determinantes de pressão nos fluxos de capital bancário (BRUNO e SHIN; 2013).

O gráfico 9 mostra que, concomitantemente ao forte movimento de depreciação do dólar estadunidense analisado no gráfico oito, este teve como consequência o aumento nos fluxos de capitais interbancários, principalmente no período pré-crise. Este movimento foi maior nas economias avançadas que viram seus sistemas bancários alavancarem-se abruptamente, para logo em seguida entrarem em um processo forte de contração, notado nos desdobramentos da Grande Crise Financeira.

Gráfico 9: Fluxos de Capitais Interbancários Internacionais por Região Tomadora

Painel A: Fluxos de Capitais Interbancários em Relação ao PIB (%)

Painel B: Fluxos de Capitais Interbancários em Relação ao Montante de Crédito Privado (%)



Fonte: Bruno e Shin (2014).

Ao analisar de forma geral os movimentos nos fluxos de capitais, Nier, Sedik e Mondino (2014) trazem à tona uma série de fatores determinantes na condução desses fluxos. O primeiro desses resultados mostra que o efeito do VIX tem como ponto de partida o seu nível. Quando este é alto, mudanças no indicador têm um grande efeito marginal nos fluxos de capitais. Porém, quando o seu nível é baixo, mudanças no índice não têm um efeito estatisticamente significativo. Nesta condição, determinantes específicos do país são mais importantes, ou seja, em tempos normais, países com sólidos fundamentos macroeconômicos, além de um sistema financeiro desenvolvido, atraem mais fluxos de capitais. Porém, quando o VIX é alto, torna-se o principal condutor dos fluxos em detrimento aos fundamentos macroeconômicos. Nesse caso diferenciais de taxas de juros são exceções importantes durante períodos de estresse.

Conforme argumentam Nier, Sedik e Mondino (2014), há pouco a se fazer para "domar" os fluxos de capitais para países emergentes. O fato é que em períodos "normais", os diferenciais de crescimento em relação às economias do G4 (Estados Unidos, Reino Unido, Japão e Zona do Euro), junto a outros determinantes, são importantes guias para os fluxos. Nesses tempos de baixa volatilidade de mercado, pequenas mudanças no VIX parecem não influenciar consideravelmente na força dos fluxos financeiros em relação a mercados emergentes, quando fatores específicos de atração desses países é que devem ser levados em consideração.

Ao contrário, em períodos de estresse, com alta volatilidade, e como consequência, com um VIX alto, o índice torna-se o determinante principal dos fluxos financeiros, guiando indiscriminadamente os capitais para fora dos mercados emergentes. Como consequência, a importância de fundamentos macroeconômicos específicos do país diminui, tais como: dívida pública, diferenciais de crescimento, entre outros.

Para Nier, Sedik e Modino (2014), os *policymakers* podem manter as taxas de juros altas, ou mesmo aumentá-las para tentar brechar essa fuga de capitais, e os resultados mostram que isso realmente ocorre. De fato, diferenciais de taxas de juros de curto prazo importam mais em tempos de crise, quando os horizontes dos investidores são mais curtos que em tempos normais, período em que as perspectivas de crescimento a longo prazo são mais importantes. O problema é que, enquanto taxas de juros altas ajudam a estancar a fuga de capitais estrangeiros, ao mesmo tempo prejudicam o nível de atividade doméstica.

Segundo os autores, países emergentes não conseguem ser eficazes em se isolar dos efeitos do CF global. Medidas incrementais não afetam materialmente os efeitos do VIX em períodos de estresse, o que é consistente com a noção de que os capitais conseguem burlar estas restrições. Apenas em contas de capitais efetivamente fechadas é que se conseguiria mitigar os efeitos do VIX. Isso demonstra que os países não conseguem se isolar definitivamente dos choques financeiros globais.

Além do mais, o desenvolvimento dos Sistemas Financeiros aumenta a potência do VIX como determinante dos fluxos de capitais. Conforme os mercados emergentes se desenvolvem, os fluxos podem, portanto, ser cada vez mais influenciados por fatores externos, ocasionando maiores tensões entre estabilização macroeconômica e estabilidade financeira, podendo prejudicar a independência da política monetária doméstica.

O Gráfico 10 procura relacionar os fluxos de capitais com o desempenho do índice VIX nos últimos anos, atentando para diversas datas-chave, que marcam movimentos abruptos, tanto no índice, quanto nos movimentos de capitais.

Gráfico 10: Fluxos de Capitais para Emergentes x VIX



*Média móvel de três meses.

OBS: Setembro de 2008, Quebra do Lehman Brothers. Maio de 2010, aumento das preocupações sobre a Grécia. Agosto de 2011, aumento das preocupações sobre a Espanha e a Itália. Maio de 2012, aumento das preocupações sobre os Bancos da Espanha e resultado das eleições na Grécia.

Fonte: Azhmed e Zlate (2013).

Como visto no gráfico 10, há forte correlação entre o índice VIX e os fluxos de capitais para países emergentes. Outra questão é a alta volatilidade percebida nos fluxos de capital e no índice. Isto demonstra que a amplitude e a consequência desses movimentos nos mercados emergentes é ainda mais profunda no período pós-crise, o que no gráfico é percebido a partir dos desdobramentos da última Grande Crise Financeira, com início na quebra do Banco Lehman Brothers em setembro de 2008.

Sendo assim, os mercados emergentes podem focar cada vez mais na resiliência de seus Sistemas Financeiros, criando medidas macroprudenciais. Isto pode incluir a cobertura com reservas internacionais, bem como a criação de suportes fiscais que possam ajudar os países a se precaver quanto às tormentas financeiras causadas por volumosos e voláteis fluxos de capital.

Nier, Sedik e Mondino (2014) procuram estender as pesquisas feitas até então sobre a influência do CF em mercados emergentes. Reforçam ideias consensuais, como a de que, em períodos de crise global, os agentes encurtam seus horizontes de investimento, tirando capitais de mercados emergentes. Mesmo

que eles estejam com fortes perspectivas de crescimento a longo prazo e detenham fundamentos macroeconômicos sólidos.

Já a influência das medidas político-institucionais dos países avançados na tentativa de recuperação econômica no período pós-crise será discutida na seção seguinte. Onde se procura analisar que tipo de medidas foram tomadas para enfrentar a falta de liquidez do Sistema Financeiro Internacional e reverter as expectativas dos agentes econômicos.

3.2 Políticas Contracíclicas em Países Avançados

Desde os desdobramentos da última Grande Crise Financeira, o Banco Central Americano tem procurado recuperar a economia estadunidense por meio de políticas monetárias altamente expansionistas. Assim, economias emergentes têm, há muito tempo, se deparado com grandes desafios, associados à alta volatilidade e ao volume dos fluxos de capitais internacionais. As últimas décadas são repletas de episódios de grandes reversões no movimento desses fluxos, o que frequentemente gera graves crises financeiras e recessões econômicas. Alguns exemplos notáveis podem ser associados às crises mexicana, em 1994, asiática em 1997, russa em 1998, entre tantas outras (POWELL, 2013).

Segundo o autor, há que se atentar para tais políticas monetárias expansionistas em países avançados e seus potenciais desdobramentos em economias emergentes como tentativas sem precedentes de recuperação econômica, tomadas à luz da última Grande Crise Financeira. A profundidade dessa crise e os desafios de uma lenta retomada nas economias nacionais exigiram dos *policymakers* atitudes agressivas, com o objetivo de cumprir seus mandatos.

Ainda nas palavras de Powell (2013), nos Estados Unidos, a atuação do FED é vinculada à manutenção do seu mandato dual, sendo dois os seus principais objetivos: perseguir a estabilidade no nível de preços e manter os níveis máximos de emprego. Como exigência do contexto pós-crise, o Tesouro Estadunidense cortou as taxas de juros básicos da economia estadunidense no final de 2008. E então se

valeu de duas ferramentas menos convencionais de política monetária, a fim de expandir a base monetária da sua economia.

A primeira delas é dirigida ao corte nas taxas de juros básicas da economia, com o objetivo de frustrar as expectativas dos investidores do setor privado para futuros patamares de alta nas taxas de juros de curto prazo. Outra orientação foi dada em relação às taxas de juros de longo prazo, a fim de aumentar o preço dos ativos, levando, portanto, a uma expansão na base monetária. Já a segunda ferramenta foram as grandes aquisições de ativos por parte do FED, com a, concomitantemente, redução nas taxas de juros de longo prazo e aumento no preço dos ativos.

Segundo Sánchez (2013), quando, no período pós-crise, o FED entrou no mercado para comprar ativos financeiros do setor privado, uma medida conhecida como flexibilização monetária, teve como objetivo a busca pela ampliação da liquidez geral da economia estadunidense. A intenção era manter as taxas de juros baixas, influenciando a expectativa dos investidores e, com isso, diminuindo as taxas de juros de longo prazo da economia, alavancando os investimentos no lado real da economia, resposta à grave recessão e ao forte aumento nas taxas de desemprego.

Powell (2013) afirma que, quando economias avançadas promovem políticas monetárias expansionistas em resposta a choques contrários, suas taxas de juros declinam, levando investidores a readaptar suas carteiras em busca de maiores rendimentos. Algumas realocações ocorrem domesticamente, mas alguns investimentos movem-se ao exterior, resultando em fluxos de capitais aos países emergentes. Em resposta, as moedas dos emergentes tendem a se apreciar e os preços dos seus ativos domésticos encarecem.

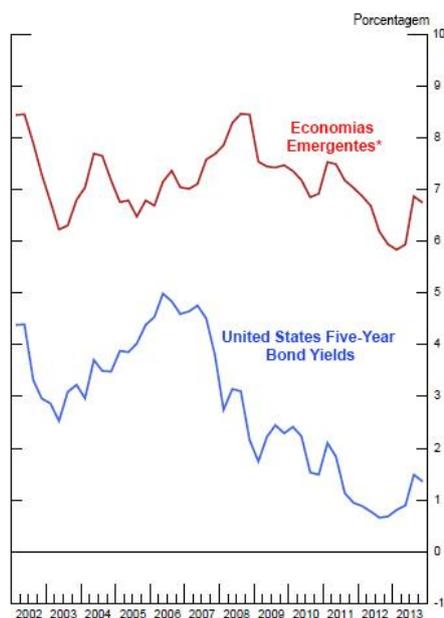
Segundo o autor, o FED não está sozinho na implantação de políticas monetárias expansionistas. Outros Bancos Centrais também fizeram uso desses mecanismos, no intuito de recuperar suas economias. O Banco Central Inglês engajou-se na aquisição de ativos e sinalizou corte em suas taxas de juros básicas. Já o Banco Central Japonês, um pioneiro no uso de políticas monetárias não convencionais, tem recentemente embarcado em um ambicioso programa de aquisição de ativos com o objetivo de combater a deflação. Além disso, o Banco

Central Europeu estendeu suas provisões de liquidez, oferecendo um prazo indeterminado de refinanciamento de suas operações de longo prazo. Sendo assim, desde o fim da crise, nota-se um movimento coordenado dos Bancos Centrais de mercados avançados em direção a políticas monetárias expansionistas, no intuito de estender suas bases monetárias nacionais, e assim se recuperar da grave recessão, além de manter a estabilidade no nível de preços.

