

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

**RAQUEL RODRIGUES OSÓRIO**

**OS IMPACTOS DOS TRANSBORDAMENTOS DAS POLÍTICAS ADOTADAS PELO  
FED NA ECONOMIA BRASILEIRA DURANTE A CRISE DE 2008 E A PANDEMIA  
COVID-19**

**Porto Alegre**

**2022**

**RAQUEL RODRIGUES OSÓRIO**

**OS IMPACTOS DOS TRANSBORDAMENTOS DAS POLÍTICAS ADOTADAS PELO  
FED NA ECONOMIA BRASILEIRA DURANTE A CRISE DE 2008 E A PANDEMIA  
COVID-19**

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

Orientador: Prof. Dr. André Moreira Cunha

**Porto Alegre**

**2022**

### CIP - Catalogação na Publicação

Osório, Raquel Rodrigues  
OS IMPACTOS DOS TRANSBORDAMENTOS DAS POLÍTICAS  
ADOTADAS PELO FED NA ECONOMIA BRASILEIRA DURANTE A  
CRISE DE 2008 E A PANDEMIA COVID-19 / Raquel Rodrigues  
Osório. -- 2022.  
67 f.  
Orientador: André Moreira Cunha.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade  
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,  
Porto Alegre, BR-RS, 2022.

1. Transbordamentos. 2. Federal Reserve System. 3.  
Grande Crise Financeira. 4. Pandemia COVID-19. 5.  
Economia Brasileira. . I. Cunha, André Moreira,  
orient. II. Título.

**RAQUEL RODRIGUES OSÓRIO**

**OS IMPACTOS DOS TRANSBORDAMENTOS DAS POLÍTICAS ADOTADAS PELO  
FED NA ECONOMIA BRASILEIRA DURANTE A CRISE DE 2008 E A PANDEMIA  
COVID-19**

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

Aprovada em: 12 de maio de 2022

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. André Moreira Cunha – Orientador  
UFRGS

---

Prof. Dr. Leonel Toshio Clemente  
UFRGS

---

Prof. Dr. Maurício Andrade Weiss  
UFRGS

## **AGRADECIMENTOS**

À minha família por todo o suporte oferecido para o meu ingresso na UFRGS, bem como durante o desenvolvimento desta pesquisa.

A todo o corpo docente que, ao longo do curso, contribuiu de forma direta e indireta para a minha formação até aqui.

Em especial, ao professor Dr. André Moreira Cunha pela orientação dada na elaboração deste trabalho.

## RESUMO

Tendo em vista que os transbordamentos da política monetária do *Federal Reserve System* impactam economias ao redor do mundo, o objetivo deste trabalho consiste em apresentar e comparar os impactos observados no Brasil durante a crise de 2008 e a Pandemia COVID-19. A fim de compreender de que forma estes choques afetam, sobretudo, nações emergentes, o presente estudo aborda a temática de ciclos, moedas internacionais e o papel da integração financeira e comercial entre os países. Na análise de tais repercussões, considerou-se todo o período correspondente a Grande Crise Financeira, os dois primeiros anos da Pandemia e o contexto no qual estão inseridas. Os dados coletados apontaram a existência de transbordamentos na economia brasileira em ambos os períodos, devido a adoção de políticas não convencionais pelo *Federal Reserve System* ao longo das recessões. Conclui-se que os impactos são explicados somente em parte pelos transbordamentos, de modo que o contexto econômico de cada período influenciou de forma significativa a performance da economia brasileira.

**Palavras-chave:** Transbordamentos. *Federal Reserve System*. Grande Crise Financeira. Pandemia COVID-19. Economia Brasileira.

## ABSTRACT

Given that the Federal Reserve System's monetary policy spillovers impact economies around the world, the objective of this study is to present and compare the impacts observed in Brazil during the 2008 crisis and the COVID-19 pandemic. In order to understand how these shocks, affect, above all, emerging nations, this study addresses the theme of cycles, international currencies, and the role of financial and trade integration between countries. In the analysis of these repercussions, the entire period corresponding to the Great Financial Crisis, the first two years of the Pandemic, and the context in which they are inserted was considered. The data collected indicated the existence of spillovers in the Brazilian economy in both periods, due to the adoption of unconventional policies by the Federal Reserve System throughout the recessions. It is concluded that the impacts are only partly explained by the spillovers so the economic context of each period significantly influenced the performance of the Brazilian economy.

