

Países emergentes, crises e a dinâmica dos fluxos de capitais no sistema monetário internacional

Mauricio Andrade Weiss*

Adriano Vilela Sampaio**

Resumo: Um dos aspectos fundamentais do sistema monetário e financeiro internacional (SMFI) contemporâneo é a alta volatilidade dos fluxos de capitais. Nesse cenário, os fluxos de capitais para os países emergentes são condicionados fundamentalmente pelos ciclos internacionais de liquidez e pelo caráter hierárquico do sistema monetário internacional (SMI). Como consequência, a experiência dos países emergentes que optaram pela estratégia de ampla abertura financeira tem se mostrado insatisfatória frente ao caráter instável dos fluxos. Três fases distintas foram observadas desde a eclosão da crise financeira global de 2008 (CFG): i) a CFG e suas respectivas fases; ii) a política monetária não convencional (PMNC) adotada pelas economias avançadas e a decorrente abundância de liquidez internacional; e iii) as *taper talks* e o posterior fim das PMNC nos EUA. Constatou-se também que os países emergentes que mantiveram ou acentuaram a opção pela abertura financeira não foram capazes de se proteger adequadamente das oscilações dos fluxos, mesmo aqueles cujos indicadores sugeriam uma baixa vulnerabilidade externa. Em contraste, o emprego de técnicas de gestão de capitais mostrou-se efetivo para atenuar os impactos dos ciclos de liquidez internacional nessas economias.

Palavras-chave: Sistema monetário internacional; Fluxos de capitais; Crises; Países emergentes

Abstract: One of the key features of the dynamics of the contemporary international monetary and financial system (IMFS) is the high volatility of capital flows. In such scenario, capital flows to emerging countries are fundamentally determined by international liquidity cycles and the hierarchical character of the international monetary system (IMS). Consequently, the experience of the development countries that promoted a broad financial openness was shown to be reckless in face of the capital flows' instability. Three distinct phases have been observed since the outbreak of the global financial crisis of 2008 (GFC): i) GFC and its respective phases; ii) the

* Professor do Departamento de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

** Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal Fluminense.

unconventional monetary policy (PMNC) adopted by the advanced economies and the resulting abundance of international liquidity; and iii) the taper talks and the later end of the PMNC in the USA. It was also found that emerging countries that maintained or accentuated the option of financial openness were not able to adequately protect themselves from fluctuations in flows, even those whose indicators suggested a low external vulnerability. In contrast, the use of capital management techniques has proven to be effective in mitigating the impacts of international liquidity cycles on these economies.

Keywords: International monetary system; Capital flows; Crises; Emerging countries

JEL Code: F32

1. Introdução

A falência do Lehman Brothers, em 15 de setembro de 2008, é o marco do que ficou conhecido como crise financeira global. Até essa data, havia o entendimento generalizado de que os países emergentes não seriam afetados pela crise que se iniciara no mercado de hipotecas de alto risco (*subprime* dos EUA, em meados de 2007, e que tinha se espreado aos mercados financeiros dos principais países desenvolvidos. Esse entendimento ficou conhecido como a tese do descolamento (*decoupling*).

A estratégia de importantes países emergentes de formar expressivos estoques de reservas internacionais tinha como uma das principais razões a assunção de posições defensivas, qual seja, o acúmulo de um colchão de liquidez em moeda estrangeira, para reduzir sua vulnerabilidade às crises cambiais após as experiências negativas nos anos 1990. Porém, após a falência do banco Lehman Brothers, observou-se que mesmo os países com bons indicadores de vulnerabilidade externa, mas que prosseguiram com a estratégia de abertura financeira nos anos 2000, foram altamente impactados pela crise financeira global.

A explicação desse fato é de que as crises financeiras enfrentadas pelos países emergentes após sua inserção na globalização financeira decorreram, principalmente, da dinâmica volátil e intrinsecamente especulativa dos fluxos de capitais no sistema monetário e financeiro internacional (SMFI) contemporâneo.

Para desenvolver esses argumentos, este artigo está dividido em cinco seções, além desta introdução e das considerações finais. A primeira seção realiza uma análise teórica da dinâmica dos fluxos de capitais no SMFI contemporâneo para os países emergentes. Na segunda, serão analisados os impactos da crise financeira global de 2008, dentro da perspectiva de suas fases. Na seção seguinte, esses impactos são observados na perspectiva de diferentes regiões em desenvolvimento¹. Na quarta, são destacadas as relações entre abertura e vulnerabilidade externa. Na quinta, analisa-se, a partir da revisão da literatura, ainda em construção, como as políticas monetárias não convencionais (PMNC) e sua posterior interrupção por parte dos EUA impactaram os países emergentes.

2. Fluxo de capitais no sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo e os países emergentes: aspectos teóricos

O sistema monetário internacional (SMI) é caracterizado por uma hierarquia de moedas, em que a moeda-chave ocupa o papel central do sistema. Esta moeda deve exercer plenamente na esfera internacional as funções que exerce no âmbito doméstico. Tal papel atualmente é exercido pelo dólar, e abaixo estariam as moedas dos demais países centrais. Distante do centro, ou seja, na periferia do sistema monetário, encontrar-se-iam as moedas dos países emergentes. As características do atual SMI (moeda-chave fiduciária, taxas de câmbio flexíveis e livre mobilidade de capitais) têm profundas implicações sobre a dinâmica dos fluxos internacionais de capitais e

¹ Nos dados referentes ao pré-crise é utilizada a metodologia do World Economic Outlook Databases/IMF até abril de 2014. Já os dados para o período pós-crise são baseados na metodologia a partir de outubro de 2014. Três são as principais diferenças. A primeira é que na metodologia anterior os fluxos reportados eram unicamente os privados. A segunda é que na nova versão são computados os saldos de ativos do país no exterior, de modo que uma saída de capitais (formação de ativo no exterior) apresenta sinal negativo e vice-versa. O terceiro aspecto diz respeito ao fato da conta financeira incluir a variação das reservas. Para tornar a análise mais amigável ao que é comumente considerado como fluxos de capitais, os sinais das subcontas foram invertidos e a conta financeira foi calculada pela soma das subcontas tradicionais, sem incluir a variação das reservas. A manutenção de duas metodologias teve como intuito proporcionar ao leitor uma comparação entre as duas metodologias, já que o período 2003-2007 está incluído nos gráficos de ambas as metodologias. Além de possibilitar essa comparação, a repetição desse intervalo de anos quando se analisa o período pós-crise financeira global facilita a compreensão do impacto da crise nas regiões em desenvolvimento.

sobre a relação das economias domésticas (especialmente as emergentes) com esses fluxos.

A mudança da natureza da moeda-chave, que passou a ser exclusivamente fiduciária, propiciou um grau de liberdade ainda maior ao seu país emissor, no caso os EUA, ao remover sua restrição externa, já que este pode liquidar dívidas em sua moeda doméstica. Não haveria, então, necessidade de ajustes bruscos na economia para equilibrar o balanço de pagamentos, uma alteração na sua taxa de juros seria suficiente para atração do capital externo necessário. Desse modo, a dinâmica dos fluxos de capitais internacionais e a política monetária do país emissor da moeda-chave ficaram ainda mais estreitamente interligadas.

A dinâmica volátil e instável resultante da livre mobilidade de capitais e do regime de câmbio flutuante deve ser compreendida em conjunto. A alta mobilidade de capitais leva à concorrência para atração dos capitais internacionais, os quais passaram a arbitrar em diferentes mercados em busca das melhores combinações possíveis de retorno e liquidez. Sendo os títulos públicos dos EUA os ativos mais líquidos do sistema, as decisões do *Federal Reserve* (Fed) em elevar a taxa de juros provocam um movimento dos capitais em direção aos EUA, movimentos estes que geram instabilidades no SMFI. Como o regime cambial é flutuante, as taxas de câmbio passam a ter movimentos bruscos. Ao mesmo tempo, esses movimentos podem representar oportunidades de ganhos especulativos nos mercados de câmbio, o que, por sua vez, serve de fonte adicional de instabilidade nas taxas de câmbio.

Se de um lado o país emissor da moeda-chave é o maior receptor dos capitais nos momentos de incerteza, de outro, os países emergentes, emissores de moedas periféricas, são os mais sensíveis às mudanças nas expectativas dos agentes internacionais. Essa característica é decorrente das assimetrias do SMFI.

A volatilidade dos fluxos de capitais para os países emissores de moedas de aceitação internacional seria menos acentuada porque, além de terem um fluxo contínuo de demanda por suas moedas, existem limites para desvalorizações dessas moedas, pois a partir de um determinado patamar, os

ativos tornam-se baratos e atraem novamente os investidores internacionais. Por consequência, esses países são menos suscetíveis a choques na taxa de câmbio (CARNEIRO, 1999). Já nos países de moeda inconvertível, uma das principais consequências da abertura financeira é que, conforme Carneiro (2008), não haveria movimentos de especulação estabilizadora e sim pró-cíclicos. Ou seja, ao invés da desvalorização cambial tornar os ativos denominados nessa moeda atraentes, ela reforçaria o desejo dos investidores por ativos mais seguros, acentuando o processo de fuga de capitais. Nesse sentido, inexistiria um teto na taxa de câmbio das moedas periféricas e até mesmo elevações exorbitantes nas taxas de juros podem ser insuficientes para promover o regresso dos fluxos de capitais ao país em questão.

O primeiro motivo para isso está relacionado às expectativas dos agentes internacionais quanto à evolução da taxa de câmbio. Como observado anteriormente, o SMI contemporâneo intensificou o caráter especulativo e de curto prazo dos fluxos de capitais. Sendo assim, caso haja uma expectativa de depreciação da moeda, os rendimentos esperados não compensariam a depreciação esperada, levando o investidor a desfazer suas posições. Esse risco é intensificado pelo caráter mimético dos agentes internacionais que tornam recorrentes os movimentos de manada.