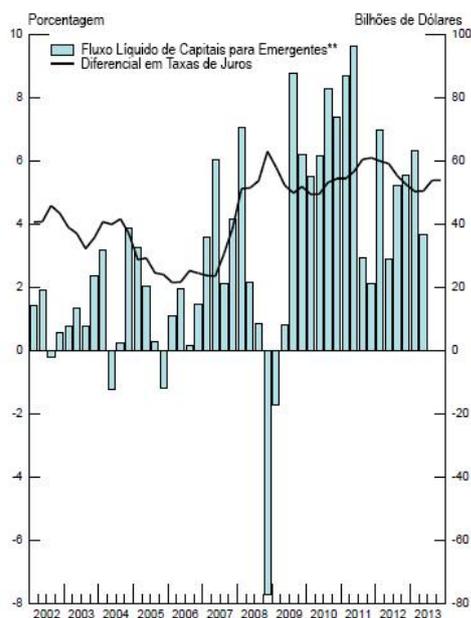
O gráfico 11 procura exemplificar os fenômenos retratados até então relacionados às políticas monetárias expansionistas no esforço das economias avançadas em se recuperar, expandindo suas bases monetárias. Nota-se que no Painel A, houve um forte movimento de queda nas taxas de juros dos títulos públicos americanos, expresso no gráfico como o *U.S. 5-Year Bond Yield*, título cuja tendência de queda mostra-se profunda desde 2008. Já o Painel B procura mostrar os fluxos líquidos de capitais a países emergentes, bem como os diferenciais nas taxas de juros de emergentes comparados aos EUA. Nota-se o aumento dessa tendência, a partir dos desdobramentos da última Crise Financeira, além de se perceber uma forte fuga de capitais em 2008, para, logo em seguida, haver uma profunda reversão de tendência, quando se fizeram valer os diferenciais em taxas de juros, servindo como um fator de atração de capitais estrangeiros, sempre que o contexto internacional apresenta sinais de estresse financeiro.

Gráfico 11: Taxas de Juros e Fluxos de Capitais em Emergentes

Painel A: Títulos Públicos Nacionais



Painel B: Diferenciais em Taxas de Juros (Emergentes x Estados Unidos)



* J P Morgan índice de Títulos Governamentais para Economias Emergentes, dívidas públicas em moedas locais.

** Dados dos Balanços de Pagamentos de: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Coréia do Sul, Filipinas, Índia, Indonésia, Malásia, Tailândia e Taiwan.

Fonte: Powel (2013).

Para Powell (2013), a partir desse forte movimento de capitais para mercados emergentes, mesmo ocasionando forte apreciação de suas moedas, podemos dizer que as políticas expansionistas dos países avançados não seguem a linha "empobreça seu vizinho". Isto porque, o consequente efeito de uma moeda valorizada nas exportações é mitigado pela demanda crescente do comércio internacional, ocasionado pela ampla liquidez do Sistema Financeiro Internacional.

Segundo o autor, tais políticas não devem restringir o crescimento ou mesmo o montante de exportações dos países emergentes. Porém, acabam por contribuir com os desequilíbrios financeiros, pois muitos emergentes têm um sistema financeiro pequeno e não muito desenvolvido, e grandes fluxos de capitais podem criar bolhas especulativas e uma expansão do crédito muito rápida.

Para Rey (2013), as condições monetárias em grandes centros financeiros como os Estados Unidos moldam o CF global via respostas endógenas à

alavancagem e à pró-ciclicidade dos fluxos de crédito internacional. Estes mecanismos de transmissão, sem entraves por causa das taxas de câmbio flexíveis, transformam a "Trindade Impossível" (Mundell-Fleming), onde não é possível ter, ao mesmo tempo, política monetária autônoma, mobilidade de capitais e taxa de câmbio fixa, em um dilema entre política monetária independente e livre mobilidade de capitais. Logo, os efeitos colaterais das políticas econômicas de países centrais em outros países não são, atualmente, internalizados.

De acordo com a autora, os *policymakers* dos Bancos Centrais desses países devem prestar mais atenção às políticas adotadas e as suas consequências para o resto do mundo. Um jeito prático de implementar isto, proposto por Eichengreen et al (2011)⁷ seria, para um pequeno grupo de *policymakers*, reunir-se regularmente sob a Comissão do Sistema Financeiro Global do Banco de Compensações Internacionais (BIS). Este grupo discutiria e avaliaria as implicações de suas políticas econômicas na liquidez global, na alavancagem, na exposição, e na adequação de seu capital conjunto do ponto de vista dos preços globais, da produção e da estabilidade financeira. Eles poderiam emitir um breve relatório discutindo compromissos políticos e inconsistências internacionais. Com o tempo, poderia ao menos ajudar a entender melhor essas questões complexas do Sistema Financeiro Global, e também estimular mais pesquisas nessas áreas, podendo encorajar algumas autoridades monetárias a internalizar alguns desses efeitos colaterais de suas medidas político-econômicas.

Segundo Rey (2013), os desafios políticos dessas alternativas são óbvios: a cooperação internacional pode entrar em conflito com objetivos domésticos. Por exemplo: estabilidade financeira internacional e metas de atividade doméstica e de inflação podem se confrontar, pelo menos em curto a médio prazo. Além disso, gerenciar a demanda agregada nas economias centrais também tem importância para a atividade econômica do resto do mundo. É fácil perceber a complexidade dessas questões de cooperação internacional.

Contudo, para Powell (2013), esses desdobramentos não parecem ter sido causados unicamente pelas percepções das políticas expansionistas do FED e dos países avançados na fase de recuperação pós-crise. Como notado, o crescimento

⁷ Ver Eichengreen (2011).

em alguns países emergentes tem diminuído em comparação a patamares anteriores, o que pode ter levado certos investidores a repensar suas posições.

Para o autor, isso pode marcar uma mudança de sentimento em relação ao grupo dos países emergentes, pois frente a um período anterior de forte crescimento, esses estariam, agora, focados nas vulnerabilidades de suas economias. O preço de ativos tem caído consideravelmente mais em economias com grandes déficits em conta corrente, alta inflação e problemas fiscais, do que em economias emergentes com sólidos fundamentos macroeconômicos.

A próxima seção procura enfatizar as consequências, em mercados emergentes, dessas medidas de países avançados analisadas até então, bem como analisar as medidas contracíclicas adotadas por emergentes, no objetivo de se proteger quanto aos movimentos nos fluxos globais de capitais e aos desequilíbrios financeiros e macroeconômicos causados por esses fenômenos.

3.3 Consequências do *Quantative Easing* (QE) em Países Emergentes

Decisões tomadas em países de mercados financeiros desenvolvidos influenciam os ânimos de investidores do mundo inteiro, e, como não seria diferente, refletem nos fluxos globais de capitais em mercados emergentes. Como efeito das medidas tomadas nesses países, os mercados emergentes viram-se em um contexto de forte recepção de capitais estrangeiros, e gerando com isso uma série de efeitos e desafios para seus mercados domésticos.

É com base nesses efeitos que essa seção procura discutir tais questões na ótica dos países emergentes, onde, no período pós-crise, esses receberam volumosos fluxos de capitais estrangeiros, em busca de maiores retornos em seus investimentos, haja vista a forte depreciação das moedas internacionais, principalmente o dólar estadunidense.

Segundo Sanchez (2013), a recente expansão monetária conferida aos países centrais não tem paralelo na história, e suas repercussões ainda estão sendo entendidas. Além do mais, indicadores recentes do FED dão conta de que tais

políticas econômicas acarretam uma série de efeitos colaterais e trazem à tona questões específicas em relação à natureza dessas medidas e aos estágios seguintes dessa estratégia de recuperação econômica.

Segundo Ahmed e Zlate (2013), durante o período pós-crise, emergentes empregaram um conjunto de políticas contracíclicas, enfrentando um refluxo de capitais advindos das economias avançadas já em recuperação. Boa parte desses países permitiu a apreciação de suas moedas, porém até certo ponto, intervindo no mercado de câmbio. Já outros *policymakers* acusam as políticas expansionistas do FED, através de uma compra maciça de ativos, de serem responsáveis pelo excessivo fluxo de capitais para suas economias, criando assim efeitos colaterais.

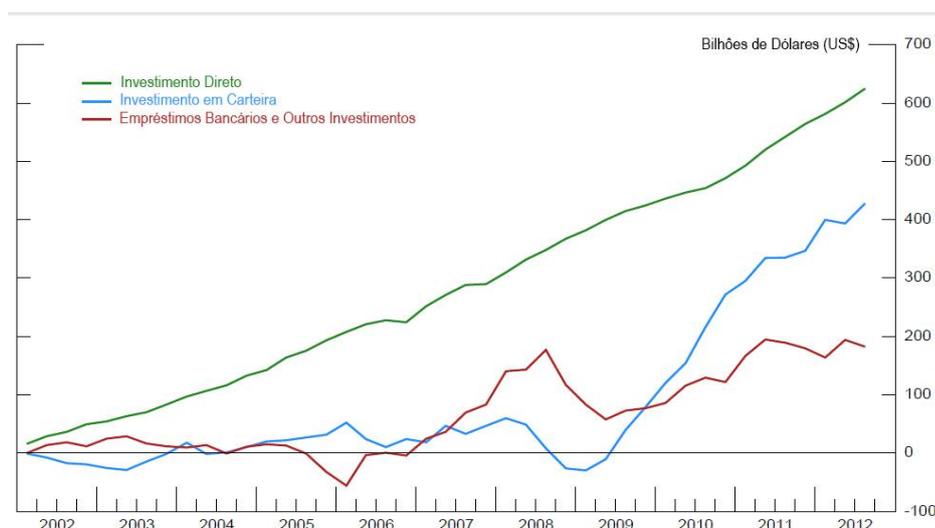
Conforme Powell (2013), o *Quantitative Easing* (QE), usado pelos países avançados na tentativa de recuperação econômica pós-crise, é visto como medida para fomentar o gasto privado e os níveis de emprego, enquanto mantém as expectativas de inflação. Já os canais domésticos de transmissão devem envolver: em primeiro lugar, um aumento nas percepções de riqueza dos consumidores através do aumento no preço dos ativos; em segundo lugar, um reequilíbrio das carteiras dos investidores em direção a ativos que são substitutos imperfeitos daqueles adquiridos pelo Banco Central Estadunidense, geralmente com maiores retornos associados ao risco, portanto, tornando os fundos mais baratos em diversas áreas. E, por último, devem sinalizar que a política econômica continuará mantendo as taxas básicas de juros baixas e por um período extenso, contribuindo para o achatamento da curva de rendimentos. Tais medidas tiveram profundo impacto nas economias emergentes, em diferentes níveis. Em particular, a ampla liquidez global e a busca por rendimentos transformaram-se em um *boom* financeiro para uma série de classes de ativos, incluindo títulos públicos domésticos, moedas nacionais, empréstimos ao setor privado, mercado de ações e mercado imobiliário.