**Keywords:** Spillovers. Federal Reserve System. Great financial crisis. COVID-19 pandemic. Brazilian economy.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 - Variáveis e grupos considerados .....	34
Quadro 2 - Principais aspectos dos períodos posteriores e ao longo das crises .....	50

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Ativos totais do Federal Reserve, Nova York, semanal, sem ajuste sazonal (em milhões de dólares).....	28
Gráfico 2. Crescimento do PIB, preços constantes – Brasil, 1980-2021 (%)......	36
Gráfico 3. Crescimento do PIB, Brasil - grupos (1980-2020).....	37
Gráfico 4. Resultado em conta corrente (%) PIB- Brasil 1980-2021 .....	38
Gráfico 5. Estoque da dívida externa (%) RNB- Brasil 1980-2020 .....	39
Gráfico 6. Dívida externa (% RNB) Brasil – regiões (1980 – 2020) .....	40
Gráfico 7. Taxa de Inflação - Brasil 1996-2021 .....	41
Gráfico 8. Inflação (%) Brasil - grupos (1996- 2020) .....	42
Gráfico 9. Taxa de câmbio nominal da moeda brasileira, jan. 1994- dez. 2021 (em reais por dólares) .....	43
Gráfico 10. Taxa de câmbio real da moeda brasileira, jan. 1994 – dez. 2021 (em reais por dólares) .....	43
Gráfico 11. Desemprego (%) - Brasil 1991-2021.....	44
Gráfico 12. Resultado primário do Governo Central (%) PIB- Brasil 1996-2021 .....	45
Gráfico 13. Dívida bruta e líquida do governo central (%) PIB- Brasil 2000-2021.....	46
Gráfico 14. Oferta – Brasil, 3 ° Tri. 2002 - 1 ° Tri. 2021 (número índice).....	47
Gráfico 15. Demanda – Brasil, 3 ° Tri. 2002 - 1 ° Tri. 2021 (número índice).....	48
Gráfico 16. Exportações e importações – Brasil, 3 ° Tri. 2002 - 1 ° Tri. 2021 (número índice) .....	48
Gráfico 17. Crescimento do PIB – Brasil, 3 ° Tri. 2002 - 1 ° Tri. 2021 (número índice).....	49



## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BIS	<i>Bank for International Settlements</i>
BOE	<i>Bank of England</i>
BOJ	<i>Bank of Japan</i>
COVID-19	Doença do coronavírus de 2019
ECB	<i>European Central Bank</i>
EUA	Estados Unidos da América
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fed	<i>Federal Reserve System</i>
FHC	Fernando Henrique Cardoso
FIMA	<i>Foreign and International Monetary Authorities</i>
FMI	Fundo Monetário Internacional
GATT	<i>General Agreement on Tariffs and Trade</i>
GCF	Grande Crise Financeira
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
IMF	<i>International Monetary Fund</i>
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
NCM	Novo Consenso Macroeconômico
OECD	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>
OMC	Organização Mundial do Comércio
PIB	Produto Interno Bruto
QE	<i>Quantitative Easing</i>
RNB	Renda Nacional Bruta
SMFI	Sistema Monetário e Financeiro Internacional

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>10</b>
<b>2 O SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO CONTEMPORÂNEO: ALGUNS ASPECTOS E CONCEITUAIS TEÓRICOS .....</b>	<b>13</b>
2.1 A INFLUÊNCIA DOS ESTADOS UNIDOS.....	15
2.2 CICLOS .....	17
2.2.1 Ciclos financeiros.....	19
2.2.2 Ciclos de <i>commodities</i> .....	21
2.2.3 Canais de transmissão dos ciclos financeiros.....	23
<b>3 A ECONOMIA INTERNACIONAL NOS ANOS 2000: DA CRISE FINANCEIRA GLOBAL À PANDEMIA COVID-19 .....</b>	<b>26</b>
3.1 GRANDE CRISE FINANCEIRA .....	26
3.2 PANDEMIA COVID-19 .....	31
<b>4 IMPACTOS NA ECONOMIA BRASILEIRA .....</b>	<b>34</b>
4.1 ANÁLISE COMPARATIVA DOS IMPACTOS .....	50
<b>5 CONCLUSÃO.....</b>	<b>56</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>58</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem por tema os transbordamentos das políticas do *Federal Reserve System* (Fed) na economia brasileira durante a crise de 2008 e a pandemia COVID-19. Para tratar deste tema, serão apresentados tópicos relacionados que traçam uma origem e meios pelo quais esses distúrbios podem ser transmitidos de uma nação para outras. Entre os tópicos apresentados se encontram o conceito de moedas internacionais, ciclos econômicos, ciclos financeiros, ciclos de *commodities*, bem como o papel que a integração financeira e comercial entre os países desempenha nesse processo. A compreensão de como esses temas se relacionam é de extrema importância e esclarece de que forma medidas utilizadas pelo Fed possuem a capacidade de impactar o desempenho econômico brasileiro.