O segundo motivo para a ineficácia da política monetária se dá em relação às expectativas dos agentes em relação ao comportamento da economia de forma mais ampla. Caso a incerteza dos agentes internacionais quanto ao futuro seja acentuada, haverá um crescimento pela busca por liquidez. Segundo Dow (2001), no âmbito internacional, em momentos em que a preferência pela liquidez dos agentes privados se acirra, estes buscam a moeda internacional ou ativos nela denominados (notadamente os títulos do Tesouro estadunidense), enquanto as posições em moedas nos patamares mais baixos da hierarquia seriam desfeitas. Na situação oposta, de baixa preferência pela liquidez, os detentores de riqueza aceitam deter ativos de maior risco em busca de maiores rendimentos, processo conhecido como *search for yield*. Em suma, os fluxos de capitais para países de moeda inconvertível dependeriam, em última instância, da liquidez internacional (BIANCARELLI, 2007). Ressalta-se que não há uma relação simétrica entre movimentos na taxa de juros do país emissor da moeda-chave e os fluxos de capitais. Elevações na

taxa de juros tendem a atrair capitais para o país, uma redução não implica necessariamente uma saída. Isso ocorre pelo fato, já destacado anteriormente, de que a moeda-chave do SMI é o receptáculo da liquidez internacional. Desse modo, mesmo que a taxa de juros esteja baixa, havendo um baixo apetite pelo risco (alta preferência pela liquidez), os capitais permanecerão em grande medida no país emissor da moeda-chave.

Os condicionantes externos dos fluxos de capitais aos países emissores de moedas periféricas, observados nos parágrafos acima, refletem o caráter exógeno dos fluxos de capitais aos países emergentes. Sendo assim, as entradas de capitais nesses países podem cessar mesmo que não haja uma piora nas condições internas, sendo suficiente a alteração nas expectativas dos agentes ou uma elevação na preferência por liquidez.

Esse caráter exógeno dos fluxos de capitais é agravado por outro fator da assimetria financeira apontado por Prates (2002). De um lado, o volume dos fluxos de capitais destinados aos países emergentes representa um elevado volume frente ao mercado financeiro e cambial desses países. De outro lado, esse volume equivale a uma pequena parte do portfólio dos grandes *players* internacionais e, caso eles decidam por alterar suas posições, seja por uma simples mudança de estratégia, seja pela reversão de liquidez internacional, podem gerar impactos severos nessas economias.

Como os investimentos nas moedas periféricas seguem um comportamento de um ativo financeiro, são atribuídos diferentes prêmios de riscos às moedas domésticas, como os de preços, de mercado e de crédito. A limitação no uso dessas moedas e a volatilidade correspondente fazem com que os prêmios de risco sejam mais elevados ao se comparar com os das moedas centrais, mesmo que os países detentores dessas moedas apresentem bons “fundamentos macroeconômicos” (CARNEIRO, 2008). Por outro lado, indicadores macroeconômicos negativos poderiam elevar ainda mais os riscos dos países emergentes. Desse modo, entende-se que os países emergentes necessitam apresentar bons “fundamentos macroeconômicos”, porém eles são apenas complementares ao fator determinante na classificação dos riscos, que é a posição hierárquica da moeda no SMI.

Tendo como base os argumentos apresentados acima, compreende-se que os países emergentes são mais vulneráveis ao comportamento dos agentes que atuam no mercado monetário e financeiro internacional devido às assimetrias características desses mercados. Como o SMFI contemporâneo é marcado pela volatilidade e instabilidade dos fluxos de capitais, os países emissores de moeda periférica que optarem pela abertura financeira estarão sujeitos a choques danosos às suas economias, podendo levar a crises financeiras, as quais repercutem de forma severa em toda economia.

3. As fases da crise financeira global e os impactos nos países emergentes

A análise dos impactos da crise nos países emergentes é feita com base na periodização da crise em cinco fases proposta por BIS (2009). A primeira fase teria ocorrido entre junho de 2007 e março de 2008 e foi dominada “Prelúdio”. Naquele momento, os problemas com as hipotecas *subprime* já eram evidentes e em agosto de 2007 cresceu o temor de que o setor pudesse deflagrar uma crise que atingisse o mercado financeiro como um todo. Na mesma época, os primeiros problemas nos balanços dos bancos estadunidenses começaram a aparecer. Nessa fase, a crise ficou restrita principalmente aos EUA, e o robusto crescimento dos países emergentes no primeiro semestre de 2008 sugeria que estes se manteriam descolados da crise.

A segunda fase se deu entre março e setembro de 2008. Ela foi marcada pela percepção de que os EUA e as principais economias do mundo entrariam em um processo recessivo. Problemas nos balanços de grandes instituições financeiras elevaram o temor de que a crise poderia se tornar sistêmica.

A falência do Lehman Brothers em setembro de 2008 marca o início da terceira fase, que se estendeu até o fim de outubro do mesmo ano e foi o período de maior turbulência. Conforme aponta Guttman (2009), temendo o efeito do *moral hazard*, decidiu-se por não salvar o Lehman Brothers. Embora esta instituição financeira não fosse de grande dimensão relativa, houve um temor no mercado financeiro de que isso significasse um efeito dominó. Na terceira fase a crise adquiriu seu caráter global, espalhando-se pelos mercados financeiros em todo o mundo, inclusive nos países emergentes asiáticos e latino-americanos.

Como ocorre em crises financeiras, houve uma corrida pela liquidez, para um *safe haven*, que no caso do SMFI contemporâneo são os títulos do tesouro estadunidense. Nesse momento, caiu por terra a hipótese do descolamento, pois os países emergentes sofreram uma repentina e violenta saída de capitais (gráfico 1a), a qual provocou bruscas desvalorizações em suas moedas (ver gráfico 8 de países selecionados). A conta corrente também trouxe pressões a esses países (gráfico 2), pois, além da retração de suas exportações, dada a menor demanda mundial, houve uma forte remessa de lucros das filiais situadas nos países emergentes para as matrizes nos países centrais (PRATES; CUNHA, 2011).

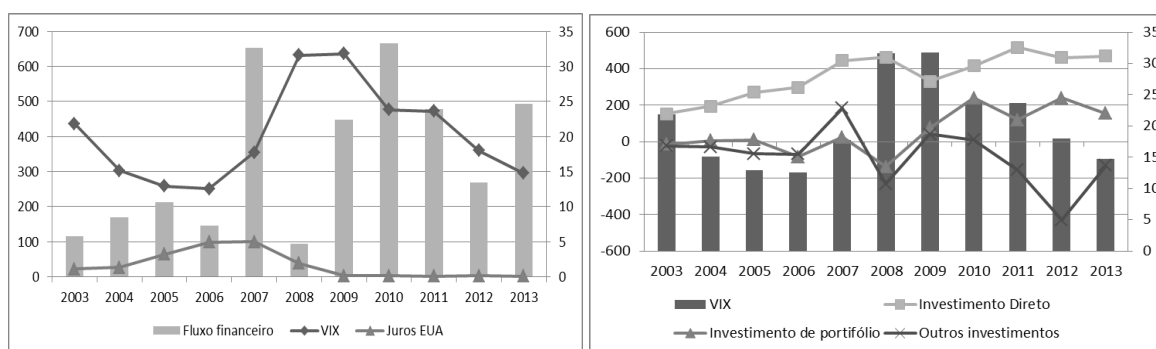
Akyuz (2011) aponta diversos motivos para a repentina interrupção e reversão dos fluxos de capitais aos países emergentes após o colapso do Lehman Brothers; dentre eles destacam-se: (i) rápido crescimento da volatilidade nos mercados financeiros, que levou ao aumento da aversão ao risco; ii) introdução de garantias governamentais sobre depósitos e passivos em alguns países desenvolvidos; iii) desalavancagem global dado os altos níveis de endividamento; iv) remessa de lucros de filiais de bancos estrangeiros em países emergentes, a fim de auxiliar as matrizes em dificuldade; v) queda nos preços das *commodities* (gráfico 2), que diminuiu a percepção positiva em relação aos países emergentes; e vi) o fim da tese de descolamento dos países emergentes.

Ao analisar o gráfico 1a, o aumento da variável VIX (indicador de volatilidade VIX CBOE)², sugere que os agentes se tornaram mais avessos aos riscos após a crise financeira global. Ou, em outros termos, aumentaram sua preferência pela liquidez. Após um significativo aumento no ano de 2007, o saldo da conta financeira do balanço de pagamentos dos países emergentes apresentou uma brusca queda em 2008, caindo para cerca de 1/6 daquele ano e abaixo dos anos pré-crise (as explicações metodológicas da conta financeira e de suas subcontas encontram-se na nota de rodapé n.º 4). Interessante observar que o ano de 2009 representou um movimento atípico da relação entre o indicador VIX e os fluxos de capitais aos países emergentes. Uma

² Ahmed e Zlate (2013), Bruno e Shin (2013), Rey (2013) e Autor (2015) encontram, a partir de testes econométricos, relevância da variável VIX CBOE para determinar os fluxos de capitais direcionados aos países emergentes.

possível causa para esse fato seria a manutenção da taxa de juros dos EUA próxima de zero.

Gráfico 1 – a) conta financeira dos países emergentes do balanço de pagamentos no eixo principal (US\$ bilhões; 2003-2013), índice de volatilidade VIX e taxa de juros do título do tesouro dos EUA de 1 ano (eixo secundário; 2003-2013); b) investimento de portfólio, outros investimentos e investimento externo direto no eixo principal (US\$ bilhões; países emergentes) e índice VIX no eixo secundário (2003-2013)



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Databases e Chicago Board Exchange Rate. Elaboração própria.