Powell (2013) afirma que o mais duradouro e difundido efeito em mercados emergentes foi a reversão em tendência de queda nas curvas de rendimentos, em conjunto com as dos Estados Unidos. Este movimento empurra as taxas de juros domésticas a níveis historicamente baixos.

Seguindo o raciocínio, um importante mecanismo de transmissão para *Booms* Financeiros em mercados emergentes foi o aumento nos fluxos de capitais mantidos por não residentes, tendência observada desde 2010. Embora esses fluxos anuais não sejam fatos inéditos, desta vez sua persistência, e sua composição, caracterizada por uma mais alta proporção de fundos de investimentos, diferem de períodos pré-crise.

No gráfico 12, pode-se perceber o efeito das políticas econômicas expansionistas no fluxo de capitais para emergentes. O aumento desses fluxos é maior nos investimentos em carteira. Já os empréstimos bancários atingem um patamar superior, mas não acompanham essa alta notada nos ativos em carteira.

Gráfico 12: Fluxos Acumulado de Capitais para Países Emergentes (2002- 2012)



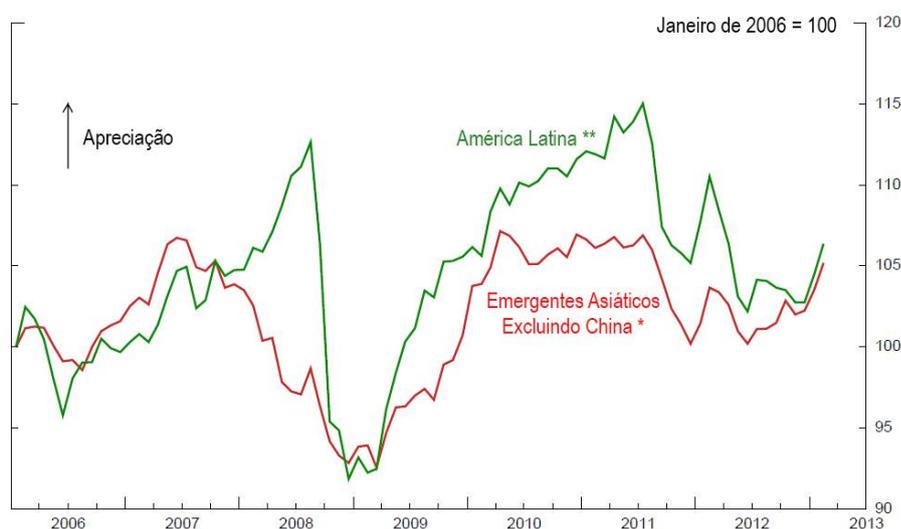
OBS: Países incluídos: Argentina, Brasil, Colômbia, Coréia do Sul, Índia, Indonésia, Malásia, Filipinas, Taiwan e Tailândia.

Fonte: Azhmed e Zlate (2013).

Para Powell (2013), apesar desse aumento nos fluxos de capitais para emergentes ser facilmente associado às políticas econômicas expansionistas dos países centrais. Não há como negar que aspectos como a perspectiva de crescimento, a estabilidade financeira e a maturidade de seus mercados financeiros sejam características importantes desses mercados receptores.

Conforme o autor, a informação disponível confere que, como regra geral, os fluxos de capitais não resultam em desequilíbrios financeiros a países emergentes. Por exemplo, a maioria desses manteve as relações relativamente estáveis: Conta Corrente, Dívida Pública, Dívida Externa e crédito ao setor privado, em relação ao PIB. Mesmo assim, há vulnerabilidades em alguns países, como significativas exposições em taxas de câmbio, bem como indicativos de superaquecimento e excesso de crédito, além de algumas informações adicionais de que, no decorrer do tempo, mais países possam ser afetados.

Gráfico 13: Taxa de Câmbio Real em Mercados Emergentes



OBS: Países incluídos: Argentina, Brasil, Colômbia, Coreia do Sul, Índia, Indonésia, Malásia, Filipinas, Taiwan e Tailândia.

Fonte: Azhmed e Zlate (2013).

O Gráfico 13 procura demonstrar essas distorções nas taxas de câmbio dos países emergentes, com foco nos efeitos gerados a partir do QE adotado nos países avançados. Conforme Powell (2013), alguns países sofreram maiores distorções que outros, fato explícito no gráfico, onde se percebe que a volatilidade nos países do grupo latino é maior que nos asiáticos, tendência apenas não percebida no ápice da Crise Financeira, em 2008, quando ambos os grupos sofreram na mesma intensidade uma depreciação real de suas moedas.

Já Bernanke (2013) afirma que países industrializados estão mais preocupados em perseguir um nível de demanda agregada interna ajustada à estabilidade de preços e ao retorno ao pleno emprego. De outra forma, mercados emergentes devem atentar, também, a outros objetivos durante períodos de profundos desequilíbrios financeiros. Primeiro, pelo fato de que muitos deles, nas últimas décadas, usaram uma estratégia de industrialização via aumento das exportações, estes podem sentir mais os impactos de medidas expansionistas em economias avançadas, que causam apreciação de suas moedas e conseqüentemente restringem suas exportações. Segundo, porque muitos mercados emergentes possuem Sistemas Financeiros pequenos e menos desenvolvidos que os padrões globais, mas são abertos a investidores estrangeiros, e isso os torna mais vulneráveis a bolhas especulativas e a desequilíbrios financeiros causados pelo aumento e pela volatilidade dos fluxos de capitais.

O fato é que a excepcionalidade de uma política monetária expansionistas por parte do FED e de outros países avançados não pode ser indefinidamente sustentável, conforme os custos e os riscos envolvidos possam aumentar e superar os benefícios. No mais, a decisão de afunilar essas medidas dependerá de uma melhor perspectiva econômica estadunidense, que deve beneficiar o resto do mundo, incluindo os mercados emergentes. E, por fim, este afunilamento deve facilitar os ajustes econômicos internos de mercados que vêm sofrendo desequilíbrios financeiros, que ao menos em parte, são consequência da abundância de fundos estrangeiros gerados pelo QE dos países avançados.

O autor ainda afirma que o cenário futuro para mercados emergentes deve ser marcado por incerteza. Os sucessivos estágios do QE, principalmente por parte dos Estados Unidos, implicam em futuras reversões de tendência, não necessariamente suaves, no preço dos ativos. Ao mesmo tempo em que os fluxos de capitais do exterior devem tornar-se muito mais escassos e mesmo exibir um estancamento repentino.

Ainda assim, Powell (2013) concorda que ajustes nos investimentos em carteira devem afetar os mercados emergentes diferentemente, de acordo com os fundamentos específicos de cada um. Em geral, é razoável esperar que países com melhores fundamentos macroeconômicos e com perspectivas de crescimento

sofram menos que aqueles caracterizados por desequilíbrios financeiros, maior dependência de capitais estrangeiros, superaquecimento dos mercados domésticos ou mesmo por bolhas especulativas.

Para Eichengreen e Gupta (2013), há pouca evidência de que países com fundamentos macroeconômicos mais sólidos foram recompensados com menores quedas nas suas taxas de câmbio, nas suas reservas estrangeiras ou mesmo nos preços das suas ações. O que importou mais foi o tamanho de seus mercados financeiros. Investidores procurando reequilibrar suas carteiras concentraram-se em mercados emergentes com sistemas financeiros maiores e mais líquidos. Ou seja, aqueles mercados onde podem se desfazer de seus ativos mais facilmente e sem incorrer em grandes perdas e, também, onde há um maior escopo para reequilibrarem suas carteiras.

Além disso, para os autores, os maiores impactos do afunilamento das políticas expansionistas nos mercados centrais foram sentidos pelos países que permitiram as suas taxas de câmbio se apreciar dramaticamente. Semelhantemente, encontraram maiores impactos em países que permitiram que suas Contas Correntes acumulassem maiores déficits durante os períodos de recepção dos fluxos de capitais. Países que adotaram medidas (e em alguns casos, talvez, tenham contado com a sorte) que permitiram a eles limitar a apreciação de suas moedas e o crescimento do déficit em Conta Corrente, no período de expansão, sofreram menores reversões.

Como visto no presente capítulo, existe uma série de fatores determinantes na condução dos fluxos de capitais. Em períodos de normalidade no Sistema Financeiro Global, os principais aspectos têm a ver com os fundamentos macroeconômicos, com as perspectivas de crescimento e com a estabilidade institucional de cada mercado. Porém, em períodos de estresse, as perspectivas dos investidores são encurtadas, e a aversão ao risco leva os fluxos de capitais aos mercados financeiros centrais, mesmo que os retornos sejam menores. E, como analisado anteriormente, nesses períodos, o principal condutor, demonstrado pelos autores, é o VIX. Sendo assim, em períodos de estresse, os países avançados procuraram expandir suas bases monetárias por meio de medidas expansionistas

como o QE nas suas recuperações pós-crise, no intuito de fomentar a demanda agregada interna.

Tal medida ocasionou uma série de consequências aos países emergentes, que sofreram um aumento nos fluxos de capitais estrangeiros. Em consequência, suas moedas apreciaram e seus ativos se valorizaram.

É com base nesses fenômenos e nesses desafios, que o seguinte capítulo tem como objetivo analisar quais medidas macroprudenciais seriam mais adequadas para conter ou mitigar o efeito do CF em mercados emergentes. Além disso, o capítulo abordará os arranjos institucionais adequados para situações de *Boom* Financeiro e para as decorrentes recessões, que cada vez mais desafiam os *policymakers* desses mercados sujeitos às decisões de políticas econômicas dos países centrais.