Os transbordamentos são, há muito tempo, objeto de discussão na literatura. Em um contexto marcado pela existência de tais repercussões, a posição que uma moeda ocupa no sistema monetário e financeiro internacional (SMFI) indica o nível de influência que essa exerce sobre outras economias. Através de uma estrutura hierarquizada, as moedas são classificadas com base na sua capacidade de projetar, no plano internacional, liquidez e segurança, bem como desempenhar a função de meio de troca, unidade de conta e reserva de valor para além de suas respectivas jurisdições de origem. A moeda que detém a primeira posição nessa hierarquia é aquela mais utilizada nas diversas formas e tipos de transações (COHEN, 2012). É por meio dessa estrutura que o dólar, atendendo aos requisitos, foi classificado como moeda internacional e consolidou sua soberania frente as outras moedas. Sua posição central o torna referência às outras moedas e faz com que seu comportamento impacte diretamente o poder de compra de moedas ao redor do mundo.

O avanço da globalização permitiu que a abertura comercial e financeira expandisse as conexões entre economias desenvolvidas e em estágio de desenvolvimento. O surgimento das cadeias globais de valor, assim como a diminuição dos controles de capitais caracterizaram esse processo. Essa mudança de conjuntura e a posição de destaque do dólar fizeram com que a moeda norte-americana tivesse ainda maior predomínio nas transações internacionais. Todavia, esse processo também tornou os países mais vulneráveis as flutuações do dólar. O *Federal Reserve System*, por meio da política monetária, passou a impactar ainda mais as economias por outros canais e não somente por meio das flutuações na taxa de câmbio. À medida que a abertura comercial e financeira foi sendo ampliada em diversas nações, o comércio e o sistema financeiro tornaram-se canais influentes de transmissão, pelos quais os transbordamentos passaram a impactar outros países.

A partir da análise das medidas utilizadas pelo Fed é possível definir o caráter dos transbordamentos. Ao longo da história, observa-se que políticas de cunho expansionista, ao reduzirem o retorno proporcionado aos investidores, geram maior direcionamento de capitais a outras economias. Por apresentarem maior risco, países emergentes, em geral, possuem taxas de juros maiores e, portanto, acabam se tornando objeto do interesse de investidores interessados em ampliar seu retorno ajustado pelo risco. No contexto marcado por uma redução significativa nas taxas de juros estadunidenses, algumas economias emergentes experienciam intensa entrada de capitais e, conseqüentemente, períodos de maior expansão no crédito doméstico. Em contrapartida, a normalização ou contração da política monetária do Fed gera o efeito oposto. Observa-se, então, a tendência de contração no crédito, dada a saída dos capitais dos emergentes em direção aos Estados Unidos.

Além dos movimentos dos fluxos de capitais, em resposta às ações tomadas pelo *Federal Reserve System*, nota-se um certo padrão no comportamento dos preços dos recursos naturais. É possível identificar que conforme os ativos saem da economia estadunidense rumo aos países em desenvolvimento, os preços dos bens primários tendem a subir. Em cenários de fuga de capitais dos emergentes, os preços dos bens primários passam a declinar. Essa sincronia ocorre devido ao processo de financeirização dos preços das *commodities*, através do qual, aqueles deixam de ser determinados somente pela dinâmica real de oferta e demanda, e passam a estar sujeitos às influências da propensão ao risco e a conduta dos investidores (NATOLI, 2021).

