

Estratégias macroeconômicas depois da crise financeira global: o Brasil e os emergentes*

Daniela Magalhães Prates**

André Moreira Cunha***

Professora Doutora do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e pesquisadora do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq)
Professor da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS e pesquisador do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq)

Resumo

O presente artigo analisa a gestão econômica das principais economias emergentes no período pós-crise financeira global. Contribui-se com a extensão da periodização das "etapas da crise" originalmente proposta pelo Bank for International Settlements (BIS) - 2009. Com isso, foi possível identificar o aprofundamento do caráter defensivo das estratégias macroeconômicas dos países emergentes, bem como a introdução de elementos até então considerados inadequados pela visão convencional, como os controles de capitais. Os argumentos estão organizados da seguinte forma: após uma breve introdução, são analisadas as etapas da crise e, em seguida, as principais reações de política econômica das economias emergentes; a partir desse pano de fundo, as considerações finais fornecem uma avaliação das opções adotadas pelo Brasil e dos desafios colocados pelo ambiente de recuperação econômica.

Palavras-chave: economias emergentes; crise financeira global; política econômica.

Abstract

This article analyzes the economic policy of the major emerging economies after the global financial crisis. It also contributes with the extension of the periodization of the "stages of the crisis" originally proposed by the BIS (2009). It was possible to identify a deeper defensive character of the macroeconomic strategies in emerging countries, as well as the introduction of elements hitherto considered unsuitable for conventional wisdom, such as capital controls. The argument is organized as follows. After a brief introduction, we analyzed the stages of crisis and then the principal reactions of economic policy in emerging economies. From this background, the concluding remarks provide an assessment of the options adopted by Brazil and the challenges posed by the environment of economic recovery.

Key words: emerging economies; global financial crisis; economic policy.

* Revisor de Língua Portuguesa: Breno Camargo Serafini.
Artigo recebido em 05 jun. 2011.

** E-mail: daniprates@eco.unicamp.br

*** E-mail: andre.cunha@ufrgs.br

1 Introdução

O ambiente da globalização representou o retorno a uma ordem liberal nas finanças internacionais, caracterizada pela expansão do capital financeiro no espaço dos mercados globais, pelo enfraquecimento do poder regulatório estatal e pela recorrência de episódios de crises financeiras (Kregel, 2007; Reinhart; Rogoff, 2008). Na perspectiva dos países em desenvolvimento, a literatura especializada tem constatado que, ao invés de crescimento sustentável, a globalização, em sua dimensão financeira, tem produzido instabilidade econômica (Prasad *et al.*, 2003; World Bank, 2005). Em geral, a expansão doméstica do crédito associada à liberalização financeira (interna e externa) está na origem dos *booms* nos mercados reais e financeiros. Gera-se um ambiente onde as crises irrompem após períodos de abundância na entrada de capitais externos. Esses provocam: (a) apreciação das moedas das economias receptoras; (b) elevação nos preços dos ativos financeiros; (c) crescente fragilização externa — com deterioração dos saldos em conta corrente e redução na liquidez externa (ampliação da relação entre passivos e ativos externos e encurtamento das posições passivas). Tais elementos podem somar-se aos fatores endógenos (especialmente de origem fiscal) e, sobretudo, exógenos (como um aumento na taxa de juros internacionais) na precipitação das crises financeiras. Essas trazem contração no crédito, desequilíbrios patrimoniais nos agentes que assumiram posições alavancadas, especialmente em moeda estrangeira, queda abrupta no preço dos ativos, elevação intensa da taxa de câmbio, pressões inflacionárias e recessões profundas. O crescimento da renda e do emprego, na fase de auge da entrada de capitais, transforma-se em contração no nível de atividade, de modo que os baixos níveis médios de expansão do produto vêm associados a uma elevada volatilidade.

Foi a partir dessas constatações que se avolumaram as críticas à globalização financeira, particularmente depois da crise asiática. Naquele momento, mesmo economistas de tradição liberal, como Krugman (1999), passaram a alertar para os riscos de que tal tipo de ambiente traria para o lado real das economias. Krugman anunciava o risco do retorno à economia da depressão, algo que foi adiado pelas políticas contracíclicas das economias centrais, conforme argumentado na sequência. Todavia, suas preocupações ganharam contornos de maior realismo com a crise financeira originada no mercado de crédito

estadunidense. É importante enfatizar que, ao contrário das crises da segunda metade da década de 1990, cujos epicentros foram as economias emergentes, a crise financeira atual originou-se no mercado norte-americano de hipotecas de alto risco e contaminou, logo nos seus primeiros meses, os demais países desenvolvidos. No primeiro semestre de 2008, começou a se espalhar para alguns países emergentes, mas, somente em meados de setembro quando ela se converteu num fenômeno sistêmico (após a falência do banco de investimento Lehman Brothers), observou-se seu transbordamento praticamente generalizado para esses países. Nem mesmo aqueles com bons fundamentos e políticas econômicas consideradas saudáveis ficaram incólumes.

Em resposta ao efeito-contágio da crise, os governos de várias economias emergentes acionaram, seguindo o exemplo dos seus congêneres nos países avançados, um conjunto de iniciativas para atenuar seus efeitos. No plano financeiro, procurou-se reverter a depreciação de suas moedas, bem como seus impactos adversos sobre os sistemas financeiros domésticos — seja diretamente (no caso dos sistemas mais dependentes de *funding* externo ou com presença expressiva de bancos estrangeiros), seja indiretamente (pelas perdas das empresas com derivativos cambiais e pelo aumento da preferência pela liquidez dos agentes diante do quadro de elevada incerteza). Essas iniciativas tiveram como denominador comum, em sua maior parte, a ação anticíclica, contrariamente ao padrão de política econômica adotado nas situações pregressas de instabilidade cambial e financeira. Assim, outra dimensão inédita da crise atual (além da sua origem no centro do sistema) consiste na mudança de postura desses governos, que priorizaram a sustentação da atividade econômica (CEPAL, 2010; BIS, 2010).

Essas duas dimensões inéditas podem estar relacionadas. Nas crises precedentes, a adoção de políticas pró-cíclicas (ou seja, restritivas), defendidas pelos organismos multilaterais e pelos governos do G-7, tinha o objetivo de reconquistar a credibilidade dos mercados financeiros, que seria uma pré-condição para o retorno dos fluxos de capitais externos. Em contrapartida, diante da natureza sistêmica da crise recente, é possível levantar a hipótese de que os governos dos países emergentes optaram pela rejeição dessas políticas, que, além de totalmente inócuas (no sentido de estimular esse retorno), contribuiriam para agravar seus desdobramentos indesejados, ao criar um círculo vicioso entre depreciação cambial, contração do crédito, deflação de ativos e

redução das receitas e da capacidade de pagamento das dívidas pelas empresas.