4. ARQUITETURA FINANCEIRA INTERNACIONAL

A recente crise financeira testou os limites dos modelos convencionais de precificação de ativos e de avaliação de risco. Ideias com base na teoria dos mercados eficientes mostraram-se incapazes de explicar suficientemente a dinâmica dos ciclos financeiros. Alguns teóricos agora clamam por políticas contracíclicas típicas dos anos Pós-Guerra, defendendo uma maior regulação dos mercados financeiros e, além disso, o realinhamento do ambiente institucional internacional aos moldes do Acordo de Bretton Woods (CUNHA, 2013).

Com isso, os desdobramentos da última Grande Crise Financeira têm gerado um intenso debate entre acadêmicos e *policymakers*. Aqueles que até então defendiam modelos de liberalização financeira e de desregulamentação dos diversos mercados do lado real da economia começaram a rever suas posições em nome de um intervencionismo pragmático. Um exemplo é o caso do economista Paul Volcker, antigo Chairman do Banco Central estadunidense nos Governos Richard Nixon e Ronald Reagan. Ele, segundo Papadimitriou (1996 apud Mikesell, 1996) argumentou a favor de um Sistema Financeiro Internacional em que as taxas de câmbio pudessem ser novamente regulamentadas, não podendo flutuar livremente, mas em torno de uma série de intervalos definidos.

É com base nestas observações iniciais que o presente capítulo procura abordar, na primeira seção, as tentativas de arranjos internacionais na busca por estabilizar o Sistema Financeiro e Monetário. As tentativas históricas mais importantes, datadas do Século XX, são descritas, a seguir, com o objetivo de contextualizar o debate, sendo a principal delas o Acordo de Bretton Woods. Proposto pelas nações vitoriosas na Segunda Guerra Mundial, este tinha como principal objetivo a reconstrução e o desenvolvimento econômico dos países mais afetados pela guerra.

A primeira seção retoma a trajetória histórica do Acordo de Bretton Woods. Procura descrever o contexto histórico da época, e o ambiente institucional criado para o seu pleno funcionamento, além de retratar o conjunto de regramentos ao qual as nações participantes foram submetidas.

Já a segunda seção objetiva retratar a derrocada do Acordo de Bretton Woods e as novas condições Financeiras e Monetárias apresentadas a partir de então, bem como as consequências macroeconômicas desse novo ambiente institucional e a mudança nas condições de financiamento externo.

Por conseguinte, passadas as tentativas de reforma na Arquitetura Financeira Internacional, as novas condições financeiras e monetárias internacional, a última seção trata das principais medidas macroprudenciais utilizadas pelas economias nacionais para amenizar os efeitos do CF. Também procura analisar quais os princípios que devem basear a aplicação e o desenho desses instrumentos para melhor atingir os objetivos propostos pelos *policymakers*. Além disso, atenta para possíveis efeitos colaterais que as suas implementações possam causar na expectativa dos agentes e nos indicadores macroeconômicos em questão.

4.1 O Acordo de Bretton Woods

Formulado no pós-guerra, o Acordo de Bretton Woods talvez seja um dos fatores mais marcantes da chamada era de ouro do capitalismo, onde imperava uma combinação virtuosa de taxas elevadas de crescimento econômico e níveis reduzidos de desemprego e inflação. Este período difere substancialmente dos 25 anos que o antecederam, que fora marcado pela instabilidade financeira, pela Grande Depressão e pela profunda desorganização social (CUNHA, 2002).

Ainda nas palavras do autor, tal período marcou o fim da era do liberalismo inglês, caracterizado pela hegemonia britânica da política do *Laissez-Faire* e da expansão das finanças internacionais sob os regramentos do padrão ouro. Os traumas oriundos desse período influenciaram as bases da democracia representativa do Século XX, condicionando a perspectiva dos contemporâneos em se controlar o CF para garantir estabilidade social e política.

Assim, a falta de crença quanto às propriedades autorreguladoras dos mercados e a força das ideias de planejamento e intervenção do Estado na economia foram moldando o ambiente intelectual e político, criando os moldes do

Acordo de Bretton Woods, e por consequência, fazendo nascer uma nova ordem financeira internacional. Esta tinha como objetivo combinar a estabilidade propiciada pelo regime de câmbio fixo do padrão ouro com a flexibilidade requerida pelos governos nacionais, que, dado o novo ambiente político, passaram a assumir como dever a manutenção do pleno emprego. Buscou-se um meio termo entre a estabilidade do período entre-guerras e a rigidez do padrão ouro. Os países signatários do Acordo poderiam ampliar a margem de flutuação de suas moedas frente ao dólar, sempre que algum "desequilíbrio fundamental" nas contas externas ocorresse (EICHENGREEN, 2000).

Um dos idealizadores do Acordo de Bretton Woods, Keynes, tentou reproduzir, no plano internacional, uma arquitetura institucional que traduzisse suas preocupações em limitar o poder desestabilizador das finanças. No cerne de sua proposta estava a criação do Banco Central (Clearing Union), capaz de emitir e gerir uma moeda internacional (Bancor). Caberia a essa instituição regular a liquidez internacional, de modo a estabilizar os padrões de pagamento, minimizando o risco de desvalorizações/valorizações excessivas das moedas domésticas. Em oposição a essa proposta estavam os Estados Unidos, que defenderam um modelo reduzido, no qual o dólar manteve sua posição de moeda-chave (CUNHA, 2013).

Eichengreen (2000) afirma que, para alguns, Bretton Woods foi um componente essencial da idade de ouro de crescimento no pós-guerra. O acordo proporcionou um grau de estabilidade admirável nas taxas de câmbio, comparado à volatilidade nos períodos precedente e subsequente. Acabou com os problemas nos pagamentos, permitindo a expansão, sem precedentes até então, no comércio e nos investimentos internacionais, que alimentaram o crescimento do período.

Já outros teóricos são mais pessimistas em relação à influência do Acordo no crescimento do período. Afirmam que foi consequência, ao invés de causa, do crescimento acelerado do período. Para esses autores, os governos restringiram os movimentos internacionais de capital durante todos os anos em que vigorou o Acordo, e os investimentos estrangeiros ocorreram apesar de, e não por causa das implicações de Bretton Woods na mobilidade do capital internacional.

Eichengreen (2000) ainda mostra que o Sistema de Bretton Woods afastou-se em três aspectos fundamentais do padrão ouro-divisas. O câmbio fixo tornou-se ajustável, sujeito a condições específicas. Aceitavam-se controles para limitar os fluxos internacionais de capital. E uma nova instituição, o Fundo Monetário Internacional, foi criada para monitorar as políticas econômicas nacionais e oferecer financiamento para equilibrar os Balanços de Pagamentos de países em situações de risco.

Nas palavras de Mikesell (1996), o FMI e o Banco Mundial foram criados para ajudar a evitar as condições caóticas do Sistema Financeiro que prevaleceram durante os anos 1930. Além disso, teriam como objetivo facilitar a transição ao Sistema Econômico do pós-guerra, que seria caracterizado por taxas de câmbio estáveis, ausência de restrições no comércio internacional, disponibilidade de capitais para o financiamento da reconstrução de nações castigadas pela guerra, e, por fim, para financiar o desenvolvimento dos países mais pobres.

Ainda conforme Mikesell (1996), o Fundo Monetário Internacional tinha a missão de promover uma nova Ordem Monetária Internacional, reforçando e implementando normas de governança acerca das taxas de câmbio e das transações comerciais, além de prover assistência aos países por meio destas regras. Já o Banco Mundial tinha a missão de reduzir a pobreza mundial e auxiliar o desenvolvimento econômico, fomentando os fluxos de capitais públicos e privados a essas nações necessitadas.

Com relação ao Acordo, de uma forma geral, estas inovações institucionais tinham como motivo as preocupações que os formuladores de política tinham herdado das décadas de 1920 e 1930. O câmbio ajustável era um instrumento para eliminar déficits no Balanço de Pagamentos - uma alternativa aos aumentos deflacionários nas taxas de redesconto dos Bancos Centrais, algo que se revelara doloroso no período entre-guerras.

Para Eichengreen (2000), os controles foram concebidos de maneira a evitar a ameaça em que se constituíam os fluxos de capital voláteis, que se revelaram desestabilizadores nas duas décadas entre-guerras. E o FMI, dispondo de recursos financeiros, poderes de monitoração e uma cláusula de escassez de divisas, tinha

condições de penalizar os governos responsáveis por políticas que desestabilizassem o Sistema Econômico, além de oferecer compensações aos países afetados negativamente.

O autor ainda afirma que, em princípio, esses três elementos do Acordo de Bretton Woods eram mutuamente complementares. Taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis, eram possíveis somente porque os controles de capital protegiam os países que buscavam defender suas moedas frente aos fluxos de capital desestabilizadores, assegurando o espaço de manobra necessário para ajustes incrementais. Os fundos do FMI eram recursos extras de defesa para os países empenhados em manter o câmbio fixo em face das pressões de mercado. E a monitoração do Fundo desencorajava mudanças em paridades e controles que pudessem resultar em aproveitamento indevido do sistema.

Para Cunha (2013), a crise do Sistema Bretton Woods foi abrindo espaço ao retorno de uma ordem liberal nas finanças, com o enfraquecimento do poder regulatório estatal, e a expansão do capital financeiro no mercado internacional, dentre outros fatores. Sob o ponto de vista dos países em desenvolvimento, destaca-se o caráter cíclico dos fluxos de capitais e suas contradições. Períodos curtos de euforia financeira, com forte crescimento econômico e com relativa estabilidade, eram seguidos por fortes crises financeiras e elevadas flutuações de indicadores macroeconômicos. O notável é que poucos países emergentes conseguiram benefícios econômicos que superassem os custos derivados da instabilidade financeira associada ao processo de integração financeira.

Para o autor (Cunha, 2002), tal instabilidade sistêmica, que ganhara força após a ruptura do Acordo de Bretton Woods, é um ponto em comum dentre diversas interpretações não ortodoxas, que veem com desconfiança a forte desregulamentação financeira e os processos de liberalização irrestrita dentro do capitalismo. Com isso, uma série de autores ortodoxos vem incorporando estes efeitos colaterais até então negligenciados pela teoria econômica tradicional em seus modelos predecessores de crise.

Segundo o autor, para se explicar as crises cambiais, os modelos convencionais desenvolvidos ao longo das últimas três décadas tenderam a

ênfatizar o desequilíbrio nos fundamentos fiscais e/ou as inconsistências temporais na condução da política econômica. Tanto os modelos de primeira geração, quanto os de segunda geração, não foram capazes de internalizar adequadamente os fatos que marcaram as sucessivas crises financeiras dos anos 1990.