Em geral, períodos marcados por oscilações nos indicadores macroeconômicos de um país são denominados ciclos econômicos ou de negócios. No entanto, a partir da observação de determinadas variáveis é possível identificar tipos específicos de ciclos. As alterações expressivas no comportamento dos fluxos de capitais caracterizam os chamados ciclos financeiros. As oscilações nos preços dos recursos naturais, por sua vez, correspondem aos ciclos de *commodities*. Assim como a intensa entrada e saída dos fluxos de capitais se relaciona com a elevação e queda nos preços dos bens primários, é possível destacar a existência de uma associação entre ciclos financeiros e ciclos de *commodities*. Dado que um afrouxamento significativo da política monetária resulta em uma fase de expansão dos ciclos financeiros e, conseqüentemente, dos ciclos de *commodities*, o estreitamento monetário resulta em uma fase de depressão em ambos. O período de *boom* desses ciclos é frequentemente associado a um bom desempenho dos indicadores macroeconômicos de um país e a fase de contração a uma deterioração dos mesmos. Dessa forma, é possível associar a ocorrência de ciclos financeiros e

de *commodities* aos ciclos econômicos. Em suas fases de expansão podem gerar crescimento, e em suas fases de contração desencadear crises.

Compreendendo a importância do dólar, é possível perceber que a política monetária estadunidense tem a capacidade de determinar tanto os ciclos financeiros quanto os de *commodities*. Durante a crise de 2008 e a pandemia COVID-19, o Fed empregou medidas expansionistas que visaram a promoção da estabilidade econômica. Entre as medidas se encontram pacotes de estímulo, linhas de *swap* e a manutenção de taxas nominais de juros de curto prazo (*policy rate*) próximas a zero. Ademais, foram introduzidos expedientes que não fazem parte dos métodos convencionais da instituição, particularmente a expansão quantitativa de seu balanço, por meio da aquisição em larga escala de diversos instrumentos de dívida junto aos bancos e às instituições financeiras não bancárias (FRATZSCHER; LO DUCA; STRAUB, 2013). A implementação dessas políticas gerou entrada e saída de capitais dos países emergentes, bem como regimes de alta e queda nos preços dos recursos naturais. Esses choques externos exerceram impacto significativo sobre o desempenho do Brasil em ambos os períodos.

Posto isso, o presente trabalho tem por objetivo analisar os impactos dos transbordamentos das políticas do Fed na economia brasileira durante a crise de 2008 e a pandemia COVID-19. Especificamente, busca-se comparar os impactos observados, bem como ressaltar as divergências existentes. Apesar de os instrumentos monetários utilizados serem similares, é possível que haja diferença nos efeitos resultantes. Por hipótese desta pesquisa, tem-se que o contexto na qual as crises se inserem é distinto, de modo que possui grande potencial de impactar os efeitos das repercussões aqui consideradas.

O Capítulo 2 busca discutir o sistema monetário e financeiro contemporâneo, seus aspectos e conceituais teóricos. Em suas seções são abordados os efeitos decorrentes do processo de globalização para os países emergentes, a temática dos ciclos econômicos, ciclos financeiros, ciclos de *commodities*, entre outros. O Capítulo 3 aborda a economia internacional nos anos 2000 e os transbordamentos referentes ao período da Grande Crise Financeira e a pandemia COVID-19. No Capítulo 4 são apresentados os impactos observados no Brasil no período de ambas as recessões e uma análise comparativa entre as crises. Finalmente, no Capítulo 5 consta a conclusão e na sequência as referências utilizadas.

## 2 O SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO CONTEMPORÂNEO: ALGUNS ASPECTOS E CONCEITUAIS TEÓRICOS

O sistema monetário e financeiro internacional (SMFI) se estrutura em torno da interação entre um conjunto amplo e complexo de agentes econômicos e de instituições. No contexto do sistema interestatal formado a partir da expansão global dos poderes europeus, particularmente depois do advento da Revolução Industrial, o SMFI se caracteriza por apresentar uma estrutura hierarquizada. Isto implica que as distintas economias nacionais e suas respectivas moedas têm impactos diferenciados sobre a dinâmica de funcionamento da economia mundial (GOURINCHAS; REY; SAUZET, 2019).