É nesse sentido que o presente artigo parte da caracterização das reações de gestão econômica das principais economias emergentes no período pós-crise financeira global¹. Contribui-se com a extensão da periodização das “etapas da crise” originalmente proposta pelo BIS (2009). Com isso, foi possível identificar o aprofundamento do caráter defensivo das estratégias macroeconômicas dos países emergentes, bem como a introdução de elementos até então considerados inadequados pela visão convencional, como os controles de capitais. Além desta introdução, o trabalho tem mais três seções: na seqüência, são analisadas as etapas da crise; depois, as principais reações de política econômica das economias emergentes; e, a partir desse pano de fundo, as considerações finais fornecem uma avaliação das opções adotadas pelo Brasil e dos desafios colocados pelo ambiente de recuperação econômica.

2 A crise financeira global e suas etapas

Para melhor compreender os efeitos da crise financeira global sobre as economias emergentes, bem como a reação destas em termos de suas políticas econômicas, parte-se da periodização em cinco etapas feita pelo Bank of International Settlements (BIS, 2009). A primeira, de julho de 2007 a março de 2008, teria sido um “prelúdio”, já que a crise era ainda a “crise *subprime*”, ou seja, as turbulências concentravam-se nesse mercado e, assim, atingiam somente as instituições financeiras dos Estados Unidos e de algumas economias avançadas que tinham aplicações nos títulos vinculados àquelas hipotecas. Naquele momento, a maioria das economias emergentes manteve-se incólume, fenômeno que resultou na tese do “descolamento” (*decoupling*), segundo a qual essas economias, que vinham apresentando melhor desem-

penho antes da crise, não seriam contagiadas pela turbulência financeira.

Na segunda etapa, entre março e setembro de 2008, a crise foi se espalhando para outros segmentos dos mercados financeiros, e se sucederam resgates e aquisições de instituições financeiras relevantes, que culminaram na falência do banco Lehman Brothers. Nessa etapa, a retração de linhas de crédito bancário atingiu algumas economias emergentes com elevados déficits em transações correntes (casos de Turquia e África do Sul) ou com elevado endividamento de curto prazo (caso da Coreia do Sul).

Essa falência marcou a passagem para a terceira fase, de setembro ao final de outubro de 2008, quando a crise se tornou uma “crise de confiança global”. Embora tenha sido a sua fase mais curta, esta também foi a mais aguda, quando a crise se converteu num fenômeno sistêmico, resultando na virtual paralisação do sistema financeiro internacional e se espalhando para praticamente todos os países avançados e emergentes (cujas empresas e bancos não tinham nenhum vínculo com os títulos vinculados às hipotecas *subprime*). O efeito-contágio da crise sobre as regiões emergentes ocorreu mediante vários canais de transmissão, envolvendo, seja a conta corrente (queda dos preços das *commodities* e da demanda mundial e aumento das remessas de lucros pelas empresas e bancos), seja a conta financeira (menor ingresso de investimento direto, saída dos investimentos de portfólio, interrupção das linhas de crédito comercial e forte contração dos empréstimos bancários (IEDI, 2008).

Após a resposta de política coordenada entre os bancos centrais dos países avançados (que envolveu operações de injeção de liquidez, cortes das metas das taxas de juros básicas e, principalmente, garantia às operações interbancárias), a quarta fase iniciou-se, quando a situação dos mercados financeiros começou a se estabilizar, mas a crise se transformou numa crise econômica, com a “reversão econômica global”, que se estendeu do final de outubro de 2008 a meados de março de 2009. Nessa fase, os governos dos países emergentes asiáticos e latino-americanos (que apresentavam situação macroeconômica e externa mais robusta no limiar da crise) também acionaram um conjunto de iniciativas anticíclicas de política econômica, para conter a depreciação de suas divisas e atenuar seus impactos adversos sobre os sistemas financeiros domésticos e sobre a atividade econômica.

A cronologia do BIS termina na quinta fase (de meados de março a junho de 2009), com os primeiros sinais de estabilização dos mercados financeiros globais. Na atualização aqui proposta, essa fase

¹ Sobre os determinantes da crise financeira global, ver, dentre outros, AKB (2008), Wray (2009; 2010) e Kregel (2008). Esses autores procuram contextualizar a crise financeira nos marcos do processo de liberalização das finanças ocorrido nas últimas décadas. Enfatiza-se o descolamento entre as esferas real (produção e emprego) e financeira nas modernas economias de mercado. Compartilhamos essa perspectiva, mas optamos, neste trabalho, por avaliar alguns desdobramentos daquela sobre as estratégias de gestão macroeconômica, especialmente nos países em desenvolvimento.

estendeu-se até o final de 2009 e foi marcada, por dois movimentos. Por um lado, a progressiva melhora da situação, nesses mercados, ao longo do segundo semestre de 2009, que transpareceu na queda do *Ted Spread* (principal indicador de risco sistêmico, que retornou ao patamar vigente antes da crise *subprime*, em torno de 0,5%) e do VIX (indicador de aversão ao risco dos investidores globais) e na valorização dos mercados acionários nas economias avançadas.

Por outro lado, pelo movimento de recuperação da economia global, ancorado, sobretudo, na superação do efeito-contágio da crise pelos países emergentes, que aceleraram seu ritmo de expansão (China e Índia, por exemplo) ou saíram da situação recessiva. Esse movimento foi reforçado pela saída da recessão nos países avançados (induzido, sobretudo, pelos pacotes de estímulo fiscal), liderado por Alemanha, França e Japão, que registraram variação positiva do PIB (frente ao trimestre anterior, com ajuste sazonal) já no segundo trimestre, seguidos pelos Estados Unidos (+0,6% no terceiro trimestre) e pelo Reino Unido (+0,1% no quarto trimestre) — Gráfico 1. A recuperação no centro contribuiu, por sua vez, para restaurar os fluxos de comércio internacional, que estimulou ainda mais a retomada econômica nos países emergentes.

O ambiente de taxas de juros historicamente baixas nessas economias e de abundante liquidez internacional, ao induzir a busca de ganhos financeiros pelos investidores globais, teve dois desdobramentos adicionais: o retorno dos fluxos de capitais para os países emergentes e a especulação nos mercados futuros de *commodities*, que contribuíram, de forma decisiva, para a alta dos preços desses bens a partir do segundo trimestre de 2009. Essa alta decorreu, igualmente, da própria recuperação da economia mundial sob a liderança das economias emergentes, sobretudo da China, que também impulsionou o volume do comércio mundial (Tabela 1).

Este artigo propõe a existência de uma sexta fase, que emerge no final de 2009, com a crise soberana da área do euro, associada aos déficits fiscais elevados em quatro países europeus, Portugal, Irlanda, Grécia e Espanha (o que deu origem ao acrônimo “PIGS”, depois convertido para o politicamente correto “GIPS”), que teve seu primeiro epicentro na Grécia no final de 2009. Essa fase, que se prolonga até abril de 2011, é marcada por dois movimentos no âmbito dos países avançados.