Para uma melhor compreensão desse movimento no ano de 2009, faz-se útil uma análise por meio das subcontas da conta financeira. Como pode ser observado no gráfico 1b, as subcontas investimento de portfólio e outros investimentos tiveram uma recuperação nesse ano após a significativa queda em 2008. Como aponta BIS (2009), após um início nebuloso, em 2009 houve uma retomada dos fluxos financeiros para os países emergentes, marcando o que seria a quarta fase da crise financeira global, abrangendo o período do fim de outubro de 2008 até meados de março de 2009. Em termos de política monetária nos países centrais, dessa vez as atuações se deram de forma mais coordenada e profunda, com reduções nas taxas de juros para os patamares mais baixos da história, grandes volumes de injeções de liquidez e garantia das operações interbancárias. As medidas agressivas de políticas monetárias, somadas às políticas fiscais anticíclicas nas principais economias avançadas, lograram promover uma redução da volatilidade nos mercados financeiros. Com o melhor desempenho econômico em relação os países desenvolvidos,

os emergentes se mostravam fontes alternativas e atrativas de investimentos. Outro aspecto a ser considerado é que, embora o IED tenha tido uma queda em 2009, seu patamar manteve-se elevado, permitindo resultados positivos na conta financeira. Todavia já era nítida a existência de uma recessão global e, em janeiro de 2009, com a divulgação dos resultados negativos da economia global, inclusive nos países emergentes, houve uma nova queda nos preços dos ativos financeiros. Nesse processo, determinados mercados financeiros de países emergentes foram especialmente afetados, como se verá na próxima seção.

O artigo do BIS (2009) encerra-se na quinta fase. Segundo Prates e Cunha (2011), que fazem uma proposta de atualização daquele trabalho, essa fase vai de meados de março até o fim de 2009. Durante essa fase persistiu uma calma relativa no mercado financeiro global, com uma melhora significativa dos mercados em diversos países emergentes. Os mercados financeiros desses países foram impulsionados por uma abundante liquidez internacional combinada com a alta generalizada das cotações de *commodities*. Além da retomada dos influxos de capitais aos países emergentes, as medidas internas de impulso à demanda contribuíram para a retomada do crescimento desses países, o que, por sua vez, impulsionou o crescimento dos demais países por meio do comércio e do aprofundamento da dinâmica Sul-Sul.

Ainda de acordo com os autores, a sexta fase inicia-se ao final de 2009, em decorrência da crise da dívida dos países da área do euro e da fraca perspectiva de recuperação econômica e do emprego. Todavia, após os momentos de maior turbulência, essa fase marca uma recuperação dos investimentos internacionais nos países emergentes. Como pode ser observado no gráfico 1a, houve uma recuperação do saldo da conta financeira em 2009, a partir da quarta fase, chegando ao ápice na sexta fase, em 2010.

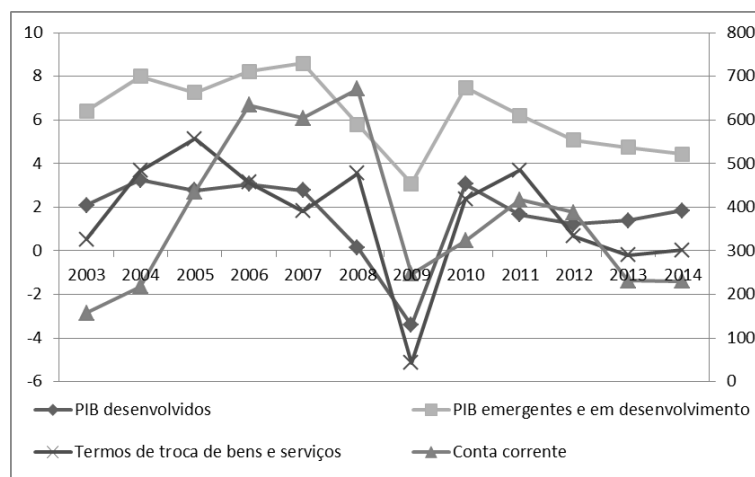
Segundo Akyuz (2011), o fluxo maior de capitais aos países emergentes foi impulsionado pelas menores taxas de juros e expansão do programa de afrouxamento quantitativo (*quantitative easing* – QE)³ praticado pelos países desenvolvidos, em especial os EUA. Essas políticas, além de visarem à retomada dos investimentos privados via redução das taxas de juros de longo

³ Programa de compra maciça de títulos por operações de mercado aberto, buscando reduzir as taxas de juros de longo prazo.

prazo, também foram “acusadas” de serem utilizadas para depreciar suas moedas relativamente às dos países emergentes e assim elevar a competitividade de seus produtos. Destarte, essa política monetária facilitaria a atração dos capitais aos países emergentes não apenas pelo diferencial de juros, mas também pela expectativa de apreciação das suas moedas. Concomitantemente, houve uma recuperação nas cotações das principais *commodities* (ver termos de troca de bens e serviços no gráfico 1).

O ano de 2010 também foi marcado por um maior crescimento econômico em nível mundial. Tanto os países emergentes quanto os desenvolvidos tiveram uma súbita recuperação nesse ano. No que se refere ao saldo em transações correntes dos países emergentes, sua melhora não foi proporcional à alta dos seus preços relativos e ele ainda não havia retomado a patamares do período pré-crise (gráfico 2). Uma possível explicação para isso seriam os movimentos de apreciação que as moedas dos principais países emergentes tiveram entre o final de 2009 e início de 2011 (gráfico 8).

Gráfico 2 – Taxa de crescimento do PIB dos países desenvolvidos, taxa de crescimento do PIB e termos de troca de bens e serviços dos países emergentes (eixo principal; 2003-2014); e saldo em transações correntes dos países emergentes e em desenvolvimento (eixo secundário, US\$ bilhões; 2003-2014)



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Databases. Elaboração própria.

A retomada dos fluxos de capitais privados aos países emergentes, a elevação dos preços das *commodities* e a retomada do crescimento econômico no ano de 2010 sugeriam o início de uma recuperação. Entretanto a situação mais turbulenta da crise na Europa e a recuperação econômica mais lenta do que o esperado nas demais regiões provocou a volta do pessimismo nessa fase, reduzindo as expectativas positivas em relação aos países emergentes (gráfico 2). A ausência de uma recuperação consistente, mesmo anos após sua eclosão da crise, levou muitos autores a denominar a presente crise como a Grande Recessão (Farhi, 2012). Pela periodização da autora, o ano de 2010 marcaria também o fim da coordenação macroeconômica entre as economias avançadas. Enquanto o Fed iniciava sua política de compra de grandes volumes de ativos, a União Europeia passou a priorizar o equilíbrio fiscal, abandonando as políticas anticíclicas. Na realidade, pode-se levantar a hipótese da existência de uma nova fase a partir de 2011, quando se encerra a análise de Prates e Cunha (2011), ou, simplesmente, interpretar a sexta fase como algo duradouro e que perdurou até maio de 2013⁴, quando tem-se início as *taper talks*⁵. Nessa última hipótese, seria necessário compreender a sexta fase como um período em que não há uma característica definida. Nesse sentido, poder-se-ia defini-la como a fase da volatilidade.

A instabilidade da sexta fase é marcada por um movimento aparentemente conflitante entre as subcontas investimento de portfólio e a de outros investimentos. Enquanto a segunda subconta manteve-se em patamares bem abaixo aos do período pré-crise e sem uma trajetória ascendente, a primeira, após uma brusca queda em 2008, apresentou uma forte retomada nos anos posteriores. Mesmo nos anos de 2011 e 2013, em que houve uma queda, o patamar não se reduziu, se comparando ao período pré-crise. Embora pareça ser uma contradição, esse movimento distinto entre as duas subcontas pode ser explicado pelo seu contexto. Os investimentos de portfólio dependem do interesse do investidor internacional em valorizar sua riqueza de forma mais acentuada em ativos denominados em moedas periféricas, como títulos públicos e mercado acionário. A redução do índice de

⁴ Ver seção 5.

⁵ Uma tradução literal para o termo seria “afunilamento”. Dentro do contexto, “abrandamento” ou até “redução” seriam termos mais apropriados. Neste artigo optou-se pelo uso do termo em inglês.

volatilidade VIX nesses anos, juntamente às demais condições já presentes em 2009, e ainda a aceleração do *quantitative easing*, tornou atraente a combinação risco-remuneração proporcionada pelos países emergentes em seu conjunto.

Já em relação aos outros investimentos, eles têm como importante composição os empréstimos e financiamentos, tanto de curto quanto de longo prazo. Essa queda acentuada pode ser decorrente de uma série de fatores, como: a) pessimismo dos credores externos com a deterioração do cenário internacional; b) empréstimos das filiais às matrizes que apresentavam deterioração em seus balanços; c) menor propensão do sistema financeiro doméstico em tomar empréstimos externos para repassar internamente; e d) medidas de gestão de capitais⁶ adotadas por países emergentes para inibir esse tipo de empréstimo. Sahay *et al.* (2013) apontam também a estratégia de desalavancagem de bancos nas economias avançadas, o que implica na redução de fluxos para os países emergentes sob a forma de empréstimos e financiamentos.