Em um mundo globalizado, políticas adotadas por instituições influentes geram transbordamentos que afetam outras economias. No âmbito monetário, as medidas adotadas por bancos centrais ao redor do mundo impactam outros países em diversas áreas. Apesar de não ter sido o primeiro a reconhecer que as moedas não eram iguais, Cohen (2012) concebeu a "pirâmide" na qual foram classificados os tipos de moeda em uma estrutura hierarquizada. A moeda no topo da pirâmide teria a capacidade de desempenhar suas três funções no mundo, sendo elas: reserva de valor, unidade de compra e meio de troca. As "patrícias" seriam capazes de executar as três funções da moeda, porém a nível regional, como observado no caso do euro. Já as "elites", seriam voltadas a funções mais específicas, tais como reserva de valor. Estas fariam o conjunto de moedas internacionais, ou centrais. As outras categorias denominadas "plebeias", "permeadas", "quasi" e "pseudo", teriam como característica a perda de peso dentro de suas próprias fronteiras e correspondem ao conjunto de moedas não-internacionais ou periféricas. Assim, a hierarquia da "pirâmide" elaborada por Cohen (2012) tem como critério a liquidez que uma moeda possui além de suas fronteiras.

As funcionalidades de uma moeda internacional podem ser examinadas na esfera privada e na pública. No âmbito privado, a função de meio de troca é comumente observada no mercado de divisas e o ofício de reserva de valor no mercado financeiro. Por sua vez, o papel exercido como moeda de denominação corresponde tanto à função de unidade de conta quanto ao meio de troca. Na esfera pública, o ofício da moeda como unidade de conta é representado pela taxa de câmbio, o papel de meio de troca pela função de uma moeda de intervenção e o ofício de reserva de valor é atribuído às reservas nacionais (COHEN, 2013). O mercado cambial, sobretudo, é um meio pelo qual se é possível observar a influência de uma moeda no plano internacional. O uso das chamadas moedas "veículo", visando um menor custo de transação, atribui a essas uma posição superior às outras. Desse modo, são constantemente

utilizadas no mercado de câmbio em transações ao redor do mundo. As moedas consideradas periféricas não possuem essa capacidade, pois seu uso incorre em custos de transação maiores. A função de “veículo”, no entanto, é puramente mecânica e pode ser substituída com facilidade. Logo, a moeda central deve contar com um conjunto de características que vão além dessa atribuição (COHEN, 2013).

A fim de que a moeda possa executar suas funções no plano internacional, ela deve emanar ampla confiança em sua estabilidade ao longo do tempo e na estabilidade do país que a originou. Somente assim terá liquidez, o que a permite ser utilizada por uma ampla rede de agentes. O tamanho dessa rede, em contrapartida, permitirá uma maior liquidez de modo que esses fatores passam a se correlacionar (COHEN, 2012, 2013). No domínio internacional, o Estado emissor deverá contar com a projeção de fatores políticos que também afetam o âmbito doméstico. No território nacional, é importante que o poder que a emite preze pela defesa de direitos de propriedade, ao passo que na esfera internacional essa segurança se expresse no poder militar ou no chamado *hard power* (STRANGE, 1993). Esse conjunto de características monetárias e políticas faz com que o país se transforme em uma espécie de refúgio, projetando liquidez e segurança internacionalmente. Todos esses fatores contribuem para que o dólar seja hegemônico, classificando-o como moeda internacional. O fato de que, no meio da incerteza, os agentes econômicos buscam segurança e liquidez tem um grande peso nessa hegemonia. Em tempos de incerteza, esses agentes passam a priorizar segurança e não, necessariamente, rendimentos, visto que a maior parte das dívidas públicas no mundo, em específico os títulos de longo prazo, pagam rendimentos nominalmente negativos (KRISHNAMURTHY; VISSING-JORGENSEN, 2012). Ao longo dos anos, bancos centrais ao redor do mundo passaram a acumular reservas em dólares, de modo que para os EUA tornou-se possível sustentar um nível de gastos proporcionalmente maior à renda disponível no país, a custos muito baixos. A capacidade do Estado norte-americano de projetar internacionalmente liquidez, poder e segurança torna seus títulos atrativos aos investidores, conferindo ao dólar a posição de uma moeda central (COHEN, 2012), assim como lhe concedendo um “privilégio exorbitante” centrado na capacidade de financiamento do governo estadunidense (EICHENGREEN, B, 2011). Logo, é possível ressaltar a atuação do *Federal Reserve System* no plano internacional. O papel do dólar é de destaque, visto que detém poder e exerce uma influência maior em relação às outras moedas.