Os modelos de primeira geração focam no papel das fragilidades nos fundamentos geradas pela inconsistência das políticas macroeconômicas. Na persistência de déficits fiscais financiados pela expansão monetária, os regimes de câmbio fixo estariam sujeitos a "ataques especulativos" quando o nível de reservas atingisse um ponto tal que os agentes não acreditassem na paridade indicada pelo governo. Essa perda de credibilidade dos agentes estrangeiros baseia-se no crescimento dos déficits fiscais, da expansão monetária, na inflação alta, no câmbio valorizado, no aumento nos déficits externos e no aumento na taxa de juros doméstica.

Krugman (1979) ainda afirma que, às vezes, o governo é capaz de resistir às crises. O socorro vem através de reservas secundárias (ouro ou empréstimos de emergência). Neste ponto, há uma reversão dramática de tendência, o capital que ora saiu do país volta, e as reservas são recuperadas. Outras crises podem ocorrer no futuro, o que obriga o governo a pedir ainda mais socorro. Então há a probabilidade de ocorrer uma série de ataques especulativos seguidos por recuperações de confiança na tentativa de manter a paridade. Por consequência, chega-se ao ponto em que o fôlego do governo acaba, e a tentativa de manter a taxa de câmbio é finalmente abandonada.

Já os modelos de segunda geração procuraram avançar sobre a ideia de que os governos se confrontam com a decisão unidimensional de monetizar os déficits fiscais. Obstfeld (1996) sugere que mesmo um governo com bons indicadores macroeconômicos pode sofrer ataques especulativos. Até âncoras cambiais aparentemente sustentáveis podem sucumbir à expectativa dos agentes estrangeiros financiadores da paridade. Os fundamentos fiscais e monetários podem estar adequados, mas se os investidores considerarem o regime cambial insustentável podem gerar crises do tipo "profecia auto-realizável".

Calvo (1998) afirma que as crises cambiais, principalmente nos países emergentes, compartilharam as seguintes características: (a) existência de uma significativa entrada de capitais anteriores às crises; (b) envolveram uma complicada rede de interação entre os setores domésticos financeiros e não financeiros, investidores internacionais, bancos e governos soberanos; (c) poucos estavam aptos a prevêê-las; e (d) levaram a uma acentuada desaceleração do crescimento, ou mesmo, a um colapso no nível de atividade interno.

Para Cunha (2002), o modelo de Calvo procura mostrar a possibilidade da ocorrência de crises mesmo na ausência de déficits em conta corrente. E a presença de governos soberanos representaria a explicitação de um componente amplificador da incerteza no cálculo privado, criando um prêmio de risco para a especulação em torno de variáveis passíveis de influência governamental. Isto, em combinação à entrada maciça de capitais, seria um elemento denominador das chamadas crises de "profecias auto-realizáveis".

Com base nessas assertivas debatidas até então, o Acordo de Bretton Woods foi se tornando insustentável ao longo do tempo, principalmente em países emergentes, que viam cada vez maiores déficits em Conta Corrente e cada vez menos margem de manobra para políticas de crescimento econômico. Logo, a necessidade de se manter a paridade foi esgotando o fôlego das nações, que paulatinamente foram abandonando as âncoras cambiais e a tentativa de manter taxas de câmbio fixas.

A próxima seção tem como objetivo descrever o período Pós-Bretton Woods, quando as economias nacionais foram adotando taxas de câmbio flexíveis com mobilidade de capitais. O contexto anterior, de um esforço mútuo no controle dos fluxos de capitais internacionais foi dando espaço a um contexto internacional liberalizante e de desregulamentação do Sistema Financeiro Internacional.

4.2 O Sistema Pós-Bretton Woods

Eichengreen (2000) sugere que o fim do sistema monetário internacional de Bretton Woods, em 1973, foi um divisor de águas, transformando as questões

monetárias internacionais. Até então, a política monetária tinha sido usada para ancorar a taxa de câmbio. A partir da falência do acordo, esta se despreendeu de tais amarras, permitindo-se que as taxas de câmbio flutuassem.

Para o autor, esta transição foi consequência do aumento da mobilidade internacional de capital. Durante os anos de Bretton Woods, os controles de capital asseguravam certa imunidade em face de pressões nos Balanços de Pagamentos, e proporcionavam a margem de folga para organizar, de modo controlado, as alterações no câmbio ajustável. Os formuladores de políticas podiam contemplar mudanças na âncora cambial, sem provocar distorções desestabilizadoras nos fluxos internacionais de capital.

Com o restabelecimento da conversibilidade nas contas correntes, passou a ser difícil distinguir e isolar compras e vendas de moeda estrangeira relacionada às transações em contas correntes e de capital. Os agentes encontraram novas e astutas maneiras de contornar as barreiras impostas pelos controles de capital.

Ainda nas palavras do autor, perdendo esse escudo, a operação de um câmbio fixo, porém ajustável, revelou-se cada vez mais problemática para os governos e bancos centrais. A mais leve sinalização de que um país estaria considerando uma mudança na paridade poderia submetê-lo a enormes perdas de capital, desestimulando as autoridades a sequer contemplar tal medida. A defesa da paridade, evidentemente, não impediu que as pressões dos balanços de pagamentos sobre o câmbio fixo continuassem a crescer, nem que os mercados contestassem as taxas que suspeitassem ser insustentáveis. Diante da grande mobilidade de capital, a defesa de uma paridade exigia níveis sem precedentes de intervenção nos mercados de câmbio e de apoio internacional.

O permanente desenvolvimento dos mercados financeiros, alavancado pelos progressos nas telecomunicações e nas tecnologias de processamento da informação, prejudicou os esforços para conter os fluxos de capitais. As tentativas de contenção também eram cada vez mais dispendiosas: com o desenvolvimento da competição entre centros financeiros, países que impunham controles onerosos corriam o risco de perder sua participação no mercado mundial. Os países em desenvolvimento que não liberalizassem seus mercados financeiros corriam o risco

de não atrair investidores estrangeiros. A liberalização, embora inevitável, agravou a dificuldade de manter as âncoras cambiais, levando um número crescente de países em desenvolvimento a deixar flutuarem suas moedas.

Eichengreen (2000) ainda afirma que a mesma tendência era evidente na Europa, embora lá a transformação assumisse uma forma diversa. As economias interdependentes na Europa Ocidental procuraram repetidamente colocar em prática a ancoragem cambial coletiva. A partir da década de 1980, procuraram limitar as flutuações nas taxas de câmbio, através da criação do Sistema Monetário Europeu (SME). Mas com a eliminação dos controles de capital no final da década de 1980, ficou cada vez mais difícil sua operação. Países de moedas fortes demonstraram relutância em apoiar seus parceiros de moedas fracas, tendo em vista que um apoio eficaz teria de ser virtualmente ilimitado.

Outra opção era aprofundar o caminho, no sentido de reforçar o regime de paridades fixas. Um pequeno número de países – Hong Kong, Bermudas, Ilhas Cayman (ou Caimão), Argentina e Estônia – optou por isso através do estabelecimento de *currency boards*. Estabeleceram estatutos parlamentares ou emendas constitucionais, exigindo que o governo ou o Banco Central atrelasse a moeda à de um parceiro de comércio, uma autoridade monetária à qual cabia constitucionalmente manter a âncora cambial que era protegida de pressões políticas em contrário, e gozava da confiança dos mercados. O problema das "*currency boards*" é que as autoridades monetárias eram forçadas a se abster de intervir como prestador de última instância.

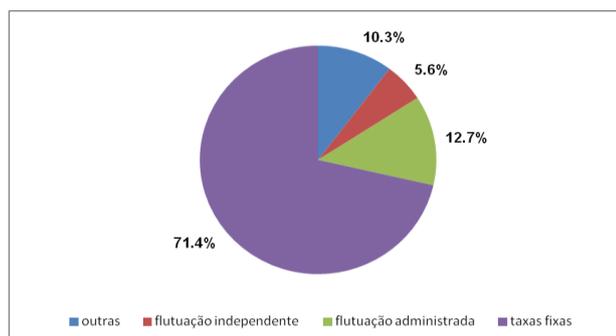
Outra maneira de fortalecer a taxa fixa era caminhar para uma união monetária, caminho este trilhado pelos membros da Comunidade Europeia. Adotaram um plano para estabelecer um Banco Central Europeu, encarregado de assumir o controle de suas políticas monetárias, atrelando definitivamente suas taxas de câmbio e substituindo suas moedas nacionais por uma moeda europeia única.

O gráfico 14 mostra a tendência pós-Bretton Woods em se adotar um regime de câmbio flutuante. O Quadro A reflete uma época em que o processo de desregulamentação bancária e liberalização dos mercados ainda não era

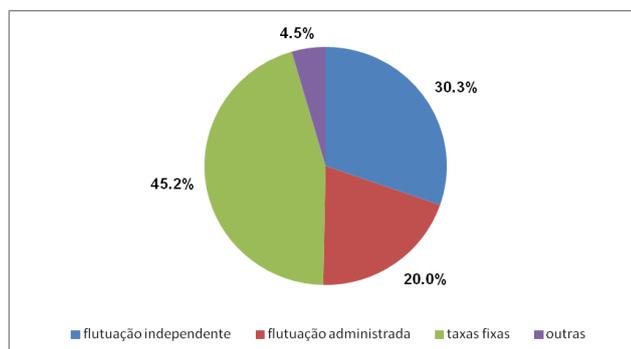
hegemônico no campo ideológico, e os países, principalmente os mercados em desenvolvimento, não sentiam a necessidade de liberalizar suas finanças irrestritamente para participar do fluxo financeiro global. Este fato é demonstrado no Quadro B, onde já se percebe uma influência maior das ideias neoliberais, advindas do Consenso de Washington, quando é notável a maior adoção do câmbio flutuante.

Gráfico 14: Regimes Cambiais em países em desenvolvimento (% do total)

Painel A: 126 países em desenvolvimento (1984)



Painel B: 155 países em desenvolvimento (1994)



Fonte: Eichengreen (2000)

Cunha (2013) argumenta que a crise da dívida externa nos anos 1980 reduziu fortemente a entrada de novos recursos nos países em desenvolvimento, principalmente naqueles que experimentaram um longo período de baixo crescimento e intensa instabilidade macroeconômica. É importante lembrar que o ciclo de endividamento externo que culminou com a crise dos anos 1980 foi o resultado da combinação da elevação da liquidez internacional provocada pela reciclagem dos petrodólares com as melhores perspectivas de crescimento das

principais economias emergentes de então. O aumento das taxas de juros internacionais, seguindo o aperto da política monetária estadunidense e o novo choque do petróleo, no final dos anos 1970, reverteu, drasticamente, a capacidade de pagamento dos países periféricos.