4. Impactos da crise nas regiões em desenvolvimento e o cenário pós-crise

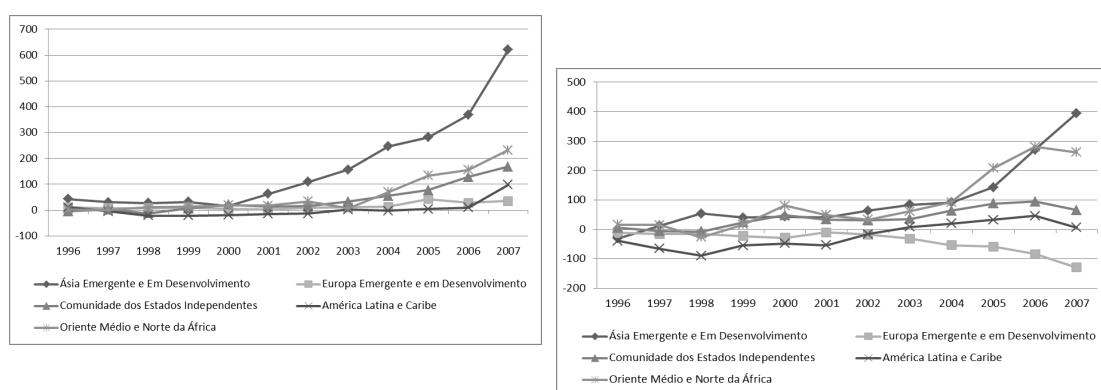
A análise dos impactos será feita com base nas regiões em desenvolvimento definidas pelo WEOD do FMI. Antes, contudo, será feita uma breve análise de alguns indicadores de vulnerabilidade externa dessas regiões durante o período pré-crise.

Como pode ser observado no gráfico 3a, a Ásia Emergente e em Desenvolvimento já apresentava crescimento acelerado das reservas em 2001. A região da América Latina e Caribe, por sua vez, conseguiu acumular reservas internacionais de forma mais agressiva a partir de 2003, assim como a região do Oriente Médio e Norte da África e os países que formam a Comunidade dos Estados Independentes (CEI). Já a Europa Emergente e em Desenvolvimento conseguiu obter crescimento mais moderado de suas reservas a partir de 2003, mantendo uma média de crescimento inferior às

⁶ É entendida, com base em Epstein, Grabel e Jomo (2003), como a complementaridade dos controles de capitais, a qual visa à intervenção no livre movimento de capitais entre os diversos países inseridos no SMFI e a regulação prudencial sobre o mercado financeiro doméstico.

demais⁷. Em termos de transações correntes, todas as regiões, com exceção da Europa em Desenvolvimento, passaram a apresentar saldos positivos após 2002. Destacam-se os saldos fortemente positivos da Ásia em Desenvolvimento e do Oriente Médio e Norte da África (ver gráfico 3b).

Gráfico 3 – a) variação das reservas internacionais (US\$ bilhões; regiões selecionadas; 1996-2007); b) evolução da conta corrente do balanço de pagamentos (US\$ bilhões; regiões selecionadas; 1996-2007)

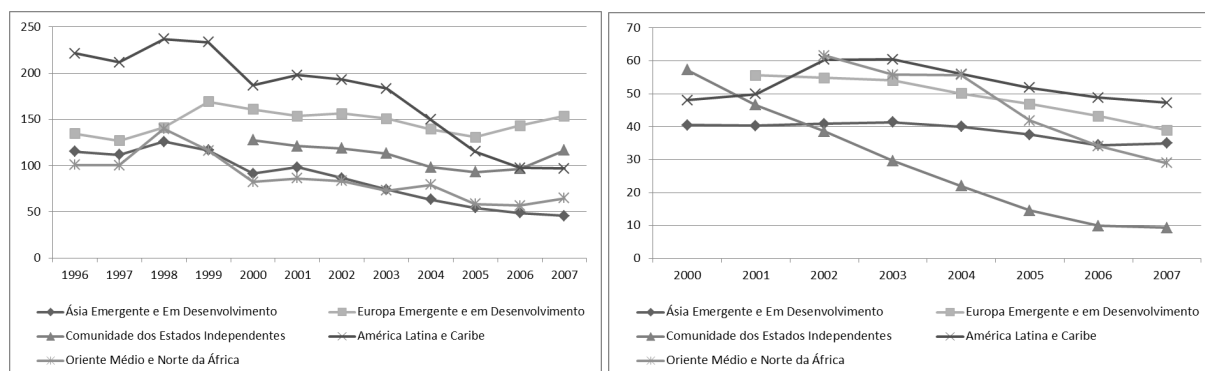


Fonte: elaboração própria a partir dos dados do *World Economic Outlook Databases* (FMI).

Em relação ao indicador de endividamento externo e o total exportado de bens e serviços, o pior comportamento foi da América Latina e Caribe até o ano de 2004. Porém, após 2005, a Europa em Desenvolvimento se tornou a região com o maior índice desse endividamento. Como pode ser observado no gráfico 4a, essa foi a única região a não apresentar uma trajetória de declínio acentuado, sendo que a partir de 2005 já voltara a crescer novamente. No que diz respeito à relação endividamento interno/PIB, todas as regiões apresentaram uma redução desse indicador, com destaque para América Latina e Caribe. Isso demonstra que o endividamento interno não era um grave problema a ser enfrentando pelos países emergentes no período pré-crise financeira global (ver gráfico 4b).

⁷ Nas próximas vezes que forem mencionadas as regiões Ásia Emergente e em Desenvolvimento e Europa Emergente em Desenvolvimento, o termo “emergente” será omitido, com intuito de facilitar a leitura e manter o padrão adotado ao longo do artigo.

Gráfico 4 – a) endividamento externo/exportações (%) para regiões selecionadas (1996-2007); b) endividamento público/PIB (%) de regiões selecionadas (2000-2007)

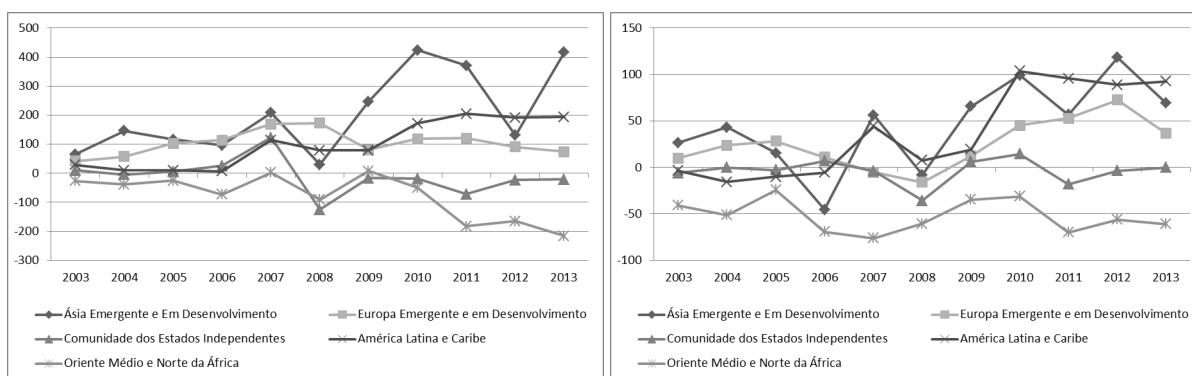


Passando-se à análise dos impactos da crise financeira global nessas regiões, observa-se que, em relação à conta financeira (gráfico 5a), a Ásia em Desenvolvimento, o Oriente Médio e Norte da África e a CEI tiveram um comportamento em “V” entre 2007 e 2009. Ou seja, foram significativamente impactados em 2008, mas se recuperaram rapidamente em 2009. A diferença é que, a partir desse ano, a primeira região manteve mais um ano de forte crescimento para depois repetir o comportamento em “V”. A segunda região voltou a cair e assim continuou até o final do período analisado, e a terceira região se manteve estável após 2009. As outras duas regiões mantiveram uma trajetória relativamente estável, sendo que após 2008 a Europa em Desenvolvimento apresentou uma suave tendência de queda e na América Latina e Caribe ocorreu o oposto.

Sobre os investimentos de portfólio (gráfico 5b), houve um declínio na Europa em Desenvolvimento já em 2005, cuja recuperação só ocorreria em 2009, mantendo uma trajetória ascendente até 2012. A CEI apresentou um comportamento semelhante ao da outra região europeia até 2009, iniciando a queda apenas em 2006. Em 2011, outro período de recuo se iniciaria. Na Ásia em Desenvolvimento ficou característico um movimento de altos e baixos em todo o período, mas a partir de 2009 os fluxos líquidos sempre se mantiveram positivos. A região da América Latina e Caribe manteve esses investimentos em crescimento acelerado até 2007. Como nas demais regiões, houve uma significativa queda em 2008, mas com recuperação nos demais anos. Já o

conjunto do Oriente Médio e Norte da África apresentou um saldo negativo durante todo o período, sendo a única região a não ter queda em 2008.

Gráfico 5 - a) fluxos líquidos da conta financeira para regiões selecionadas (US\$ bilhões; 2003-2013); b) investimento de portfólio líquido para regiões selecionadas (US\$ bilhões; 2003-2013)



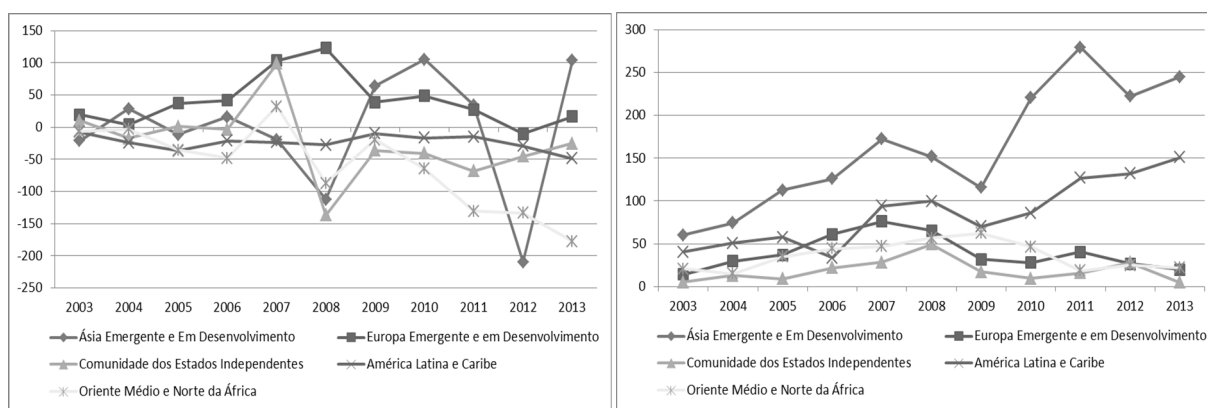
Fonte: elaboração própria a partir dos dados do *World Economic Outlook Databases* (FMI).