Na introdução deste capítulo foram apresentados o conceito de uma moeda internacional e suas funcionalidades na esfera pública e privada. Ademais, foi destacada a importância dos fatores que contribuem para a posição do dólar no SMFI. Na seção 2.1, será abordado como a

soberania da moeda norte-americana passa a ser reforçada com a difusão dos ideais liberais e o avanço da globalização defendidos, sobretudo, por instituições fundadas pelos Estados Unidos.

## 2.1 A INFLUÊNCIA DOS ESTADOS UNIDOS

As classificações mencionadas anteriormente ganham força à medida que se observam os desdobramentos da metade do século XX. Strange (1993) em sua definição de poder estrutural, afirma que consiste na capacidade de moldar a estrutura política de territórios que vão além de suas fronteiras. Essa persuasão poderia ser observada nos órgãos institucionais, nas empresas, assim como de outras formas. Partindo desse conceito, o domínio monetário poderia ser apontado como uma dimensão do poder estrutural exercido pelos EUA (TORRES FILHO, 2019). Torres Filho (2019) argumenta que, historicamente, o dólar foi a única moeda a exercer tal poder, visto que, mesmo a Inglaterra tendo grande influência internacional no sistema monetário entre 1870 e 1914, não gozou de um poder monetário frente às suas concorrentes. Em contrapartida, a ascensão dos EUA após a Segunda Guerra Mundial, por meio do acordo de *Bretton Woods*, estabeleceu o início de um período marcado pela soberania do dólar frente às outras moedas.

A influência norte-americana não se limitou ao âmbito monetário, mas abrangeu, também, a esfera financeira e política. O estabelecimento de instituições como o FMI, o Banco Mundial e o GATT, atual OMC, exerceram papel fundamental na difusão e implementação dos ideais norte-americanos ao redor do globo, sobretudo durante o período da Guerra Fria. A forte atuação do Estado, em resposta à crise de 1929, pouco a pouco foi perdendo espaço dando lugar aos princípios liberais que defendiam o livre mercado e uma influência estatal menor na economia (SARAIVA; DE PAULA; MODENESI, 2019). A liberalização financeira ou desregulação ganhou força a partir dos anos 1970. A flexibilização em legislações, os fluxos de capitais, assim como os preços, passaram a apontar uma maior integração financeira entre economias ao redor do mundo (PRASAD *et al.*, 2003).

Apesar da literatura indicar que o fluxo de capitais, que se ampliou nas últimas décadas, ocorreu entre países de alta renda, algumas nações emergentes como o Brasil tiveram sua participação nesse processo. Durante o governo FHC, medidas visando a abertura financeira, tais como os Fundos de Privatização-Capital Estrangeiro e os Fundos de Renda Fixa-Capital Estrangeiro foram implementados nos anos de 1991 e 1993, respectivamente. Em 1996, fundos de investimento, que já estavam constituídos no país, foram abertos à participação do exterior (DE FREITAS; PRATES, 2016). No que se refere à influência liberal na política



macroeconômica brasileira, ainda no final na década de 1990, o país aderiu ao Novo Consenso Macroeconômico (NCM), cuja fundamentação teórica se baseia no pensamento neoclássico (DE PAULA; SARAIVA, 2015).

A difusão de fundamentos liberais era acompanhada de alegações de que a globalização e a integração financeira proporcionariam crescimento aos países periféricos. Entre os benefícios previstos estavam o crescimento da poupança doméstica, redução no custo do capital por meio da melhor alocação do risco, transferência tecnológica e melhorias de gerenciamento adquiridas através do “*Know-How*”, estimulação do desenvolvimento do setor financeiro doméstico, entre outros (PRASAD *et al.*, 2003). A noção de que o crescimento seria um benefício da integração financeira era dominante e incentivou países a adotarem a liberalização econômica. Essa confiança não se limitou ao âmbito financeiro, mas abrangeu, também, a esfera da política econômica. Durante a primeira metade dos anos 2000, chegou-se a argumentar que os períodos de depressão do sistema capitalista haviam chegado ao fim. O uso de ferramentas macroeconômicas teria servido ao seu propósito na grande depressão e continuaria exercendo esse papel atuando na prevenção de crises futuras (LUCAS, 2003). Nesse período, economias avançadas apresentavam um bom desempenho econômico que teve início na década de 1980 e ainda estava em vigor, denominado de “a grande moderação” (SARAIVA; DE PAULA; MODONESI, 2019). Esse fator juntamente com o aprendizado herdado da Grande Depressão criara uma certa segurança por parte de defensores da visão econômica convencional.