Ainda nas palavras do autor, a retomada ocorreu no final dos anos 1980, depois da securitização da dívida externa e da adoção das reformas de recorte neoliberal. A estabilização macroeconômica também contribuiu para a cristalização de um ambiente favorável aos investimentos. Além disso, a abertura comercial e financeira, a desregulamentação e, principalmente, as privatizações criaram novas oportunidades de negócios. O influxo de capitais também permitiu a adoção de estratégias de estabilização inflacionária baseadas nas âncoras cambiais.

Feitas estas considerações históricas, foi visto que a crise do Acordo de Bretton Woods promoveu, paulatinamente, o abandono das taxas de câmbio controladas, e o abandono dos esforços no controle de capitais. Medidas estas que foram se mostrando cada vez mais difíceis, dado o desenvolvimento das tecnologias da informação relacionadas à operacionalidade do Sistema Financeiro Internacional.

O que se nota é o efeito liberalizante no ambiente institucional, promovido pela desregulamentação do Sistema Bancário, e pelo repasse das propriedades estatais para o setor privado por meio das privatizações. O que teve como consequência o aumento do fluxo de capitais e o aprofundamento da sua volatilidade.

Visto isso, a próxima seção analisa as diferentes medidas macroprudenciais que as economias domésticas têm adotado na tentativa de mitigar os efeitos do CF em seus indicadores macroeconômicos e no nível de atividade da economia doméstica.

4.3 Medidas Macropрудenciais: Tentativas de Estabilização Macroeconômica

Segundo o Financial Stability Board, o Banco de Compensações Internacionais e o Fundo Monetário Internacional (2016)⁸, a recente crise financeira tem acelerado os esforços em se desenvolver políticas macropрудenciais em um número cada vez maior de jurisdições. O principal objetivo dessas medidas está em limitar o risco de distorções no Sistema Financeiro que possam desestabilizar os indicadores macroeconômicos.

Estes riscos sistêmicos originam-se de externalidades (falhas conjuntas e pró-ciclicidade) que não são facilmente internalizadas pelos agentes do mercado financeiro. Portanto, pela perspectiva multidisciplinar, as políticas macroeconômicas complementam outras políticas que tem certo impacto nas condições de estabilização financeira (CGFS, 2012)⁹.

Segundo Cunha (2013), economistas ligados às ideias baseadas no Acordo de Bretton Woods denunciavam as limitações de novas estratégias de estabilização financeira. Sugeriam aos governos implementar políticas de pleno emprego no espectro doméstico e maior regulação no fluxo global de capitais. Porém, em um contexto de uma interdependência dos Sistemas Financeiros no âmbito internacional, propostas de fortalecimento da Arquitetura Financeira Internacional em uma perspectiva não convencional avançaram para aspectos multilaterais. Sendo desta forma, capazes de melhorar as relações entre credores e devedores, e, principalmente, regular as finanças privadas.

Ainda nas palavras do autor, tais ideias envolveriam uma redução considerável no grau de liberdade dos países credores, no sentido de fazer valer os seus direitos, além de confrontarem a máxima do setor privado, que prega uma estrutura legal enxuta, que enfatize a defesa do direito à propriedade e à livre mobilidade de capitais.

8 Para maiores informações ver: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/IMF-FSB-and-BIS-publish-Elements-of-Effective-Macropрудential-Policies.pdf>.

9 Artigo submetido por um grupo de trabalho vinculado ao *Committee on the Global Financial System*, presidido por José Manuel González-Páramo.

De outra forma, dentro do *mainstream* econômico, notou-se um reconhecimento de que a sua própria agenda de reformas seria insuficiente diante dos desafios contemporâneos. Com base em uma leitura mais minuciosa dos efeitos da liberalização financeira, retomou-se a ideia de que controles temporários sobre os capitais poderiam ser válidos. Estes teriam o intuito de alterar o perfil temporal dos investimentos, de modo a reduzir a volatilidade potencial, ou a garantir fôlego na condução de um processo mais amplo de modernização institucional.

Seguindo esta perspectiva, o próprio FMI acabou trazendo ao debate propostas de criação, na esfera internacional, de mecanismos estatutários para a mediação de conflitos entre credores privados e devedores soberanos. Proposta esta fortemente criticada pelo setor privado e que não contou com o apoio efetivo dos governos do G7.

Para Clement (2010), a abordagem macroprudencial foi vista como tendo duas dimensões, levando a implicações políticas distintas. Uma delas é a percepção de como o risco evolui com o tempo, em especial, em relação ao CF e ao mútuo processo de amplificação deste entre o lado financeiro e o lado real da economia. Tal dimensão veio a ser chamada de "dimensão de tempo" e de pró-ciclicidade. Para resolver essa questão criam-se contas de reserva, acumuladas durante os períodos expansivos, que agem como estabilizadores durante os períodos de contração. Já a outra dimensão enfatizaria a forma como o risco é distribuído através do Sistema Financeiro. O foco está em Instituições Financeiras tendo exposições à risco semelhantes e também nas interconexões destas instituições. Isto exige calibragem nas ferramentas macroprudenciais, com respeito à significância sistêmica individual de cada instituição, de acordo com a contribuição ao risco geral. Por exemplo, instituições cujas falhas seriam mais prejudiciais ao Sistema como um todo estariam sujeitas a padrões de segurança mais rígidos.

Em relação à forma de análise e de implementação de tais políticas, Borio (2013) tem atentado para uma série de medidas macroprudenciais, com o intuito de mitigar os efeitos do CF. Elenca quatro importantes observações acerca de como se precaver das distorções e dos riscos associados ao Ciclo.

A primeira delas é sobre medidas de estresse dos mercados em períodos de tranquilidade. Afirma que nenhum teste alertou para um risco de crise sistêmica quando esta batia à porta das economias avançadas. Isso se expressa através de dois grandes canais. O primeiro deles mostra que nossos modelos de medição do risco são inaptos em absorver as decorrentes não-linearidades e as forças retroalimentadoras que estão no cerne das distorções financeiras. O segundo é chamado de "paradoxo da instabilidade", quando as condições da economia antes da crise são vistas como sólidas, um pouco antes do advento da crise. Isso faz com que as percepções de risco sejam extremamente baixas, o que seria um forte indicador de risco.

A segunda observação do autor é que devemos tomar cuidado quando o Sistema Financeiro é visto como uma rede de instituições integradas. Borio (2013) afirma que crises financeiras são mais semelhantes a um Tsunami, que varre tudo conforme a onda vai avançando do que com uma força que vai afetando o sistema como um efeito-dominó. Isso explica porque a falência de uma pequena instituição pode comprometer o Sistema como um todo, pois sinaliza ao mercado uma vulnerabilidade que pode estar presente nas outras instituições, comprometendo a confiança dos agentes.

A terceira tem a ver com as próprias políticas macroprudenciais que não podem ser superestimadas. Há duas razões para isso, a primeira é que as ferramentas são mais efetivas quando aumentam a resiliência do sistema do que quando restringem o *Boom* Financeiro. E ainda, as defasagens entre a acumulação do risco e a sua materialização são muito longas, certamente mais do que entre excesso de demanda e inflação. A expansão do risco é muito menos percebida que a da inflação, pois é muito mais difícil perceber algum sinal negativo, quando seu capital está expandindo.

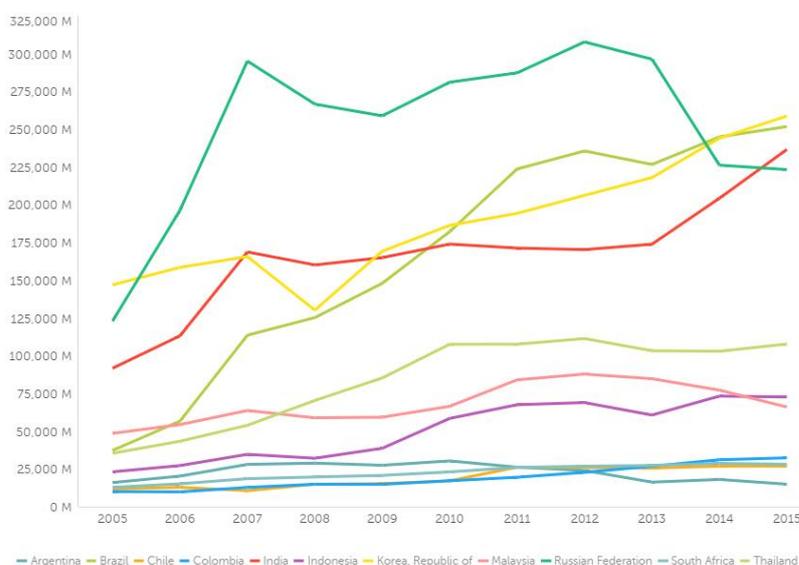
Por fim, a última consideração é o cuidado em sobrecarregar as medidas macroprudenciais. O CF é muito poderoso e dinâmico para ser enfrentado apenas por medidas específicas, devendo haver um conjunto de políticas econômicas, a exemplo da política monetária, que deve restringir os desequilíbrios financeiros mesmo que a inflação de médio prazo esteja controlada. Outro exemplo é que na política fiscal deve se atentar a forma como o CF superestima resultados fiscais na

fase de expansão, que tem como causa a superestimação da produção e do crescimento potencial.

Ao analisar especificamente mercados emergentes, para Cunha (2013) algumas novas tendências pareceram consolidar-se entre esses mercados, caracterizando aquilo que se poderia chamar de estratégias defensivas. Uma medida seria a busca da redução da vulnerabilidade externa por meio do sobreacúmulo de reservas oficiais, o que se traduz em intervenções sistemáticas nos mercados cambiais, mesmo que os regimes adotados sejam de câmbio flutuante, traduzido em um "medo de flutuar". Conforme algumas interpretações, a atuação ativa dos bancos centrais nos mercados de divisas faria parte de estratégias de crescimento baseadas no setor exportador. E, por fim, outra medida seria a busca da conformação de acordos regionais de cooperação monetária e financeira.

O gráfico 15 pretende exemplificar uma das estratégias elencadas acima, o sobreacúmulo de reservas estrangeiras por parte dos mercados emergentes. É notável o aumento das reservas, principalmente nos países pertencentes ao BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) após a Grande Crise Financeira de 2008. Outro fato marcante é a volatilidade das reservas russas que tiveram uma brusca queda a partir de 2013, o que se pode relacionar, em parte, à queda no preço do petróleo, tendência que contribuiu para a fuga de capitais estrangeiros da economia russa.

Gráfico 15: Estoque de Reservas Estrangeiras, em milhões de dólares (US\$)



Fonte dos dados brutos: Fundo Monetário Internacional (2016).