A subconta outros investimentos apresentou um comportamento oposto ao dos investimentos em portfólio no que diz respeito a quais regiões foram primeiramente impactadas (gráfico 6a). A Ásia em Desenvolvimento, Oriente Médio e Norte da África e a CEI tiveram recuo em 2008. Nesse ano, a Europa em Desenvolvimento, justamente a primeira região a reduzir o fluxo líquido de investimento de portfólio, ainda apresentou crescimento. Após 2009 a Ásia em Desenvolvimento apresentou um comportamento extremamente instável, variando entre grandes saldos positivos e negativos. A Europa em Desenvolvimento, após cinco anos de crescimento, atravessou quatro anos de declínio até experimentar uma leve recuperação em 2013. O Oriente Médio e Norte da África mantiveram uma trajetória declinante em todos os anos a partir de 2009. A CEI se manteve estável, mas em um patamar negativo após 2008. Já a América Latina e Caribe apresentou um curioso comportamento estável durante todo o período.

Para finalizar a análise dos fluxos, o que se observa sobre o investimento direto externo, a partir do gráfico 6b, é que a posição líquida dos IED foi reduzida para todas as regiões entre 2007 e 2009, sendo que, em 2008, a América Latina e Caribe e CEI ainda apresentaram um ligeiro crescimento. Após esse período, o IED manteve uma trajetória acelerada de

crescimento na América Latina e Caribe e na Ásia em Desenvolvimento. Para as demais regiões essa subconta manteve sua trajetória decrescente.

Gráfico 6 – a) outros investimentos líquidos para regiões selecionadas (US\$ bilhões; 2003-2013); b) investimento direto externo líquido para regiões selecionadas (US\$ bilhões; 2003-2013)

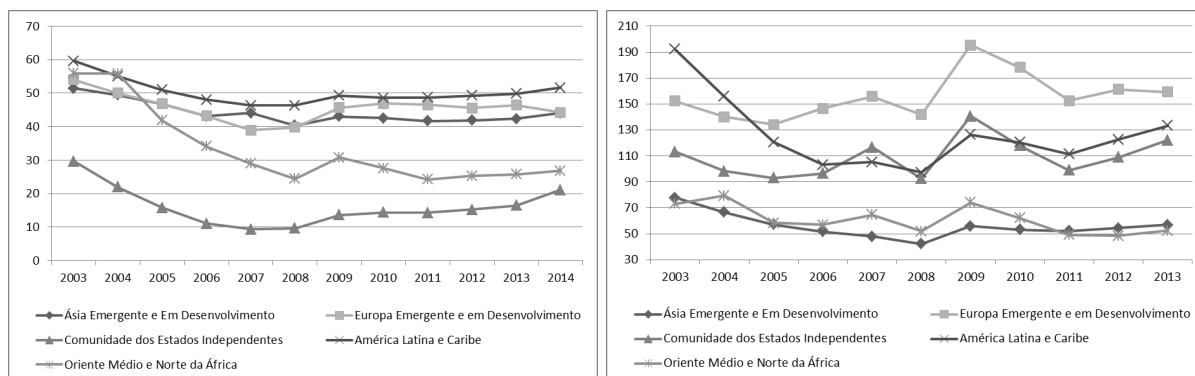


Fonte: elaboração própria a partir dos dados do *World Economic Outlook Databases* (FMI).

Em termos de endividamento interno, aparentemente, apenas a Ásia em Desenvolvimento não apresentou uma piora com a crise financeira global (gráfico 7a). Entretanto, pode-se argumentar que, após a crise, essa região não mais manteve a trajetória de redução que se apresentava no pré-crise. Interessante observar que o endividamento público sobre o PIB vinha em uma trajetória declinante na Europa em Desenvolvimento e na CEI, voltando a aumentar somente após a crise. A mudança de trajetória da segunda região é ainda mais significativa. A região da América Latina e Caribe também inverteu a tendência de queda que havia nos anos anteriores, porém a piora foi menos acentuada. Já o Oriente Médio e Norte da África tiveram uma piora apenas em 2009.

As linhas que indicam a trajetória do endividamento externo sobre as exportações apresentam um formato muito semelhante entre as regiões analisadas. Deve-se destacar, contudo, que nas regiões onde esses indicadores apresentavam os patamares mais elevados tiveram também o maior salto. Nesse sentido, a Europa em Desenvolvimento apresentou a piora mais acentuada, seguida da CEI e da América Latina e Caribe (gráfico 7b).

Gráfico 7 – a) razão dívida pública/PIB (%; 2003-2014); b) razão dívida externa/exportações de bens e serviços (%; 2003-2014)



Fonte: elaboração própria a partir dos dados do *World Economic Outlook Databases* (FMI).

A análise das regiões selecionadas não detectou uma clara evidência de que as regiões com os piores indicadores de vulnerabilidade sofressem a maior fuga de capitais. Houve sim diferenças em relação ao *timing* e aos tipos de fluxos, mas nada que pudesse ser conclusivo de que as regiões da CEI e Europa em Desenvolvimento foram especialmente afetadas. Esse não é um resultado surpreendente, levando-se em conta os argumentos nos quais este trabalho está fundamentado, isto é, países abertos financeiramente, cujas moedas encontram-se na periferia do sistema monetário internacional, seriam mais vulneráveis a mudanças na liquidez internacional, mesmo que o país em questão apresente indicadores de vulnerabilidade e solvência externa em níveis considerados adequados. Por outro lado, essas regiões foram as mais impactadas em termos reais. Nesse sentido, tanto o PIB quanto a inflação e os indicadores de endividamento interno e externo tiveram o pior desempenho nessas duas regiões, mas seguidas de perto pela América Latina e Caribe. Ao passo que a Ásia em Desenvolvimento demonstra ser a região menos afetada.

5. Abertura e vulnerabilidade

Uma forma de dar maior sustentação ao argumento da seção anterior é analisar os impactos da crise em países que não apresentavam déficits significativos em transações correntes. Exemplo disso são Chile, Índia, Rússia, Brasil, Coreia do Sul e México. Além de apresentarem superávits ou pequenos déficits em transações correntes, possuíam um volume significativo de

reservas. Eles têm em comum a abertura financeira durante os anos 2000, as quais possibilitaram tanto a liberdade de entrada e saída de capitais como a participação de bancos estrangeiros nessas economias (MIHALJEK, 2005; AREAER, 2008, 2010 e 2012).

Desses países, chamam a atenção os casos do Chile e da Rússia. O primeiro apresentou superávit em transações correntes como proporção do PIB acima de 4% em 2006 e 2007, já o segundo apresentou os valores de 9,53% e 5,92%, respectivamente (IFS/IMF). Esses resultados não foram suficientes para que esses países passassem imunes ao pessimismo do mercado financeiro durante o terceiro e quarto estágio da crise financeira global. É verdade que ambos os países são sensíveis a mudanças de preços nas *commodities* internacionais, mas uma piora nos seus meios de troca não seria suficiente para provocar as depreciações em suas moedas (gráfico 8). Conforme aponta Conrad (2009), parcela importante da captação dos bancos russos veio por meio de empréstimos externos, de forma que na crise eles encontravam-se com elevados passivos. Com a deterioração dos balanços bancários e a queda dos preços de suas principais *commodities*, criou-se forte pressão sobre o rublo. De acordo com Chan-Lao (2010), com exceção dos países do Leste Europeu, o Chile foi o país que apresentou uma maior participação de bancos estrangeiros no seu sistema financeiro, sendo estes grandes responsáveis pelas posições nocionais líquidas em derivativos. O autor ressalta ainda que o Chile se tornou vulnerável especialmente às possíveis vicissitudes do sistema financeiro espanhol.

No que se refere ao Brasil, Coréia do Sul e México, após as crises cambiais que assolaram esses países na década de 1990, os três optaram pelo regime de taxa de câmbio flutuante e aprofundamento da abertura financeira. Cada um desses países apresentou algumas particularidades que os tornaram mais suscetíveis aos impactos da crise financeira global. Coréia do Sul e Brasil receberam pesada pressão no mercado cambial devido ao grande volume de operações com derivativos cambiais e em ambos havia um número considerável de empresas não financeiras que participavam de tais mercados. Já o México foi impactado tanto pelas operações com derivativos como pela maior participação dos bancos estrangeiros em seu sistema financeiro doméstico. Não obstante, deve-se ter em mente que todos esses cinco países

foram impactados por esses dois canais, sendo que o México estava em uma posição intermediária entre eles no que se refere ao volume e complexidade de derivativos e participação de bancos estrangeiros no mercado financeiro doméstico (WORLD DEVELOPMENT, 2011; PRATES; CINTRA, 2010; CHAN-LAO, 2010; CONRAD, 2009).