A literatura que mensura os benefícios da globalização em países emergentes é vasta e busca examinar se ao longo do tempo as vantagens prometidas se verificaram. Menyah, Nazliouglu e Wolde-Rufael (2014) ao considerarem 21 países do continente africano entre 1995 e 2005, procuraram identificar a existência de uma relação causal entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. Para as hipóteses de que o crescimento seria motivado pelo setor financeiro ou pela via comercial não foram encontradas evidências suficientes, de modo que os dados indicaram que a liberalização, tanto financeira quanto comercial, não exerceu impacto significativo no crescimento dos países. Resultados similares foram encontrados em análises do caso brasileiro. Além da falta de evidências que sustentem a visão antigamente defendida pelo FMI, Kaltenbrunner e Paineira (2015) detectaram que o avanço da integração financeira resultou na criação de vulnerabilidades externas que contribuíram significativamente para a volatilidade do real. No que diz respeito a outros agregados macroeconômicos, Cunha, Haines e Silva (2019), avaliando o período entre 1996 e 2016, observaram que o aumento do grau de integração financeira impactou negativamente o PIB, a taxa de juros e a percepção de risco do país. Os autores concluíram que aumentos no grau de

integração financeira estavam correlacionados com períodos de instabilidade financeira global. Adicionalmente, estudos verificaram que a globalização, apesar de ter contribuído para o crescimento de países via comércio (HEIMBERGER, 2019) gerou efeitos negativos em nações emergentes, como o aumento da desigualdade em países de baixa e média renda (EZCURRA; RODRÍGUEZ-POSE, 2013).

Os contestamentos ao *mainstream* ganharam força, sobretudo após a crise de 2008. A globalização, seja via mercado financeiro ou comércio, de certa forma amplificou os efeitos negativos decorrentes da GCF, originada nos Estados Unidos, para o resto do mundo. As críticas tiveram por alvo, não somente, os benefícios da globalização, como também a “segurança” do período antecessor à crise que defendia o fim de recessões. Como consequência a esse evento, o debate sobre ciclos econômicos, assim como seu comportamento e características, voltou a ganhar destaque na literatura (SARAIVA; DE PAULA; MODONESI, 2019).

Posto isso, na próxima seção será abordada a temática de ciclos econômicos, bem como tipos mais específicos de ciclos. Estes foram ganhando maior atenção à medida que a integração entre os países permitiu uma influência maior do comportamento de determinadas variáveis na performance econômica dos países.

## 2.2 CICLOS

Em um nível mais geral de abstração, as tradições teóricas neoclássicas enfatizaram que as economias de mercado possuem a capacidade de reprodução equilibrada, pelo menos no longo prazo, das atividades econômicas. Assim, as decisões de alocação de recursos por meio dos preços de mercado, especialmente em condições perfeitamente concorrenciais, garantiriam o pleno emprego dos recursos produtivos. No caso dos modelos de equilíbrio geral, por exemplo, é possível demonstrar haver um vetor de preços e quantidades que equilibra, de forma simultânea, todos os mercados. A possibilidade de o sistema de preços evitar o excesso de oferta ou de demanda em todos os mercados individuais (CARAMAN, 2015).

Se no longo prazo o sistema tenderia sempre ao equilíbrio, particularmente nos marcos das teóricas clássica e neoclássica, onde eventuais desvios desta situação poderiam ser corrigidos por ajustes de preços, em horizontes analíticos distintos poder-se-ia observar desequilíbrios. Assim, oscilações de preço, renda e emprego fariam parte da realidade econômica a ser tratada no âmbito do estudo dos ciclos econômicos (ou ciclos de negócios). Estes, se caracterizariam por variações na atividade e no emprego que poderiam resultar em

períodos de crescimento e contração econômica (BERGE; DE RIDDER; PFAJFAR, 2021). Apesar desta constatação, a incorporação dos ciclos no debate econômico sempre foi objeto de polêmicas na literatura.