Em primeiro lugar, a evolução da crise na área do euro, que se agravou ao longo do primeiro trimestre de 2010, até o anúncio, em maio desse ano, do pacote de

€ 110 bilhões para a Grécia, do lançamento do Fundo de Estabilização (de €750 bilhões) e do início da compra de títulos soberanos em poder dos bancos pelo Banco Central Europeu (BCE) nas suas operações de mercado aberto. A partir de setembro, essa crise agravou-se novamente, com uma nova onda de turbulência com epicentro na Irlanda. A compra de dívida soberana pelo BCE, o pacote de ajuda da União Europeia e do FMI, o plano de austeridade fiscal e o anúncio, em dezembro da criação em caráter permanente de um mecanismo de apoio aos países em dificuldade financeira em 2013 (denominado “Mecanismo Europeu de Estabilidade”) não foram suficientes para acalmar os mercados. Com isso, no primeiro trimestre de 2011, a “bola da vez” foi Portugal. A resolução definitiva dessa crise ainda é incerta. A criação efetiva desse mecanismo está em negociação e deve ocorrer em junho.

Em segundo lugar, a fragilidade da recuperação econômica nos países avançados, que resultou na segunda rodada da política de afrouxamento quantitativo (*quantitative easing*) do Federal Reserve (Fed), a partir de novembro de 2010. Embora o objetivo declarado dessa política tenha sido a redução das taxas de juros de longo prazo e a alta dos preços dos ativos (de forma a gerar um “efeito-riqueza” positivo e, assim, estimular os gastos privados), ela também foi interpretada como um instrumento de depreciação adicional do dólar para estimular as exportações norte-americanas (o que contribuiria para a reação da atividade econômica) (Akyuz, 2011).

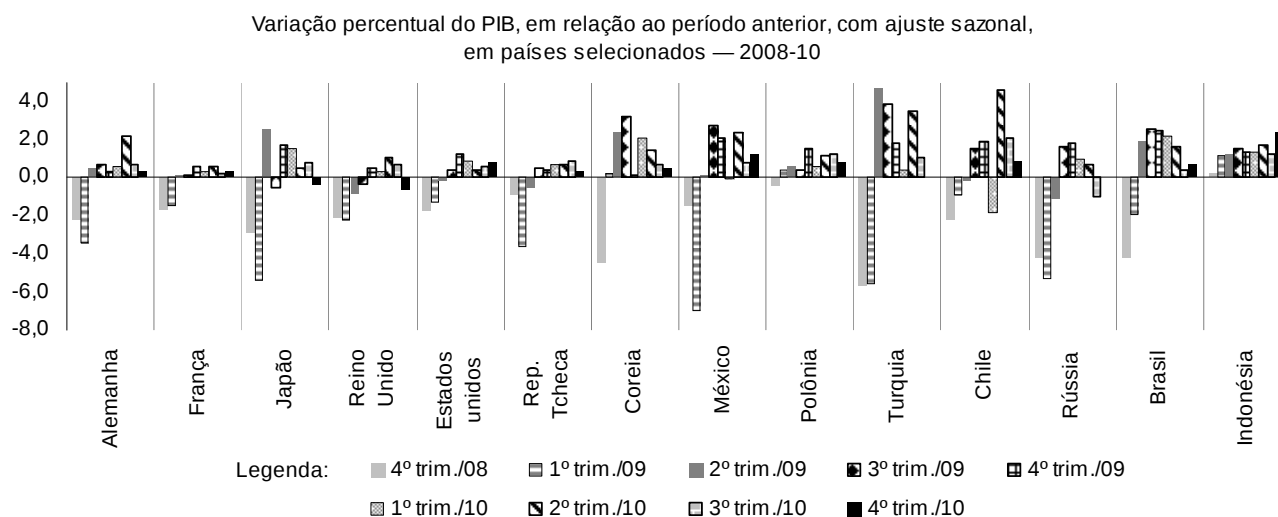
Esses dois movimentos fomentaram ainda mais os fluxos de capitais para os países emergentes. Diante das expectativas ainda pessimistas em relação à recuperação econômica e à estabilidade financeira nos países avançados, a expansão adicional da liquidez decorrente da compra de títulos (públicos e/ou privados) pelo BCE e pelo Fed se direcionou, por excelência, para os ativos desses países, em função, seja das maiores taxas de retorno esperadas, seja da redução adicional do diferencial de prêmio de risco entre os ativos das economias emergentes e avançadas, devido à alta do risco de *default* nessas últimas. O *boom* de preços das *commodities* também ganhou ímpeto na medida em que essa expansão estimulou a especulação nos mercados futuros, tanto indiretamente (ao afastar a ameaça de “*double dip*”), como diretamente (ao expandir ainda mais a liquidez em dólares e a busca por alternativas de aplicação rentáveis).

Esse contexto impôs novos desafios para os países emergentes, que se depararam com a neces-

cidade de minimizar os efeitos desestabilizadores do ingresso de capitais e da alta das cotações das *commodities*, dentre os quais, as pressões em prol da apreciação cambial, a aceleração da inflação e bolhas

especulativas nos mercados de crédito e de capitais. A próxima seção apresenta a resposta de política econômica a esses desafios.

Gráfico 1



FONTE DOS DADOS BRUTOS: OCDE.

Tabela 1

Condições econômicas globais — 2009/12

DISCRIMINAÇÃO	2009	2010	2011 (1)	2012 (1)
Comércio mundial (variação percentual anual)				
Volume	-10,9	12,4	7,4	6,9
Preço das <i>commodities</i>	-30,0	26,0	n.d.	n.d
Não energéticas	15,8	26,3	25,1	-4,3
Petróleo	-36,3	27,9	35,6	0,8
Fluxos de capitais para as economias emergentes (US\$ bilhões)				
Investimento direto externo	137	139	182	192
Fluxos financeiros	208	499	514	539
Ações	81	141	125	145
Títulos renda fixa	-15	164	179	172
Empréstimos bancários	142	194	210	222

FONTE: International Institute of Finance.

Fundo Monetário Internacional.

(1) Os dados referem-se a projeções.

3 Estratégias defensivas e reativas: as reações das economias emergentes

Dois importantes canais de transmissão da crise global para os países emergentes — a retração dos

fluxos de capitais e a deflação dos preços das *commodities* — tiveram vida curta. A dimensão inédita (em termos dos recursos envolvidos e dos instrumentos utilizados) da resposta anticíclica de política monetária nos países avançados e a própria metamorfose da crise (resumida anteriormente) resultaram, num curto período de tempo, no surgimento de dois novos ciclos (de fluxos de capitais e de preços das

commodities), que ganharam impulso na sexta fase da crise.

Assim, dois fenômenos que caracterizaram o período pré-crise voltaram à cena de forma relativamente precoce, devido, sobretudo, a eventos no centro do sistema, ou seja, aos fatores externos às economias emergentes, característica também presente nos ciclos precedentes de fluxos de capitais (Akyüz, 2011). Todavia a própria dinâmica dessas economias a partir da quinta fase da crise, após a superação do efeito-contágio pela maioria dos países latino-americanos e asiáticos, estimulou os dois *booms*.

No caso dos fluxos de capitais, o diferencial entre os juros internos e externos ampliou-se após a crise, devido às taxas de juros historicamente baixas nos países avançados e à redução do risco relativo dos ativos emitidos por empresas, bancos e governos dos países emergentes, devido à saída bem-sucedida da crise. Nesse contexto, as operações de *carry trade* ressurgiram com toda a força, agora também ancoradas em empréstimos em dólar e euro (e não somente em iene, que era a divisa privilegiada de *funding* no pré-crise).