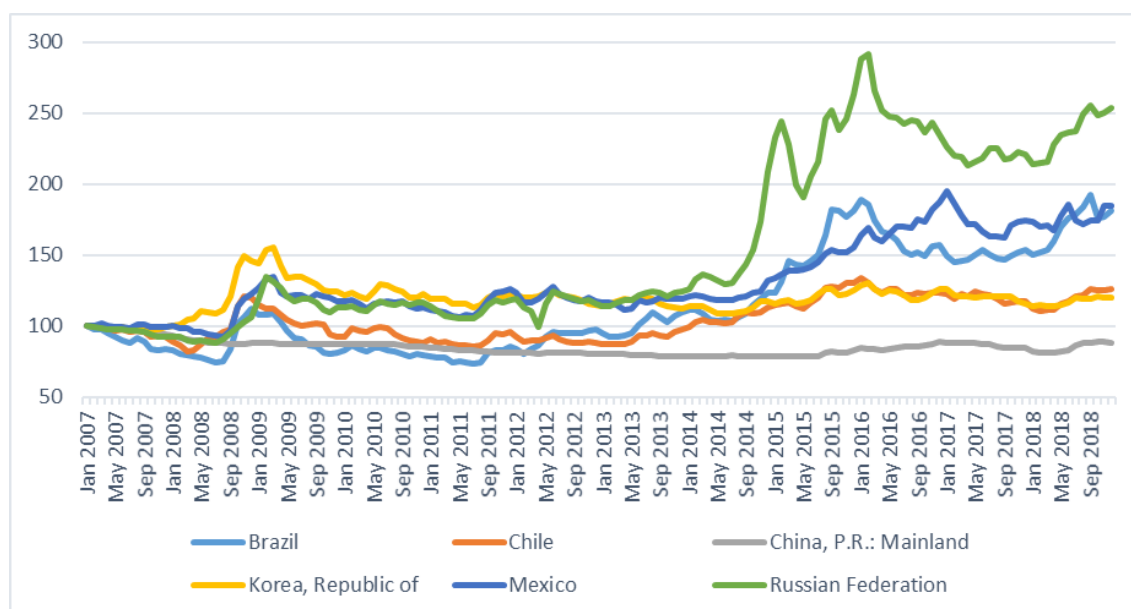
Um meio de avaliar o impacto da crise nesses mercados é pela evolução da taxa de câmbio. Essa variável é sensível tanto aos fluxos de capitais quanto à dinâmica dos mercados futuros e a termo, os quais refletem as expectativas dos agentes internacionais. O gráfico 8 traz a evolução dessa taxa. Para uma melhor narrativa da evolução das taxas de câmbio recorrer-se-á à análise das etapas da crise proposta por BIS (2009).

Como pode ser observado no referido gráfico, até o final da segunda fase, a tendência das taxas de câmbio dos cinco países analisados anteriormente era de apreciação das moedas frente ao dólar. A partir de setembro de 2008, já na terceira fase da crise, até início de 2009, quando se encerra a quarta fase, ocorre uma violenta depreciação das moedas listadas. Esses movimentos chamam ainda mais atenção pela tendência de apreciação anterior. Passada a fase mais aguda, no segundo trimestre de 2009, já na quinta fase em que há uma recuperação dos fluxos de capitais para os países emergentes, a tendência anterior à crise de apreciação das moedas é retomada. Essa tendência perdura até o final do primeiro semestre de 2011, quando então se inicia um cenário sem uma clara tendência, exceto para o Brasil e o Chile, em que se observa um movimento de depreciação das moedas.

No entanto, ao final de 2013 e início de 2014 ocorre um movimento generalizado de depreciação das moedas desses países, especialmente no Brasil, no México e, ainda mais acentuado, na Rússia. Para as moedas desses países, a depreciação chegou inclusive a ser mais intensa do que fora no auge da CFG. Ao fim de 2018, esses países registram patamares semelhantes ao auge do nível de depreciação das suas respectivas moedas, mas não sem antes passar por um novo movimento de apreciação, entre o segundo trimestre de 2016 (exceção para o México, cuja depreciação prosseguiu até fevereiro de 2017) e início de 2018. Quanto ao Chile e à Coreia do Sul, o movimento anteriormente descrito foi semelhante, porém com menor intensidade,

principalmente para o último país, cuja moeda tem tido oscilações mais suaves desde meados de 2011.

Gráfico 8 – Taxa de câmbio países selecionados (01/01/2007 = 100; 2007.1-2018.12)



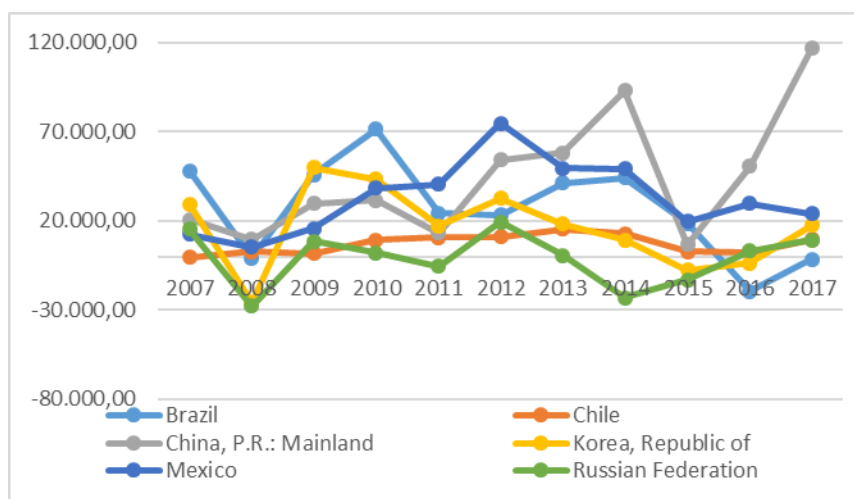
Fonte: elaboração própria a partir dos dados do *World Economic Outlook Databases* (FMI).

Apenas para efeito de comparação, foi reportada também a taxa de câmbio chinesa. Como pode ser observado, o renminbi foi a única moeda que não apresentou variação significativa na fase mais aguda da crise financeira global. Também foi a moeda que apresentou uma trajetória mais estável. Esse país optou por um regime monetário e cambial e de intervenção estatal que vocacionasse o país a ser competitivo externamente, de forma que, entre esses países, a China é o que possui as técnicas de gestão mais abrangentes sobre os fluxos de capitais.

Ao analisar os fluxos de capitais desses países, mais especificamente os valores dos passivos das subcontas investimento de portfólio (gráfico 9) e outros investimentos (gráfico 10) da conta financeira do balanço de pagamentos, observa-se um movimento semelhante aos mais gerais observados durante as fases da crise financeira global. Em relação às primeiras, observa-se uma queda no ano de 2008 em todos os países, exceção do Chile, sendo mais acentuada no Brasil, Coréia do Sul e Rússia.

Posteriormente, entre 2009 e 2013, há uma tendência de melhora nos fluxos financeiros para os países emergentes, mesmo que no ano de 2011 tenha em geral ocorrido uma queda em relação à 2010, os valores se mantiveram superiores ao ocorrido em 2008. Embora haja diferenças pontuais de *timing* e intensidade, os dados apresentam muitas semelhanças quanto aos momentos de alta e baixa nos países. Já após 2013, há uma maior tendência generalizada de queda, sendo que os momentos de baixa mais acentuada variaram entre os países. Rússia teve o pior resultado em 2014, Brasil em 2016 e os demais em 2015. Apesar de os dados apresentarem uma melhora em 2017, não se pode afirmar que é uma tendência, pois em 2018, ainda que os dados não tenham sido consolidados até o momento da conclusão deste trabalho, eles não se mostraram muito positivos. O único país que retomou uma forte entrada de investimentos dessa modalidade foi a China, que, após abrupta queda em 2015, apresentou em 2017 o maior valor da série observada.

Gráfico 9 – Total do passivo da subconta investimento de portfólio (US\$ milhões; 2007-2018)

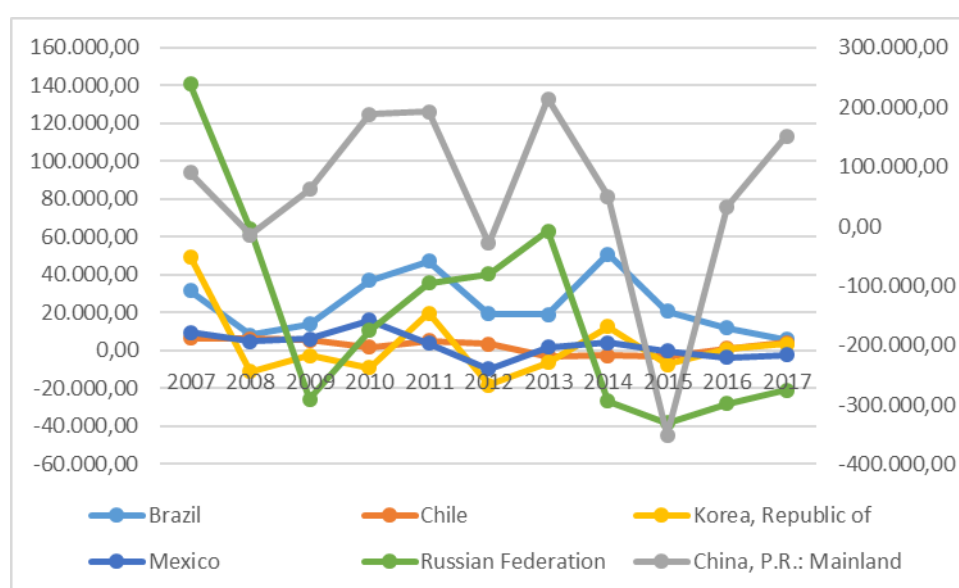


Fonte: elaboração própria a partir dos dados do *World Economic Outlook Databases* (FMI).

No que se refere ao total do passivo da subconta outros investimentos, os resultados são até semelhantes, todavia a reversão dos fluxos ocorreu, na maioria das vezes, posteriormente, ao se comparar com os investimentos de portfólio. Por exemplo, enquanto em 2009 houve uma melhora generalizada para o ingresso dos investimentos de portfólio, essa melhora ocorreu apenas

em 2011 para a subconta outros investimentos, ano que para os investimentos anteriores foi majoritariamente de queda. O contrário também ocorreu em 2012 e 2014. Com exceção novamente para a China, os dados não apontaram para uma melhora significativa em 2017, sendo que os patamares foram inferiores ao encontrado em 2007. Essas diferenças de *timing* podem ser explicadas pelas diferentes características de cada subconta, tal como descrito na seção 2.