Segundo CGFS (2012), um dos principais desafios é como selecionar e aplicar os instrumentos de políticas macroprudenciais. Em geral, tais instrumentos podem ser definidos, inicialmente, como ferramentas prudenciais que são desenhadas e direcionadas, explicitamente, para atingir um ou mais fontes de risco sistêmico. O que abre um leque para um amplo número de instrumentos diferentes em potencial, que podem variar conforme o desenrolar do CF.

Segundo os autores (CGFS, 2012), os instrumentos macroprudenciais devem ser baseados em três critérios principais: I) a habilidade em se determinar o tempo certo em ativá-los e em desativá-los; II) a efetividade em se atingir o objetivo político definido e; por fim, III) a eficiência em se avaliá-lo, em termos de custo-benefício.

De acordo com o estado atual do CF, as avaliações da efetividade e da eficiência de um dado instrumento macroprudencial determinam os custos e os benefícios da intervenção, e podem ser usadas para guiar a escolha do mais adequado. Na prática, a natureza da vulnerabilidade identificada e as incertezas advindas ao longo do processo sobre os mecanismos de transmissão da medida podem criar um contexto em que não uma, mas um conjunto de medidas seria mais adequado. Estas situações levantam a questão de como um *mix* ótimo poderia ser

escolhido. Enquanto qualquer resposta poderá ser altamente vinculada a requisitos específicos de cada país e a cada situação, o principal guia seria mesmo o estado atual do CF.

Ainda conforme CGFS (2012), durante os períodos caracterizados por excesso de crédito, pode ser mais prudente não apenas restringir a alavancagem do setor privado, mas também as relações financiamento-valor do bem, ou a relação dívida-renda. Outra medida interessante seria exigir diretamente dos bancos um maior encaixe contracíclico. Caso o tempo de maturação também seja um obstáculo, pode ser requerido algum instrumento contracíclico de liquidez na forma de complemento. Além disso, o gradualismo pode ajudar a gerenciar as incertezas envolvidas na execução das políticas, incluindo o risco de arbitragem regulatória.

Os arranjos institucionais adotados pelos países em torno das medidas macroprudenciais são moldados pelas circunstâncias específicas de cada país, tais como suas tradições políticas e jurídicas, bem como suas prioridades em relação à arquitetura regulatória. Logo, não há uma fórmula padrão, que possa se adequar a qualquer economia (FSB-IMF-BIS, 2016).

De acordo com esses autores, existem três modelos principais de arranjos regulatórios envolvidos com políticas macroprudenciais. O primeiro modelo tem no banco central, na figura de um comitê ou na de seu comandante, a responsabilidade sobre as decisões. Este modelo é escolhido em países onde o banco central já detém os poderes de regulação e de supervisão do Sistema Financeiro. Quando as autoridades reguladoras e supervisoras são estabelecidas fora do banco central, a atribuição do mandato ao banco central pode ser complementada por mecanismos de coordenação, ao exemplo de um comitê presidido pelo banco central, de acordos de compartilhamento de informações, ou poderes explícitos atribuídos ao banco central para fazer recomendações a outros organismos.

Um segundo modelo atribui a responsabilidade sobre as medidas macroprudenciais a um comitê específico dentro da estrutura do banco central. Este também permite ao comitê receber o apoio de agentes externos especializados no assunto para participar das suas decisões.

Já o último modelo teria como principal característica a criação de um comitê interagencial fora do banco central, a fim de coordenar ações políticas e de facilitar a transmissão de informações e discussões sobre risco sistêmico, com o banco central

participando do comitê. Este modelo pode conferir um papel relevante ao Ministro das Finanças local, participação capaz de ser útil na legitimação do papel do comitê, principalmente quando os esforços macroprudenciais envolvem medidas que atinjam outros setores que não o monetário ou financeiro.

A tabela 1 relaciona diferentes países aos três modelos principais de arquitetura regulatória discutidos no capítulo. Vale lembrar que o quadro não é exaustivo, e que esses modelos sofrem diversas adaptações, de acordo com as especificidades de cada economia nacional.

Quadro 1: Quadro ilustrativo: países x modelos de arquitetura regulatória

	Modelos ligados ao Banco Central		Modelo de comitê separado
	Modelo 1 (Responsabilidade da direção do banco central) ¹	Modelo 2 (Comitê interno)	Modelo 3 (Comitê externo ao banco central) ²
Países	Argentina, Bélgica, Brasil*, Cingapura, Chipre, Eslováquia, Estônia*, Hong Kong*, Hungria, Indonésia, Irlanda, Israel, Itália*, Líbano, Lituânia, Nova Zelândia, Noruega, Países Baixos*, Portugal*, República Tcheca, Rússia, Suíça.	África do Sul, Arábia Saudita, Argélia, Malásia*, Marrocos, Tailândia, Reino Unido.	Alemanha (M), Áustria (M), Chile (M), Coréia do Sul (M), Dinamarca (BC), Estados Unidos (M), França (M), Índia (M), Islândia (M), Malta (BC), México (M), Polônia (BC), Romênia (BC), Turquia (M).

Fonte: FSB-IMF-BIS (2016).

OBS: ¹As jurisdições marcadas por "*" possuem um conselho adicional, que inclui outros organismos supervisores, onde desempenham um papel coordenado.

² A indicação (BC) ou (M) indica quem será a autoridade máxima do conselho, o Banco Central (BC) ou o Ministro de Governo, geralmente o Ministro das Finanças.

De acordo com Caruana (2012), muitos países têm usado instrumentos prudenciais endereçados a vulnerabilidades sistêmicas, sem fazer referência diretamente a políticas macroprudenciais. Por exemplo, tetos variados para a relação financiamento-valor do bem têm sido usados em Hong Kong e em outras economias asiáticas, com o objetivo de desacelerar empréstimos hipotecários e assegurar que os bancos não sofram superexposição a bolhas imobiliárias.

Caruana (2012) afirma que apesar dos benefícios trazidos pelas políticas macroprudenciais em combater os riscos sistêmicos atrelados ao CF, estas, caso não utilizadas adequadamente, podem criar uma série de efeitos colaterais. O

aspecto crítico ao que o autor se refere tem a ver com as fortes interações bidirecionais entre as políticas macroprudenciais e outras áreas. Tais interações criam um prêmio de risco especulativo em torno da antecipação do movimento das variáveis influenciadas, tanto dentro como entre as jurisdições. Esta é uma questão importante a nível nacional, mas a cooperação internacional é também fundamental, exigindo informação perfeita e reciprocidade dentre as diversas jurisdições. Por fim, deve-se estar consciente de que as políticas individuais têm objetivos primários específicos, e que alguma hierarquia nas ações é sempre necessária.

Para Caruana (2012), outras políticas podem afetar a capacidade de resistência do Sistema Financeiro e a sua capacidade em prover bens e serviços para a economia. Além da política microprudencial, a influência da política monetária, da política fiscal e da política tributária, os padrões financeiros e as estruturas legais também são fundamentais. Por exemplo, longos períodos de taxas de juros baixas afetam a alavancagem, encorajam os agentes do mercado financeiro a assumir riscos, e podem, às vezes, criar bolhas especulativas no preço dos ativos.

Por outro lado, instrumentos e ações voltadas à mitigação e à gestão do risco sistêmico podem ter efeitos muito importantes sobre a Macroeconomia e, assim, podem colidir com o objetivo das outras políticas. Por exemplo, restringir a disponibilidade de capital para proteger os bancos da acumulação de risco sistêmico durante um período de *Boom* financeiro também pode reprimir a expansão do crédito e, por consequência, reprimir a demanda agregada.

Ainda na perspectiva de Caruana (2012), um sistema financeiro mais estável, mais resistente e menos pró-cíclico irá melhorar a eficácia das políticas monetárias e das outras áreas. Portanto, há externalidades na interação entre essas diferentes políticas: pode haver complementações positivas quando as políticas se autorreforçam mutuamente; mas também efeitos colaterais, quando uma enfraquece a eficácia da outra. Deste modo, existe uma necessidade de coordenação, tanto dentro de determinada jurisdição quanto além-fronteiras.

Este capítulo procurou analisar as recentes experiências de Cooperação Internacional no Século XX, quando já se via a necessidade de manter um Sistema Financeiro e Monetário estável para garantir crescimento econômico sustentável e de longa duração.

Foi neste contexto que foi consolidado o Acordo de Bretton Woods, em um Sistema Econômico abalado pelas Duas Grandes Guerras do Século XX, com nações destruídas pelos traumas da época. O período posterior ficou conhecido como a época de ouro do capitalismo, onde se encontrava forte crescimento econômico com estabilidade política de uma forma que nunca se tinha visto nas economias centrais.

O Acordo de Bretton Woods, marcado pela regulação no mercado de câmbio e pela cooperação internacional por meio de Instituições Supranacionais de resgate, como o FMI e o Banco Mundial, além de um controle efetivo no fluxo de capitais internacional, foi aos poucos perdendo fôlego. As novas tecnologias de informação e a necessidade cada vez maior de intervir no câmbio para garantir a paridade foram enfraquecendo os governos soberanos, que viam cada vez mais dispêndio em manter o sistema.

O mundo Pós-Bretton Woods exigia políticas cada vez mais liberalizantes e um amplo processo de desregulamentação do Sistema Financeiro. Assim, aos poucos, as nações tiveram que abandonar o regime de câmbio controlado, dando lugar ao câmbio flutuante com livre mobilidade de capitais.

Dado este novo contexto internacional em que o CF tem seus efeitos desestabilizadores potencializados, nota-se que o conceito de políticas macroprudenciais é cada vez mais requerido e posto em meio aos debates contemporâneos. Tudo isso tendo em vista mitigar os seus efeitos nas economias nacionais, principalmente naquelas em que o Sistema Financeiro é pequeno e pouco desenvolvido, onde os desafios são ainda maiores.

Muitos autores ligados à tradição ortodoxa já notam a necessidade em se regular os mercados financeiros a fim de evitar novas e sucessivas crises, aos moldes da recente Crise Financeira, onde determinadas nações ainda sofrem com seus efeitos.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho parte do pressuposto de que o CF acaba por provocar rupturas profundas na gestão macroeconômica dos países e que as políticas prudenciais não teriam força suficiente para eliminar por completo o risco de crises sistêmicas, apenas o amenizariam.

Logo, com base na análise dos fatos discorridos ao longo do texto, o conjunto de políticas prudenciais à disposição dos *policymakers* confirma o fato de que o CF é um conjunto de forças que compromete o Sistema Financeiro por completo. Seus efeitos atravessam fronteiras de uma forma cada vez mais rápida, tamanho o grau de integração e de desregulamentação financeira ao qual o sistema está sujeito. Fato que dificulta ainda mais o papel das autoridades financeiras na missão de combater tais efeitos desestabilizadores.