O *gap* de rentabilidade das aplicações de renda fixa aumentou ainda mais, a partir de 2010, em função da crise soberana do euro (que reforçou a queda do risco relativo) e do início de uma nova fase de alta das taxas de juros básicas em vários desses países, como destacado a seguir. Ademais, a rápida e forte retomada econômica (num ritmo muito superior ao das economias avançadas) estimulou os investimentos de portfólio em ações e os investimentos diretos estrangeiros. Essa retomada, sob liderança da China, impulsionou, igualmente, a alta dos preços das *commodities*, que se reforçou na sexta fase da crise, devido a choques de oferta e às turbulências políticas no norte da África e no Oriente Médio (que afetaram, respectivamente, as *commodities* agrícolas e o petróleo).

Num primeiro momento, o alívio da situação externa propiciado pelo retorno dos fluxos de capitais (e, no caso dos países exportadores de *commodities*, pela alta dos preços desses bens) possibilitou a reversão da depreciação cambial (Gráfico 2) e a retomada da estratégia de acumulação de reservas no âmbito dos regimes de flutuação suja, que se tornaram predominantes nos países emergentes, após as crises dos anos 90 (BIS, 2010; IMF, 2011; IIF, 2011). Ademais, nos países com déficits em transações correntes, esse retorno relaxou as restrições externas ao crescimento.

O *mix* entre “apreciação-acúmulo de reservas”, contudo, foi bastante diferenciado (mesmo em cada região), não somente em função do grau de depreciação cambial na fase mais aguda da crise (quarta etapa), mas também dos objetivos subjacentes da política cambial. Alguns países optaram por resistir ao máximo à valorização cambial (como a China), de forma a manter a taxa de câmbio num patamar competitivo. Em contrapartida, outros foram menos agressivos na política de compra de reservas e/ou deixaram suas moedas apreciarem de forma rápida e intensa. No caso do Brasil, a despeito dessa política, o real registrou a maior apreciação nominal em 2009 (25,6%), no âmbito dos países emergentes. Considerando a variação entre o piso atingido na crise e dezembro de 2010, o real já tinha sido valorizado em 38,4%, em termos efetivos — considerando a variação da taxa de câmbio real multilateral calculada pelo FMI (Tabela 2). A partir do final de 2009, o manejo dos instrumentos convencionais de política cambial e monetária revelou-se insuficiente para neutralizar os desequilíbrios decorrentes do excesso de liquidez no mercado de câmbio (gerado pelos dois *booms*, de fluxos de capitais e de preço das *commodities* no caso das economias exportadoras desses bens). O tipo e intensidade dos desequilíbrios dependeram da combinação de política utilizada.

Nos países que optaram por uma maior flexibilidade da taxa de câmbio, a continuidade do movimento de apreciação cambial tornou-se indesejável, devido aos seus efeitos perversos sobre a competitividade dos bens domésticos num ambiente de acirramento da concorrência (no exterior e internamente) e, assim, sobre a balança comercial. Ademais, essa apreciação também pode comprometer a estabilidade financeira, ao estimular o endividamento em divisa estrangeira e resultar em descasamento de moedas.

A estratégia de acúmulo de reservas envolve, igualmente, custos e riscos. Por um lado, se o impacto monetário das compras de divisas pelo Banco Central é integralmente neutralizado mediante a venda de títulos públicos (operação conhecida como esterilização), seu efeito expansionista sobre o mercado monetário não se concretiza, mas, em contrapartida, a dívida pública bruta aumenta, e o setor público arca com o custo fiscal decorrente do diferencial entre os juros externos que remuneram as reservas e a taxa de juros desses títulos (o mesmo diferencial que estimula parte expressiva dos fluxos de capitais). Por outro lado, se a esterilização é parcial, os fluxos de capitais podem gerar ou reforçar bolhas de crédito ou de preços dos ativos.

Ademais, a própria saída bem-sucedida da crise (associada às políticas anticíclicas de envergadura) colocou novos desafios para a política econômica. A partir do último trimestre de 2009, algumas economias passaram a enfrentar uma situação de sobreaquecimento, com excessiva expansão do crédito e/ou alta dos preços dos ativos mobiliários e imobiliários (World Bank, 2011). Em vários países, o próprio ingresso de fluxos de capitais contribuiu para essa situação, seja devido ao relaxamento da restrição externa (no caso da existência de déficits em transações correntes), seja em função do efeito-renda positivo da apreciação cambial, seja devido ao fomento da expansão creditícia e da inflação de ativos. Naqueles que absorveram um volume considerável de investimentos de portfólio no mercado de dívida pública, as aplicações dos não residentes (que se concentram nos papéis de maior prazo de duração) exerceram pressões baixistas sobre a taxa de juros de longo prazo, estimulando, assim, a atividade econômica (IMF, 2011). O contexto de forte redução das margens de capacidade ociosa e demanda aquecida somado à alta dos preços das *commodities* resultou, por sua vez, na aceleração da inflação em várias economias emergentes, onde seu impacto nos índices de preços é muito maior do que nas economias avançadas, devido à composição da cesta de consumo, mais intensiva em bens básicos.

Assim, a resposta convencional seria a adoção de uma política monetária restritiva (combinada com uma política fiscal anticíclica), para desacelerar o crescimento e conter as pressões inflacionárias. Todavia a elevação da taxa de juros básica estimularia ainda mais o ingresso de capitais, o qual, por sua vez, acentuaria o desalinhamento cambial e/ou pressionaria ainda mais as contas públicas e/ou fomentaria o *boom* de crédito e de preços dos ativos.

Para atingir os múltiplos objetivos de política, as autoridades econômicas de vários países emergentes, além de acionar instrumentos convencionais de política macroeconômica (alta da taxa de juros e, em alguns casos, medidas de redução dos gastos públicos) para desaquecer a economia e controlar a inflação, adotaram medidas de âmbito regulatório, seja de gestão dos fluxos de capitais, seja de regulação financeira prudencial. O primeiro grupo envolve instrumentos de controles à entrada e estímulo à saída de capitais, bem como iniciativas voltadas para o aumento da eficácia das políticas de esterilização, enquanto o segundo grupo abrange medidas — também denominadas “macroprudenciais” — que impactam as operações ativas e passivas das instituições bancárias, para evitar a emergência de riscos sistêmicos.

Essas medidas (sintetizadas no **Apêndice**) tiveram os seguintes objetivos (que variaram dependendo do país): conter a apreciação cambial e/ou as bolhas especulativas nos mercados de crédito e de capitais; evitar que o ajuste na política monetária (que ampliou ainda mais o diferencial entre os juros internos e externos — Gráfico 3) ampliasse ainda mais os desequilíbrios na área externa e financeira (ao estimular ainda mais o ingresso de capitais) e/ou reduzir ou evitar a intensidade desse ajuste — casos, respectivamente, do Brasil e da Turquia, que, inclusive, reduziu a taxa de juros no período recente. Contudo alguns países não recorreram, até o momento, a essas medidas e optaram pelo aperfeiçoamento ou aprofundamento da estratégia de política macroeconômica vigente, especialmente na área cambial. Nesse grupo estão o Chile e o México (que intensificaram a política de acúmulo de reservas) e Cingapura, que aumentou a inclinação da banda de oscilação da moeda local, o que se refletiu numa maior apreciação cambial.