Gráfico 10 – Total do passivo da subconta outros investimentos (US\$ milhões; 2007-2018)



Fonte: elaboração própria a partir dos dados do *World Economic Outlook Databases* (FMI).

6. Relação entre PMNC e os países emergentes

Os movimentos das moedas dos países emergentes e dos fluxos financeiros direcionados aos países tratados na seção anterior estão relacionados aos efeitos da crise financeira global e suas respectivas consequências em países financeiramente abertos. Mas um aspecto que justifica os movimentos do que foi considerado como sexta fase da crise financeira global e seu fim posterior merece uma atenção especial, que são as implementações após 2008 das políticas monetárias não convencionais (PMNC) por parte de grandes países desenvolvidos, como EUA, Japão, Inglaterra e os países da zona do euro, via Banco Central Europeu. Países

desenvolvidos relativamente menores também as empreenderam, como Dinamarca (2012), Suíça (2014) e Suécia (2015) (BECH; MALKHOZOV, 2016)⁸.

Devido a sua condição de país emissor da moeda-chave, cabe uma maior atenção às PMNC praticadas pelos EUA e sua posterior reversão. Como traz Rey (2016), a política monetária dos EUA provoca significativos impactos na estabilidade financeira global e na atividade econômica, via mercado de crédito e cambial. No contexto do SMI contemporâneo, o dólar é uma moeda de financiamento importante em todo o mundo. Inclusive, muitos intermediários financeiros recorrem ao crédito em dólar de curto prazo e ainda a taxas flutuantes. Nesse sentido, a política monetária dos EUA tem efeito imediato no fluxo de caixa, pois altera o patrimônio líquido dos agentes econômicos e sua capacidade de alavancagem.

Com o desenrolar da crise nos EUA, o *Federal Reserve* (Fed) lançou mão de medidas não convencionais para agir em três esferas: i) empréstimos a instituições financeiras; ii) provisão de liquidez a mercados de crédito relevantes/sensíveis; e iii) compras de ativos em grande escala (Roache e Rousset, 2013). Em se tratando do terceiro aspecto e consequente afrouxamento quantitativo (QE), pode-se dividir em três fases: QE1 (11/2008-03/2010), com aquisição de US\$1.750 bilhões; QE2 (11/2010-06/2011), envolvendo obtenção de US\$600 bilhões; e QE3 (09/2012-10/2014), com compras mensais de US\$40 bilhões (até 12/2012) além de mais US\$85 bilhões. O final da terceira fase marca o fim do QE praticado pelos EUA (SAHAY *et al.*, 2014; CHEN *et al.*, 2017).

Alguns autores buscaram identificar os efeitos sobre os países emergentes das PMNC e do período que ficou conhecido como *taper talks*, a partir do primeiro anúncio (maio de 2013) da intenção do Fed de reduzir seu programa de QE.

⁸ Bernanke e Reinhart (2004) apontam três estratégias alternativas (e complementares) de política monetária para os contextos de taxas nominais de curto prazo próximas a zero: (i) influenciar expectativas sobre o comportamento da taxa de juros no futuro; (ii) políticas de afrouxamento quantitativo (quantitative easing – QE); e (iii) a alteração da composição do balanço do BC para alterar o estoque relativo de títulos detidos pelo público. Taxas de juros negativas podem ser consideradas também uma PMNC.

Em uma análise do período 01/2000-03/2014, Chen, Tommaso e Sahay (2014) encontraram evidências de que mudanças na política monetária dos EUA afetam a entrada de capitais e os preços dos ativos nas economias emergentes. Em relação ao período de PMNC (cujo início os autores estabeleceram como sendo novembro de 2008), os impactos teriam sido diferentes e mais fortes. E, para muitos ativos, os reflexos foram ainda mais fortes quando se iniciaram os sinais do *tapering* (maio de 2013). Nessa análise, os fundamentos econômicos⁹ aparecem como relevantes para determinar os impactos sobre os países emergentes. O grau de liquidez dos mercados financeiros domésticos seria outro fator que reduziria os impactos.

Já o estudo de Mohanty (2014) sugere que a correlação entre os preços dos ativos e as taxas de juros em âmbito global teria se tornado maior durante o período de políticas monetárias expansionistas nas economias avançadas e teria havido um aumento da influência das taxas de juros estadunidenses sobre a dos países emergentes. O autor chama a atenção para a dificuldade de países emergentes em conter períodos prolongados de baixas taxas de juros de longo prazo e maior apetite por riscos nos mercados financeiros globais decorrentes das PMNC. Nem mesmo a taxa de câmbio seria um instrumento adequado para isolar tais efeitos, pois mesmo grandes variações não seriam capazes de reduzir o apetite por ativos de maior risco e retorno. Um dos efeitos citados pelo autor que poderia levar a uma maior fragilidade nos momentos de reversão foi o aumento da tomada de recursos externos por empresas não financeiras no período.

De forma geral, o autor aponta que os países poderiam se “defender” dos efeitos das PMNC (e conseqüentemente sofrer menos os efeitos da reversão destas) por medidas como política fiscal contracionista, de forma a reduzir consumo, mitigar bolhas nos mercados de ativos e pressionar para baixo as taxas de juros domésticas. Outra saída seria a adoção de políticas macroprudenciais, limitando a tomada de riscos pelos agentes. Por último, poderiam ser adotados controles de capitais, embora estes pudessem representar maiores custos que as medidas supracitadas.

⁹ Como baixa inflação, proporção de dívidas detidas por estrangeiros, saldos positivos em conta corrente e crescimento econômico.

Eichengreen e Gupta (2014) analisaram os impactos do anúncio do *tapering* sobre 53 países emergentes¹⁰. O período analisado é bastante curto (abril-agosto de 2013), de forma a captar especificamente o primeiro anúncio. Segundo os autores, aqueles países que no período anterior permitiram maior apreciação da taxa de câmbio e reversões ou ampliações de déficit em conta corrente teriam sido os mais afetados. Mesmo melhores fundamentos¹¹ teriam sido pouco eficazes em reduzir tais impactos. Um fator que apresentou maior relevância na diferenciação dos impactos entre os países foi o tamanho e a liquidez dos mercados financeiros dos países. Os investidores teriam melhores condições de refazer seus portfólios em mercados maiores e mais líquidos, já que a venda de ativos poderia se dar com menores perdas. Os resultados sugerem que políticas macroprudenciais tiveram maior eficácia em conter os efeitos do que controles de capitais ou políticas fiscais restritivas.

A análise de Sahay *et al.* (2014) aponta que a partir dos primeiros sinais do *tapering* houve grande volatilidade nos fluxos de capitais para países emergentes¹², os quais também tiveram os preços de seus ativos bastante afetados. Os autores ressaltam que os impactos foram diferentes das reações usuais às medidas do Fed, sendo que os efeitos foram maiores no período de PMNC (após 2008) e a partir das *tapering talks* (maio de 2013). Entre os efeitos estão agudas desvalorizações cambiais, aumento no prêmio para financiamento externo, queda nos preços de ações e redução dos influxos de capitais. Nos momentos iniciais das *taper talks*, os impactos não teriam sido muito diferenciados entre os países. Mas, posteriormente, houve maior distinção, quando países com maiores necessidades de financiamento externo e desequilíbrios macroeconômicos foram mais impactados. Os autores destacam que países com mercados financeiros mais líquidos, melhores fundamentos e perspectiva de crescimento, bem como aqueles que fizeram maior uso de controles de capitais e medidas macroprudenciais no período anterior experimentaram menores volatilidades com as *taper talks*.

Tillmann (2016), por meio de combinações de testes VAR tradicionais com um VAR que integra informações binárias de anúncios de QE,

¹⁰ O impacto é medido sobre as seguintes variáveis: taxa de câmbio, nível de reservas e preços de ações.

¹¹ Como déficit público, nível de reservas e crescimento econômico.

¹² A análise envolveu 12 países emergentes.

estimando em dados macroeconômicos dos EUA e também com a inclusão de um indicador das condições financeiras dos mercados emergentes, chega às seguintes conclusões: um aumento inesperado na propensão do Fed a realizar QE aumenta fortemente não apenas os influxos de capital (investimento de portfólio direcionado para países emergentes), como também os preços das ações (indicador preço do mercado de ações de países emergentes – MSCI), as taxas de câmbio dos mercados emergentes¹³ e reduz os *spreads* dos títulos (EMBI *spread*). Os autores concluem que todas as funções de impulso-resposta mostraram que a PMNC nos EUA realmente tem um forte impacto nos mercados financeiros emergentes.

Anaya, Hachula e Offermanns (2017) encontraram em seu estudo econométrico para o período de janeiro de 2008 a dezembro de 2014 que um choque expansionista na política monetária dos EUA se mostra significativo para uma alta nos investimentos de portfólio para os países emergentes por quase dois trimestres, e ainda é acompanhado por um movimento persistente em variáveis reais e financeiras nos respectivos países. Além disso, predomina-se como resposta desses países um afrouxamento de sua própria política monetária. Ainda merece destaque que a heterogeneidade dos países não aparentou relevância para a diferenciação dos impactos decorrentes das alterações na política monetária dos EUA.