É com base nisso que os recentes desafios financeiros e econômicos, consequência dos desdobramentos da Crise Financeira de 2008-2009, trouxeram à tona a necessidade de se rever a teoria econômica tradicional. Os modelos atuais mostraram-se incapazes de explicar os fenômenos financeiros que mergulharam o Sistema Econômico Mundial em uma das suas maiores crises, a Crise da Grande Depressão.

De acordo com essa incapacidade teórica, os modelos macroeconômicos voltaram-se à tentativa de incorporar elementos relacionados ao CF e à forma como esse influencia o Sistema Econômico. Além disso, o ciclo não se apresenta restrito ao lado financeiro, mas afeta a alocação de recursos e o comportamento dos diversos agentes econômicos.

Assim, o recente processo de desregulamentação e liberalização financeira potencializou o efeito do CF. Os volumes de crédito e o preço dos ativos têm se tornado cada vez mais voláteis, o que exige respostas também mais rápidas por parte dos *policymakers*. Os maciços fluxos de capitais têm criado desafios ainda maiores para economias emergentes, que por apresentarem um mercado doméstico restrito e um Sistema Financeiro menos desenvolvido, encontram-se mais dependentes das políticas econômicas de países centrais.

Um dos principais problemas enfrentados por economias emergentes é o de que muitas delas usam modelos de crescimento baseados na exportação de mercadorias. Com a interdependência dos Sistemas Financeiros nacionais, a dificuldade em se fazer política cambial aumenta, pois essa depende do estado anímico dos investidores estrangeiros, que em momentos de estresse financeiro encurtam seus horizontes de investimento, causando uma fuga maciça de capitais para os centros financeiros. Neste momento, pouco importa a sustentabilidade dos indicadores macroeconômicos do mercado onde seus recursos estavam alocados.

Este fato leva a pensar que em períodos de contração do comércio internacional e iliquidez dos mecanismos de financiamento internacional, a robustez dos indicadores macroeconômicos em mercados emergentes não surte grande efeito para frear uma fuga maciça de capitais. A estabilidade econômica de um mercado emergente depende das políticas econômicas de países centrais, do contexto institucional internacional e das perspectivas de curto prazo dos investidores internacionais. Logo, o CF distorce a produção real, o preço dos ativos domésticos, a alavancagem do Sistema Bancário Nacional e os resultados patrimoniais, inclusive a arrecadação da economia.

Uma das lições da última Grande Crise é que mesmo uma inflação de médio prazo baixa e controlada não é garantia de uma trajetória de crescimento sustentável. O CF distorce o lado não-financeiro da economia, a abundância de crédito superestima os indicadores econômicos gerais. Além disso, influencia o comportamento dos agentes, que ao perceberem a valorização de ativos acabam por tomar ainda mais riscos e a pressionar os regramentos institucionais a liberalizar e a desregulamentar o Sistema Bancário e Financeiro. Esses desvios de percepção por parte dos agentes geram má alocação de recursos, quando, geralmente, se voltam a um Sistema Financeiro supervalorizado e de rápido crescimento.

Este conjunto de constatações clama por uma nova tentativa de cooperação internacional. A volta a ideias de reformas na Arquitetura Financeira Internacional já é vista por diversos teóricos como um caminho para aumentar a resiliência do Sistema Financeiro Internacional, com o propósito de amenizar os efeitos do CF e evitar profundas rupturas nas trajetórias de crescimento econômico, principalmente em mercados emergentes.

É neste contexto que entra o papel das Instituições Multilaterais, com o dever de regulamentar a atividade financeira e bancária internacional, criando mecanismos que visem à regulamentação dos fluxos de capitais, fomentando estudos que sofisticem instrumentos macroprudenciais, adequando-os à realidade de cada economia. Outra competência necessária seria a conscientização das autoridades monetárias de economias centrais, com vistas a internalizar em seus modelos as consequências de suas decisões nos diversos mercados que sofrem com a volatilidade dos fluxos de capitais.

O presente trabalho procurou abrir espaço a essas novas preocupações nos modelos macroeconômicos tradicionais. Sem esgotar temas tão complexos e atuais, buscou servir de base para futuros estudos que visem explicar os fenômenos recentes do CF. Esta é uma preocupação que tende a se tornar cada vez mais presente entre pesquisadores e entre formuladores de políticas, sendo este um desafio a todos que visem um Sistema Econômico resiliente e com uma trajetória sustentável de crescimento econômico.

REFERÊNCIAS

ADRIAN, T.; SHIN, H. S. Liquidity and leverage, In: Journal of Financial Intermediation, 19, pp. 418-437, Elsevier, 2010.

ADRIAN, T.; SHIN, H. S. Procyclical leverage and value at risk, Federal Reserve Bank of New York Staff Report 338, New York, NY, United States, 2012.

AHMED, S.; ZLATE, A. Capital Flows to Emerging Markets: A Brave New World? International Finance Discussions Papers 1081, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013.

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS, Bank of International Settlements 84th Annual Report, Basle, 2014.

_____, Bank of International Settlements 85th Annual Report, Basle, 2015.

_____, When the financial becomes real. In: Bank of International Settlements 85th Annual Report, Basle, pp.45-63, 2015.

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS, FINANCIAL STABILITY BOARD, INTERNATIONAL MONETARY FUND, Elements of Effective Macroprudential Policies: Lessons from International Experience, IMF Articles, Washington, DC, August 31, 2016.

BERNANKE, B. S. Monetary policy and the global economy, speech delivered at the Department of Economics and STICERD (Suntory and Toyota International Centres for Economics and Related Disciplines) Public Discussion in Association with the Bank of England, London School of Economics, London, March 25, 2013.

BORIO, C. The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? Bank of International Settlement. Working Papers, Nº 395, Basle, December 2012.

BORIO, C. Macro-prudential policy and the financial cycle: Some stylized facts and policy suggestions, International Monetary Fund, Washington, DC, 2013.

BORIO, C. The international monetary and financial system: its Achilles heel and what to do about it. Bank of International Settlement, Working Papers, No. 456, September, 2014.

BRUNO, V; SHIN, H. S. Capital flows, cross-border banking and global liquidity, NBER Working Paper w19038, Cambridge, MA, 2012.

BRUNO, V; SHIN, H. S. Capital Flows and the risk-taking channel of monetary policy, NBER Working Paper Series 18492, Cambridge Massachusetts, April, 2013.

BRUNO, V; SHIN, H. S. Cross-border banking and global liquidity, Bank of International Settlement Working Papers, N^o. 458, August, 2014.

CALVO, G. A. Balance of payments crises in emerging markets: Large capital inflows and sovereign governments, In: Conference on Currency Crises, Cambridge, MA, February, 1998.

CARUANA, J. Dealing with financial systemic risk: the contribution of macroprudential policies, Panel remarks at Central Bank of Turkey/ G20 Conference on Financial Systemic Risk, Istanbul, September 27-28, 2012.

CECCHETTI, S. G.; KHARROUBI, E. Reassessing the impact of finance on growth. Bank for International Settlements, Working Papers, N^o 381, Basle, July, 2012.

CLEMENT, P. The term macroprudential: origins and evolution. BIS Quarterly Review, pp. 59-67, March, 2010.

COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (CGFS). Operationalising the selection and application of macroprudential instruments 48, Bank of International Settlements, Basel, December, 2012.

CUNHA, A. M. Crises financeiras: o quê há de errado? Ensaios FEE, Porto Alegre, v. 23, n.1, p. 203-228, 2002.

CUNHA, A. M.. A Crise Financeira Global e as Reformas na Arquitetura Financeira Internacional. Ensaios FEE, v. 34, p. 349-382, 2013.

EICHENGREEN, B. A globalização do capital: uma história do sistema financeiro internacional, São Paulo, Editora 34, 2000.

EICHENGREEN, B. et al. Rethinking Central Banking, Committee on International Economic Policy and Reform, Brookings Institution, 2011.

EICHENGREEN, B. e GUPTA, P. Tapering talk: the impact of expectations of reduced federal reserve security purchases on emerging markets, World Bank Policy Research Working Paper, Nº 6754, 2013.
Financial Stability Board, International

GOURICHAS, P-O. E OBSTFELD, M. Stories of the twentieth century for the twenty-first, In: American Economic Journal: Macroeconomics, 4(1), pp. 226-65, 2012.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. Key aspects of macroprudential policy, IMF Executive Board Discusses, Washington, June, 2013.

JUSELIUS, M. E; DREHMANN, M. Leverage dynamics and the real burden of debt, Bank for International Settlements, Working Papers, Nº 501, Basle, May, 2015.

KEYNES, J. M. Post-war currency policy, Memoranda reproduced in D. Moggridge (ed) (1980): The collected writings on John Maynard Keynes, Activities 1940-1944,

Shaping the post-war world: the Clearing Union, vol 25, MacMillan/Cambridge University Press, 1941.

KRUGMAN, P. A modelo of Balance-of-payments crises, Journal of money, credit and banking, V.11, Issue 3, pp. 311-325, August, 1979.

MIKESELL, R. F. Revisiting Bretton Woods. Proposals for Reforming the International Monetary Institutions, The Jerome Levy Institute of Bard College: Public Policy Brief Series, Nº. 24, Washington DC, 1996.

NIER, E.; SEDIK, T. S.; MONDINO, T. Gross Private Capital Flows to Emerging Markets: Can the Global Financial Cycle Be Tamed? International Monetary Fund, Working Paper Nº. 14/196, Washington, DC, December, 2014.

OBSTFELD, M. Models of currency crises with self-fulfilling features, European Economic Review, n. 40, pp. 1037-1047, 1996.

PAPADIMITRIOU, D. B. Preface In: MIKESELL, R. F. Revisiting Bretton Woods. Proposals for Reforming the International Monetary Institutions, The Jerome Levy Institute of Bard College: Public Policy Brief Series, Nº. 24, Washington DC, 1996.

POWELL, H. J. Advanced Economy Monetary Policy and Emerging Market Economies, Speech at the Federal Reserve Bank of San Francisco 2013 Asia Economic Policy Conference, San Francisco, California, 2013.

REY, H. Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence, NBER Working Paper, Nº 21162, Cambridge, MA, August, 2013.

SÁNCHEZ, M. The impact of monetary policies of advanced countries on emerging markets, Remarks by Mr. Manuel Sánchez, Deputy Governor of the Bank of Mexico, at the 55th annual meeting of the National Association of Business Economics, San Francisco, 9 September 2013.