Assim como no âmbito das políticas macroeconômicas, cada país optou por uma combinação específica de medidas regulatórias, já que os dilemas enfrentados também se diferenciaram. É possível identificar quatro grupos de países. O primeiro grupo, do qual faz parte somente a África do Sul, recorreu, de forma quase exclusiva, a medidas de estímulo à saída de capitais pelos residentes, de forma a reduzir o superávit no mercado de câmbio e, assim, a pressão em prol da apreciação cambial.

O segundo grupo, que abrange Coreia do Sul, Indonésia e Turquia, priorizou as medidas macroprudenciais e recorreu marginalmente a instrumentos de gestão dos fluxos de capitais. Todavia há uma importante diferença entre os três países. Enquanto, na Turquia, essas medidas estão voltadas para a desaceleração do crédito doméstico (por razões prudenciais e como instrumento alternativo de política monetária), na Indonésia e, sobretudo, na Coreia do Sul, o seu objetivo é conter a exposição cambial do sistema bancário. Assim, a regulação prudencial está atuando, na prática, como um controle de capital. No caso deste último país, o elevado endividamento externo e a atuação dos bancos como contraparte dos exportadores no mercado de derivativos foi um dos principais mecanismos de transmissão da crise financeira global.

No terceiro grupo, que inclui somente a Tailândia, foram privilegiadas medidas de controle de capitais para desestimular o ingresso de recursos externos. Somente uma medida prudencial foi adotada para

conter a expansão do crédito doméstico imobiliário. Ou seja, a regulação prudencial não foi utilizada como instrumento coadjuvante da gestão dos fluxos de capitais.

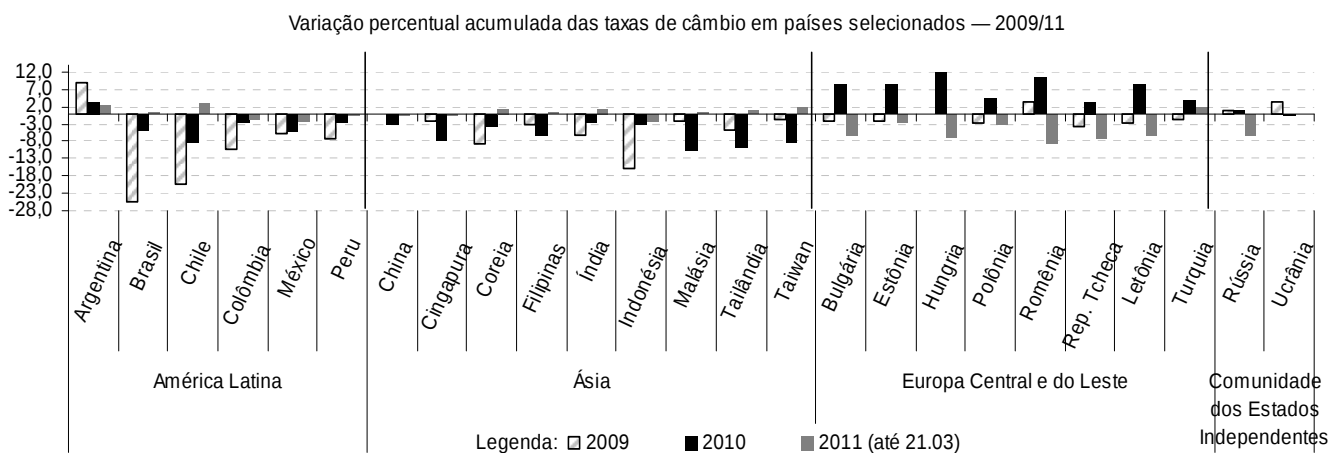
No quarto grupo, que inclui o Brasil e o Peru, optou-se pelos dois tipos de instrumentos (gestão dos fluxos e regulação prudencial). Ademais, esses países foram os que adotaram o maior número de medidas nos dois *fronts*. Alguns denominadores comuns contribuem para explicar essas semelhanças, dentre os quais: como as duas economias são importantes exportadoras de *commodities* metálicas, o *boom* de preços desses bens reforçou a tendência de apreciação e estimulou o ingresso de fluxos de investimento direto externo (que predominaram no caso do Peru) para os setores de extrativa mineral; a recuperação da demanda doméstica após o efeito-contágio da crise foi muito rápida e acompanhada por uma forte expansão do crédito.

Diante dos maiores desafios de política econômica, os dois países latino-americanos que mais absorveram fluxos de capitais no ciclo recente adotaram uma estratégia mais abrangente, que, por sua vez, pode ampliar a eficácia de cada instrumento utilizado. Isto porque há importantes *feed-backs* tanto entre as medidas regulatórias, como entre elas e a política macroeconômica. Por exemplo, instrumentos de regulação prudencial (como limites à operação dos bancos em moeda estrangeira) funcionam na prática como controles de capitais, enquanto alguns desses controles (como taxação dos empréstimos externos) reduzem o risco sistêmico (Epstein; Grabel; Jomo, 2004); a regulação prudencial e alguns tipos de controle de capitais, que visam desacelerar o crédito ou desinflar a bolha de ativos, podem contribuir para o controle da inflação (e, assim, auxiliarem na política monetária), devido ao seu impacto sobre a demanda agregada (Blanchard; Delli'Ariccia; Mauro, 2010).

Esses *feed-backs* são reconhecidos nos dois documentos divulgados recentemente pelo FMI sobre a gestão dos fluxos de capitais pelas economias emergentes (FMI, 2011; Ostry et al., 2011). Todavia as recomendações de política contidas nesses dois documentos — e endossadas no Capítulo 4 do World Economic Outlook de abril de 2011 — são de que, em primeiro lugar, os países esgotem as opções de política macroeconômica disponíveis, quais sejam: apreciação cambial (quando a moeda se encontra num patamar depreciado), acumulação de reservas e redução da taxa de juros e/ou ajuste fiscal quando as condições macroeconômicas permitem (inexistência de pressões inflacionárias e de sobreaquecimento). As