Por sua vez, Koepke (2018) realiza um estudo econométrico sobre os impactos da política monetária dos EUA e de sua expectativa de variação sobre fluxos de investimento de portfólio para os países emergentes durante o período 2000 a 2013. Como variáveis de controle internas (*pull factors*), o autor utiliza um índice do mercado de ações do mercado emergente (o MSCI EM), diferencial de juros dos títulos dos respectivos países e o do tesouro dos EUA e um indicador de surpresa do Citigroup, que mede a diferença das variáveis econômicas internas reveladas e as expectativas. Já as variáveis de controle externa (*push factors*) utilizadas foram os indicadores de aversão de risco internacional e algumas especificações para analisar o impacto das compras de ativos do Fed nos fluxos de carteira. Destaca-se a partir dos resultados obtidos que, embora a política monetária *per se* apresente resultados significativos para

¹³ Os seguintes países foram levados em consideração: Brasil, Índia, Coréia do Sul, México, Tailândia e África do Sul.

todas as simulações realizadas, os efeitos das alterações de expectativas da política monetária são superiores. Ademais, cabe ressaltar que há um efeito assimétrico sobre as alterações nas expectativas, pois quando elas são de aperto provocam uma queda dos fluxos de capitais para os países emergentes de forma mais acentuada do que ocorre quando elas são de afrouxamento. No que diz respeito às variáveis *pull factors*, elas mostraram-se pouco relevantes, sendo que as relacionadas com as variáveis internas sequer foram estatisticamente significantes a 10%.

O que se pode observar a partir dos textos analisados é que, em geral, os indicadores macroeconômicos possuem influência limitada para evitar os impactos da política monetária dos EUA nos sistemas financeiros dos países emergentes. Dos trabalhos que também abordaram as melhores alternativas a serem implementadas, destaca-se a adoção de medidas de gestão de capitais, em especial as medidas macroprudenciais, as quais mitigaram os efeitos nos momentos de boom e posterior das *taper talks*.

7. Considerações finais

O caráter instável dos fluxos de capitais no SMFI contemporâneo se mostrou nocivo aos países emergentes que optaram por um alto grau de integração à globalização financeira. Após as crises dos países emergentes dos anos 1990, houve um conjunto de alterações nas políticas econômicas desses países, bem como uma melhora de diferentes indicadores de vulnerabilidade interna e externa desses. Quando a crise financeira de 2007/2008 deixou de ser a crise do *subprime* e passou a ser global, observou-se o fim da hipótese de descolamento dos países emergentes. A não conversibilidade de suas moedas fez com que mesmo os países com sólidos indicadores macroeconômicos fossem impactados com abruptas saídas de capitais. Tal constatação, no entanto, não permite isolar saídas de capitais em momentos de crises das condições desses indicadores. Países da Europa em Desenvolvimento, por exemplo, foram os primeiros e os que mais fortemente sentiram os impactos da crise. Ainda assim, o grau de abertura financeira dos países emergentes mostrou-se fundamental para determinar o tamanho dos impactos da crise. Países que optaram pela abertura financeira foram impactados

significativamente e não apenas aqueles com indicadores ruins de vulnerabilidade. Já os países com maior gestão sobre os fluxos de capitais foram os menos impactados.

Após a crise financeira global e posterior retomada dos fluxos de capitais direcionados aos países emergentes em sequência das políticas do *easymoney* e uma melhora do ânimo dos investidores internacionais entre 2010 e 2011, alguns países emergentes procuraram meios de se proteger da volatilidade dos fluxos. Buscando, em um primeiro momento, conter a apreciação demasiada de suas moedas, alguns países restringiram-se a um conjunto mais limitado de instrumentos, variando entre estímulo à saída de capitais (África do Sul), enfoque nas medidas macroprudenciais (Coréia do Sul, Indonésia e Turquia) e medidas de controle de capitais para evitar o influxo excessivo de capitais (Tailândia) (Prates e Cunha, 2011). Já em países como Brasil e Peru observou-se a estratégia mais abrangente de gestão de capitais, com medidas mais abrangentes tanto de gestão sobre os fluxos de capitais quanto na adoção de regulações prudenciais.

As medidas adotadas, embora ainda apresentassem espaços para aprimoramentos, representaram um importante avanço para alguns desses países no que tange à adoção de gestão de capitais. Como observado na seção 5, diferentes autores mostraram os efeitos positivos da adoção de medidas macroprudenciais e controles de capitais para reduzir os impactos das *taper talks*. Contudo, desde então, diversas medidas foram inclusive revertidas, a exemplo do que ocorreu no Brasil. Dentre elas, destacam-se as que interromperam as cobranças de IOF sobre operações com derivativos (AREAE, 2013 e 2014). Como bons indicadores macroeconômicos mostraram-se insuficientes para conter os impactos negativos nos mercados financeiros, seja nos momentos mais agudos da crise, seja nas *taper talks* e posterior fim do QE por parte dos EUA, entende-se que diversos países emissores de moedas periféricas se mantêm vulneráveis às vicissitudes externas.

Referências

AHMED, S & ZLATE, A. *Capital flows to emerging market economies: a brave new world?* Board of governors of the federal reserve system. International Finance Discussion. Papers Number 1081, June, 2013.

AKYÜZ, Y. *Debt Sustainability in Emerging Markets: A Critical Appraisal*. DESA Working Paper No. 61 November, 2007.

_____. *Capital Flows To Developing Countries In A Historical Perspective: Will The Current Boom End With A Bust?* Research Papers. South Centre, 2011.

ANAYA, P.; HACHULA, M.; e OFFERMANN, C. J. *Spillovers of U.S. unconventional monetary policy to emerging markets: The role of capital flows*. Journal of International Money and Finance, 2017.

BECH, M., & MALKHOZOV, A. *How have central banks implemented negative policy rates?* BIS Quarterly Review, 2016.

BERNANKE, B.; REINHART, V.; SACK, B. *Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment*. Finance and Economics Discussion Series. Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, 2004.

BIANCARELI, A.M. *Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira*. Tese (Doutorado em Economia), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas. Campinas, 2007.

BIS. Annual Report. Basle: Bank of International Settlements, 2009.

BRUNO, V. e SHIN, H. S. *Capital flows, cross-border banking and global liquidity*. NBER Working Paper Series, 2013.

CARNEIRO, R de M. *Globalização financeira e inserção periférica*. Economia e Sociedade, Campinas, n. 13, p. 58-92, 1999.

_____. *Globalização e Inconvertibilidade Monetária*. Revista de Economia Política, vol. 28, nº 4, pp. 539-556, 2008.

CHAN-LAO, J. A. *The Global Financial Crisis and its Impact on the Chilean Banking System*. IMF Working Paper. WP/10/108. April, 2010.

CHEN, J.; TOMMASO, M.; SAHAY, R. *Spillovers from United States Monetary Policy on Emerging Markets: Different This Time?* IMF Working Paper, 2014.

CHEN, Q.; LOMBARDI, M.; ROSS, A.; ZHU, F. *Global impact of US and euroarea unconventional monetary policies: a comparison*. BIS Working Papers, n.610, fevereiro, 2017.

CHESNAIS, F. *Mundialização do Capital*. São Paulo: Xamã, 1996.

CONRAD, J. *Russia in the financial crisis and beyond*. DEUTSCHE BANK RESEARCH, 2011. Disponível em: <http://www.dbresearch.com>

CUNHA, A. M. ; PRATES, D. M.; BIANCARELLI, A. M. *Os desequilíbrios da economia internacional: uma análise crítica do debate recente*. Pesquisa & Debate (Online), v. 18, p. 223-249, 2007. .

DOW, S. *International liquidity preference and endogenous credit*. In J. DEPREZ, & J. HARVEY, *Foundations of International Economics Post Keynesian perspectives*. London: Routledge, 2011.

EICHENGREEN, B.; GUPTA, P. *Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets*. Policy Research Working Paper n°6754, 2014.

EPSTEIN, G.; Grabel, I., & Jomo, K.S. *Capital management techniques in developing countries: managing outflows in Malaysia, India and China*. Paper presented at the XVIth Technical Group Meeting (TGM) of the G-24 IN Port of Spain, Trinidad and Tobago, February 2003.

FARHI, M. Os dilemas da política econômica no "Pós-Crise". In M. Cintra, & K. Gomes, *As Transformações no Sistema Financeiro Internacional*. (Vol. Vol. 1, pp. 123-176). Brasília: IPEA, 2012.

GUTTMAN, R. *Asset Bubbles, Debt Deflation, and Global Imbalances*. International Journal of Political Economy 38(2): 46-69, 2009.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). *Annual Report On Exchange Arrangements And Exchange Restrictions*. Washington, DC:International Monetary Fund, (2010- 2015).

_____World Economic Outlook. *Uneven Growth. Short- and Long-Term Factors*, 2015.

KOEPKE, R. *Fed policy expectations and portfolio flows to emerging markets*. Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, 2018.

MOHANTY, M.S. *The transmission of unconventional monetary policy to the emerging markets: An overview*. BIS Papers, n°78, 2014.

PRATES, D. M. *Crises financeiras dos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa*. Tese (Doutorado em Economia), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

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

PRATES, D. M. & CINTRA, M. A. M. *The Emerging-market Economies in the Face of the Global Financial Crisis*. In: Sebastian Dullien; Detlef J. Kotte; Alejandro Márquez; Jan Priewe. (Org.). *The Financial and economic crisis of 2008-2009 and developing countries*. New York and Geneva: UNITED NATIONS, p. 53-71, 2010.

ROACHE, S., & ROUSSET, M. *Unconventional Monetary Policy and Asset Price Risk*. IMF Working Paper n. 13/190, Agosto 2013.

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

_____. *International channels of transmission of monetary policy and the mundellian trilemma*. NBER Working Paper Series, 2016.

SAHAY, R. *et al. Emerging Market Volatility: Lessons From The Taper Tantrum*. IMF Staff Discussion Note, 2014.

TILLMANN, P. *Unconventional monetary policy and the spillovers to emerging markets*. *Journal of International Money and Finance*, 2016.

WORLD DEVELOPMENT . Volume 39, Issue 5, May, pp.712–724, 2011.

Fontes de dados

Chicago Board Options Exchange. Disponível em: www.cboe.com.

International Monetary Fund, World Economic Outlook Databases. Disponível em: www.imf.org.

International Monetary Fund, International Financial Statistic. Disponível em: www.imf.org.