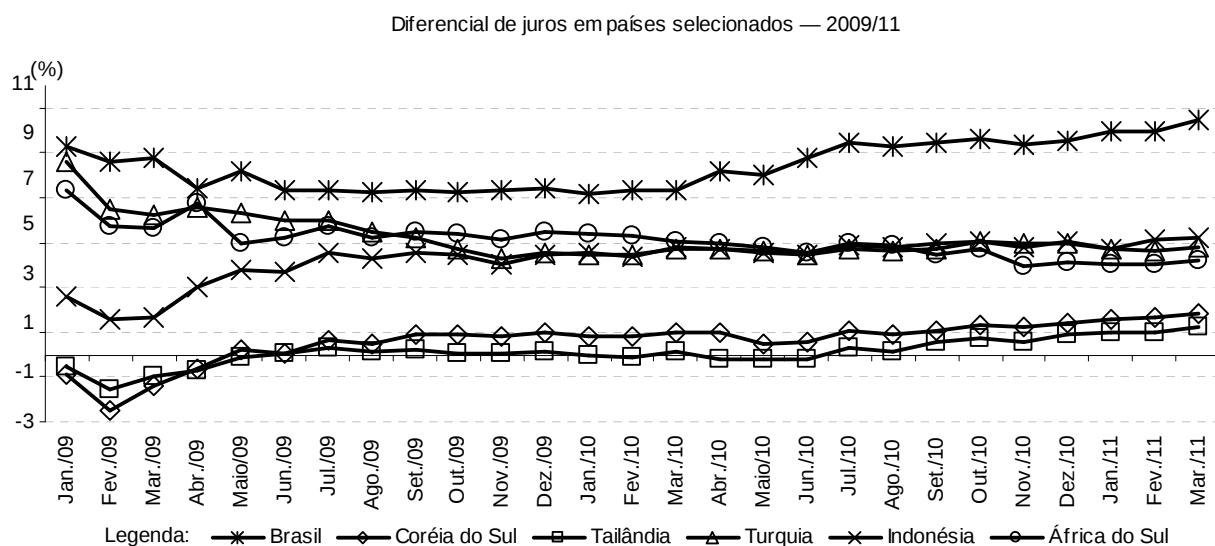
autoridades econômicas devem recorrer aos mecanismos regulatórios (que agora integram o “*policy toolkit*” do FMI) somente se: a moeda doméstica não está mais depreciada, as reservas se encontram em patamares adequados do ponto de vista prudencial ou o custo de esterilização é muito elevado; se há sobreaquecimento da atividade econômica (com reflexos negativos sobre a inflação), o que impede o relaxamento da política monetária, e a política fiscal restritiva não constitui uma alternativa (seja em função da inviabilidade política, seja em função do *lag* temporal envolvido). Ademais, esses instrumentos devem ser adotados, idealmente, na seguinte ordem: em primeiro lugar, as medidas de regulação prudencial e, se essas forem insuficientes (em função da dimensão dos fluxos e/ou da sua composição), os controles de capitais.

Gráfico 2



FORNTE DOS DADOS BRUTOS: Oanda.

Gráfico 3



FORNTE DOS DADOS BRUTOS: Banco Central do Brasil.

NOTA: Diferencial de juros equivale à diferença entre a taxa básica de juros de cada país e a soma do Risco-País e da taxa básica de juros dos Estados Unidos; o Risco-País equivale ao prêmio do Credit Default Swap (CDS).

Tabela 2

Variáveis macroeconômicas em países emergentes selecionados — 2010/11

PAÍSES (1)	APRECIACÃO (2)	RESERVAS CAMBIAIS (3)	TAXA BÁSICA DE JUROS (4)	INFLAÇÃO (5)	CRÉDITO INTERNO (6)
Brasil	38,4	6,0	3,0	5,9	12,9
Peru	5,6	9,0	2,5	2,1	9,3
Coreia do Sul	17,5	10,7	1,0	3,5	0,4
Indonésia	19,4	7,4	0,3	7,0	9,2
Tailândia	9,3	9,3	1,3	3,0	4,3
Turquia	6,5	6,5	0,0	6,4	21,4
África do Sul	41,4	2,6	-1,5	3,5	-0,1

FONTE DOS DADOS BRUTOS: INTERNATIONAL MONETARY FUND — IMF. **Recent experiences in managing capital inflows:** cross-cutting, themes and possible policy framework. Washington D.C., 2011. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.
 WORLD ECONOMIC OUTLOOK. Washington D.C., Apr. 2011. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

(1) Onde o ingresso de fluxos de capitais foi mais expressivo percentualmente em relação ao PIB; no Brasil, na Coreia, na Indonésia e na Tailândia, o fluxo líquido de capitais já superou o pico pré-crise. (2) Variação percentual da taxa de câmbio nominal efetiva do piso da crise até dez./10. (3) Aumento percentual do PIB do piso da crise até dez./10. (4) Variação, em p.p., de jan./10 a mar./11. (5) Percentual referente ao ano de 2010. (6) Variação percentual real frente ao mesmo mês do ano anterior, média do segundo semestre de 2010.

4 Considerações finais: reflexões para o Brasil

O presente artigo mostrou a evolução da crise financeira global, avançando a partir da periodização proposta pelo BIS (2009). Verificou-se que as principais economias emergentes procuraram reagir à crise com a adoção de combinações variadas entre políticas convencionais e não convencionais. No período recente, a forte entrada de capitais e as pressões inflacionárias têm estimulado o retorno de controles mais diretos sobre os fluxos financeiros internacionais e o crédito doméstico, no que se convencionou chamar de medidas macroprudenciais.

Nesse quadro, é possível sugerir que o Governo brasileiro seguiu, em linhas gerais, a sequência de medidas convencionais — aperto monetário e fiscal — e não convencionais — medidas regulatórias. Todavia não é possível descartar a hipótese de que as primeiras tenham sido sobreutilizadas, e as segundas, subutilizadas. Por isso mesmo, entre o segundo trimestre de 2009 e o terceiro trimestre de 2010, os mecanismos de absorção do excesso de liquidez no mercado de câmbio foram a apreciação cambial e o acúmulo de reservas internacionais. Nesse período, o único controle de capital adotado foi a imposição do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de 2% sobre os investimentos de portfólio no País. Somente a partir do último trimestre de 2010, quando a moeda

doméstica já se encontrava num patamar sobrevalorizado, a gestão dos fluxos de capitais foi reforçada, e os demais instrumentos de política (regulação prudencial), acionados.

Algumas especificidades da economia brasileira reforçam os desafios colocados pelo ambiente internacional de excesso de liquidez internacional e alta de preços das *commodities*: o elevadíssimo patamar da taxa de juros básica (que resulta no maior diferencial de juros do mundo), a existência de mercados financeiros profundos e líquidos; e o elevado grau de abertura financeira que garante o livre acesso dos investidores estrangeiros ao mercado doméstico de derivativos cambiais. Sua interação torna os ativos financeiros vinculados ao real o destino privilegiado das operações de *carry trade* vinculadas a diversas modalidades de fluxos de capitais, bem como às apostas de apreciação cambial nos mercados de derivativos. Nesse contexto, além de insuficientes, os instrumentos convencionais de gestão macroeconômica têm sua eficácia ainda mais comprometida.

Não há dúvida de que, diante dessas especificidades, as autoridades econômicas brasileiras agiram com atraso. Mas, quando resolveram agir, utilizaram um leque relativamente amplo de medidas regulatórias para conter a apreciação do real, bem como a expansão do crédito. No âmbito da gestão dos fluxos de capitais, optaram, corretamente, por não avançar na liberalização das saídas de capitais (a exemplo da África do Sul), o que acentuaria ainda mais a

correlação entre o mercado financeiro doméstico e as condições financeiras globais. As medidas foram, contudo, adotadas de forma muito gradual, deixando abertos, por vários meses, canais de arbitragem entre os juros internos e externos (caso das posições vendidas dos bancos e das captações externas).

O conjunto de iniciativas adotadas até o momento conseguiu reduzir o ritmo de apreciação cambial até o final de março deste ano. Em abril, contudo, a taxa de câmbio nominal rompeu a barreira de R\$/US\$ 1,60, patamar que já inviabilizava a produção em vários setores manufatureiros voltados para a exportação ou para o mercado interno (como evidencia o déficit de US\$ 10 bilhões da indústria de transformação no primeiro trimestre de 2011). Se o contexto internacional não sofrer mudanças nos próximos meses, somente iniciativas mais ousadas de controles de capitais e regulação podem deter o processo de apreciação do real e seus efeitos adversos sobre a competitividade da indústria brasileira. Simultaneamente, é preciso avançar nos demais *fronts*, para ampliar essa competitividade, dentre os quais redução da carga tributária sobre as exportações, aperfeiçoamento dos instrumentos de política industrial, incentivos à inovação e desenvolvimento de fontes de financiamento de longo prazo em condições de prazo e custo favoráveis.

A importância de alinhar os principais preços macroeconômicos a uma estratégia mais robusta de política de desenvolvimento do setor produtivo, particularmente da indústria de transformação, ganha relevo na medida em que um dos desdobramentos da crise financeira e econômica global foi o acirramento da concorrência no mercado mundial de bens manufaturados. Desde 2009, vários países avançados e emergentes têm perseguido a estratégia de estimular suas economias mediante o crescimento das exportações desses bens, recorrendo, para tanto, a desvalorizações competitivas. Esse cenário coloca grandes desafios para a indústria brasileira, que, além de se deparar com dificuldades de expandir suas vendas externas, tem enfrentado uma forte concorrência de produtos importados ao longo de toda a cadeia produtiva. Por conta disso, a gestão macroeconômica não pode ser considerada neutra sobre as possibilidades futuras de manutenção de uma estrutura diversificada e competitiva.

Nos termos tratados aqui, um caminho possível seria o de aprofundar as medidas regulatórias, como forma de contenção do ritmo e da intensidade do fortalecimento da moeda nacional, abrindo espaço

para a redução dos diferenciais de juros entre o País e o resto do mundo. O esforço fiscal deveria ter um duplo objetivo: no curto prazo, dar mais conforto para que a autoridade monetária avance na moderação do aperto monetário; e, no longo prazo, ampliar a capacidade de investimento do setor público. Já a agenda de desenvolvimento produtivo é por demais complexa para ser analisada aqui. Registre-se apenas que o objetivo final deverá ser sempre o de contribuir para que haja ampliação do esforço inovativo das empresas e, com isso, de sua capacidade de competir nos mercados interno e global. Investimentos na infraestrutura física e melhorias no ambiente de negócios são espaços de convergência entre visões liberais e desenvolvimentistas, o que sugere sua relevância estratégica. Ademais, não parece ser sustentável a divergência entre a política macroeconômica e a estratégia de desenvolvimento. Assume-se aqui que a primeira deve estar subordinada à segunda. A crise financeira global abriu o caminho para que tal realinhamento possa se realizar no futuro.

Apêndice

Quadro A.1

Principais medidas regulatórias adotadas pelos países emergentes — jan./10-abr./11

PAÍSES	GESTÃO DOS FLUXOS DE CAPITAL ⁽¹⁾	REGULAÇÃO PRUDENCIAL
África do Sul	Out./10: medidas de liberalização da saída de capitais: (i) eliminação do imposto de 10% sobre transferências unilaterais para o exterior; (ii) aumento do limite de investimento de pessoas físicas no exterior (que já tinha sido elevado em out./09).	Mar./10: Bancos autorizados a investir no exterior 25% das suas obrigações não conversíveis em ações.
	Dez./10: elevação do limite de aplicação no exterior pelos investidores institucionais.	
	Jan./11: permissão para empresas estrangeiras captarem recursos e utilizarem-nos no exterior sem necessidade de contrato de câmbio.	
Brasil	Out./10: aumento do IOF sobre investimentos estrangeiros em renda fixa para 4% (em out./09 tinha sido elevado de 0% para 2%) e, em seguida, para 6%; essa mesma alíquota passou a incidir sobre as margens de garantias pagas em dinheiro nos mercados futuros por não residentes (alíquota anterior de 0,38%).	Out./10: proíbe que as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB realizem aluguel, troca ou empréstimo de títulos, valores mobiliários e ouro a investidor não residente cujo objetivo seja o de realizar operações nos mercados de derivativos.
	Out./10: migração de investidores não residentes de aplicações em renda variável para renda fixa ou para cobrir margens de garantia dos mercados futuros (excetuam-se os ajustes diários de margem) sujeita a fechamento de novo contrato de câmbio.	Dez./10: elevação do adicional do compulsório sobre depósitos à vista e a prazo.
	Mar./11: elevação para 6% da alíquota de IOF sobre as captações externas de até 360 dias.	Dez./10: aumento do capital mínimo para operações de crédito às pessoas físicas com prazo superior a 24 meses.
	Abr./11: renovações de empréstimos externos, contratados de forma direta ou mediante emissão de títulos no mercado internacional, também se tornam sujeitos à nova alíquota do IOF.	Jan./11: recolhimento de depósito compulsório (em reais) sobre as posições cambiais vendidas dos bancos; medida entrou em vigor em 04.04.11.
	Abr./11: IOF de 6% passa a incidir também sobre empréstimos externos de até dois anos e para repactuação e assunção de dívidas.	Abr./11: elevação do IOF sobre operações de crédito com prazo mínimo de um ano; nas operações com prazo inferior, a cobrança será <i>pro rata</i> dia.

(continua)

Quadro A.1

Principais medidas regulatórias adotadas pelos países emergentes — jan./10-abr./11

PAÍSES	GESTÃO DOS FLUXOS DE CAPITAL ⁽¹⁾	REGULAÇÃO PRUDENCIAL
Coreia do Sul	Jan./11: reintroduziu o imposto de renda retido na fonte sobre as compras de títulos do Tesouro e do Banco Central por não residentes.	Jun./10: limitou a exposição dos bancos a derivativos cambiais.
		Jun./10: limite às operações de crédito entre bancos e exportadores vinculados a operações com derivativos cambiais.
		Jun./10: empréstimos em moeda estrangeira ou títulos (prazo igual ou superior a um ano) dos bancos residentes devem ser cobertos por, no mínimo, 100% de dívida em moeda estrangeira com a mesma maturidade.
		Jun./10: financiamentos em moeda estrangeira devem ser concedidos somente para uso no exterior (exceto para algumas pequenas e médias empresas).
		Dez./10: anunciou que deve introduzir, no segundo semestre de 2011, mais uma medida macroprudencial, um imposto (inversamente proporcional ao prazo) sobre as obrigações em moeda estrangeira dos bancos.
Indonésia	Jun./10: instituiu "quarentena" de um mês sobre os investimentos de portfólio em títulos do Banco Central e introduziu títulos de maior prazo (seis e nove meses).	Dez./10: elevação dos requerimentos de reservas sobre depósitos em moeda doméstica.
		Dez./10: anúncio do aumento gradual dos requerimentos de reservas sobre depósitos em moeda estrangeira no primeiro semestre de 2011.
		Dez./10: reimposição de um limite sobre empréstimos externos de curto prazo pelos bancos, em vigor desde mar./11.
Peru	Fev./10: aumento progressivo do limite aos investimentos dos fundos de pensão no exterior.	Fev./10: redução do limite das posições cambiais vendidas e aumento das posições compradas.
	Jun./10: imposição de um limite sobre as operações em moeda estrangeira dos fundos de pensão.	Jun./10: aumento gradual do requerimento mínimo de reserva não remunerado sobre depósitos à vista em moeda doméstica e estrangeira de 6% para 9%.
	Ago./10: aumento do imposto sobre compras de títulos do Banco Central por não residentes.	Jul./10: aumento do requerimento de reserva sobre depósitos à vista em moeda doméstica e em moeda estrangeira.
	Out./10: mudança no instrumento utilizado nas operações de esterilização pelo Banco Central (de certificados para depósitos a termo, disponíveis somente para instituições financeiras).	Jul./10: adoção de requerimento adicional de capital sobre exposição dos bancos a risco de crédito em moeda estrangeira.
	Dez./10: imposição de uma taxa sobre ganhos de capital de não residentes no mercado de ações.	Set./10: aumento do requerimento de reserva sobre obrigações em moeda estrangeira com maturidade inferior a dois anos (e sobre depósitos à vista de não residentes).
		Dez./10: nova lei sobre títulos imobiliários estabelece uma razão empréstimo/valor do imóvel de 80%.
		Jan./10: redução do requerimento de reserva sobre obrigações em moeda estrangeira.
		Jan./10: aumento dos requerimentos de reserva sobre depósitos à vista em moeda doméstica e estrangeira.
		Jan./10: redução do limite da posição cambial vendida dos bancos.
		Jan./10: imposição de limites às operações do sistema financeiro com derivativos cambiais.

(continua)

Quadro A.1

Principais medidas regulatórias adotadas pelos países emergentes — jan./10-abr./11

PAÍSES	GESTÃO DOS FLUXOS DE CAPITAL ⁽¹⁾	REGULAÇÃO PRUDENCIAL
Tailândia	Jun./10: aumento dos limites de acumulação de ativos externos pelos residentes, inclusive investimentos diretos.	Nov./10: imposição de limites sobre a razão empréstimo/valor de imóvel dos empréstimos imobiliários.
	Set./10: medidas de liberalização da saída de capitais: eliminação do limite sobre investimentos diretos no exterior, relaxamento de restrições de empréstimos para não residentes por instituições domésticas e aumento do limite para compra de propriedade no exterior.	
	Out./10: reimposição do imposto de renda retido na fonte de 15% sobre receita de juros e ganhos de capital das aplicações de não residentes em títulos públicos.	
Turquia	Dez./10: redução do imposto retido na fonte sobre títulos emitidos no exterior por empresas domésticas.	Set./10: requerimentos de reservas dos bancos deixam de ser remunerados.
		Dez./10: imposição de requerimentos de reservas (RR) sobre depósitos em moeda doméstica; RR sobre depósitos em moeda estrangeira mantidos no nível pré-crise.
		Dez./10: imposição de limites para razão empréstimo/valor do imóvel para todos os empréstimos imobiliários (previamente, incidia somente sobre as hipotecas securitizadas).
		Dez./10: alta do imposto incidente sobre os juros de crédito ao consumo.
		Dez./10: aumento do pagamento mínimo da fatura de cartão de crédito.
		Jan./2011: RR em moeda doméstica elevado novamente.

FONTE: NOMURA. Asia special report. **Global Economics**, Nov. 2010. Disponível em: <<http://www.nomura.com>>.

INTERNATIONAL MONETARY FUND — IMF. **Recent experiences in managing capital inflows: cross-cutting, themes and possible policy framework**. Washington D.C., 2011. Disponível em: <www.imf.org>.

WORLD ECONOMIC OUTLOOK. Washington D.C., Apr. 2011. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

(1) Inclui medidas voltadas para o aperfeiçoamento das operações de esterilização do impacto monetário dos fluxos de capitais.

Referências

AKYÜZ, Y. **Capital flows to developing countries in a historical perspective: will the current boom end with a bust and how?** South Center, 2011. (Research paper, 37).

ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA — AKB. **Dossiê da crise**. Porto Alegre, 2008. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>>. Acesso em: 05 jan. 2011.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS — BIS. **80. Annual Report**. Basle, 2010.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS — BIS. **Annual Report**. Basle, June 2010.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS — BIS. **Annual Report**. Basle, June 2009.

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

CEPAL. **Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe 2009-2010: crisis**

originada en el centro y recuperación impulsada por las economías emergentes. Santiago de Chile, 2010.

EPSTEIN, G.; GRABEL, I.; JOMO, K. S. **Capital management techniques in developing countries: an assessment of experiences from the 1990's and lessons for the future**. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development, 2004. (G-24 Discussion paper, n. 27).

IEDI. A crise financeira e suas conseqüências sobre as economias emergentes e o Brasil. **Carta IEDI**, n. 339, nov. 2008. Disponível em: <<http://www.iedi.org.br/cartas/>>. Acesso em: 31 maio 2011.

INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE — IIF. **Capital flows to emerging market economies**, 2011. (IIF Research note). Disponível em: <<http://www.iif.com>>.

INTERNATIONAL MONETARY FUND — IMF. **Recent experiences in managing capital inflows: cross-cutting, themes and possible policy framework**. Washington D.C., 2011. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

KREGEL, J. **Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis**. New York, 2008. (Working paper, n. 530).

KREGEL, J. **The natural instability of financial markets**. New York, 2007. (Working paper, n.523). Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_523.pdf>.

KRUGMAN, P. **Uma nova recessão?** o que deu de errado? São Paulo: Campus, 1999.

NOMURA. Asia special report. **Global Economics**, Nov. 2010. Disponível em: <<http://www.nomura.com>>.

OSTRY, J. D. et al. **Managing capital inflows: what tools to use**. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2011. (IMF Staff Position Note).

PRASAD, E.; et al. **Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence**. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2003.

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises. Cambridge: NBER, 2008. (Working Paper, n. 13.882).

WORLD BANK. **Economic growth in the 1990s: learning from a decade of reform**. Washington, D.C., 2005.

WORLD BANK. **Global economic prospects**. Washington, D.C.: 2011. Disponível em: <<http://www.worldbank.org>>.

WORLD ECONOMIC OUTLOOK. Washington D.C., Apr. 2011. Disponível em: <www.imf.org>.

WRAY, L. The rise and fall of money manager capitalism: a Minskian approach. **Cambridge Journal of Economics**, v. 33, p. 807-828, 2009. Disponível em: <http://www.relooney.info/Cambridge-GFC_15.pdf>.

WRAY, L. R. **The global financial crisis and the shift to Shadow Banking**. New York: Levy Economics Institute of Bard College, 2010. (Working paper, n. 587).