Apesar das controvérsias, houve correntes que se voltaram a explicar o funcionamento do sistema capitalista, buscando identificar o fato causador dos períodos de expansão e de estagnação na economia. É com essa finalidade que Hyman P. Minsky desenvolveu sua teoria, ao associar os momentos de crise econômica com a fragilidade do sistema financeiro. Nessa condição, Minsky (1977) dividiu a política econômica executada pelo *Federal Reserve System* em duas esferas: a gestão da política monetária e a função de prestamista em última instância. A primeira se refere às operações rotineiras que se dão em tempos nos quais a estrutura financeira se encontra robusta e não há necessidade de intervenção. A segunda esfera diz respeito aos períodos nos quais a estrutura financeira está fragilizada. As altas e abruptas variações nas taxas de juros possuem a capacidade de desencadear crises financeiras. Dessa forma, em um contexto de fragilidade, a função de prestamista em última instância deveria ser dominante nas ações tomadas pela autoridade monetária.

A fim de entender a fragilidade do sistema financeiro, de acordo com Minsky, faz-se necessário abordar os três tipos de unidades econômicas segundo o grau de prudência do endividamento: *Hedge*, as Especulativas e as Ponzi. Ao caracterizar as diferentes unidades, Minsky (1977) argumenta que as unidades *Hedge* seriam vulneráveis somente ao que acontece nos mercados específicos de seus produtos, as unidades Especulativas e Ponzi seriam, também, vulneráveis ao que se passa nos mercados financeiros. Logo, se há um aumento na taxa de juros, as unidades especulativas, na tentativa de se refinanciarem, vendem ativos. Isto reduz os preços dos ativos, levando outras unidades à necessidade de se refinanciarem e, portanto, vender ativos e assim sucessivamente. Essas unidades em grande proporção teriam o potencial de causar distúrbios no sistema financeiro. Dessa forma, a fragilidade do sistema capitalista seria marcada pelo tamanho da proporção das unidades Especulativas e Ponzi na economia (MINSKY, 1977).

Buscando estabelecer uma ligação entre a teoria de Minsky e o comportamento dos fluxos de capitais, Porada-Rochoń e Škare (2020) avaliaram os países do Reino Unido entre os anos de 1270 e 2016. Os autores não encontraram evidências que indicassem que turbulências no sistema financeiro seriam consequência de crises econômicas. Todavia, constatou-se a presença de uma relação causal entre a conduta dos fluxos de capitais e ocorrência de ciclos econômicos no sentido contrário, ou seja, que períodos de expansão e contração financeira eram seguidos por períodos de expansão e contração econômica.

O comportamento dos fluxos de capitais, na literatura é associado aos chamados ciclos financeiros (ALDASORO *et al.*, 2020). A sincronização entre a conduta dessas variáveis e os ciclos econômicos serviu de suporte para o desenvolvimento de uma relação entre esses elementos para alguns autores. Segundo Palley (2011), as ideias de Minsky oferecem certo embasamento para uma teoria voltada a ciclos financeiros, nos quais o papel das expectativas dos agentes seria de grande importância. Essas expectativas, em meio a longos períodos de estabilidade, se tornariam predominantemente otimistas. Como consequência, processos de desregulação seriam desencadeados. A combinação desses processos com o otimismo e uma maior propensão ao risco por parte dos agentes resultariam nas crises (PALLEY, 2011).

A visão de Minsky e sua interpretação acerca do funcionamento do sistema econômico foram resgatadas e ganharam força durante a Grande Crise Financeira (GCF). A associação entre os ciclos de negócios e a conduta observada nos mercados de capitais tornou-se evidente com os desdobramentos do período. A influência do setor de finanças na crise de 2008 foi significativa e torna necessário abordar a discussão referente aos ciclos financeiros. Essa temática será retratada na subseção 2.2.1.

### **2.2.1 Ciclos financeiros**

Apesar de ser um tema amplamente debatido, a definição de ciclos financeiros não é de senso comum na literatura. Esse fenômeno simbolizaria interações entre percepções de valor, propensão ao risco e restrições financeiras que, ao se reforçarem, se transformariam em períodos de crescimento e recessão (BORIO, 2014). Quando observados, os ciclos financeiros apresentam fatos estilizados específicos, tais como uma maior extensão e amplitude em relação aos ciclos econômicos e uma associação a crises no sistema bancário originadas no âmbito doméstico. Essas, tenderiam a ocorrer próximas aos chamados picos, ou seja, logo antes de uma depressão. No plano nacional, a duração de uma fase recessiva seria determinada, sobretudo, pelas políticas implementadas durante o período (BORIO, 2014). Esses ciclos são identificados como significativas flutuações no crédito e no preço de ativos que exercem implicações no montante de *leverage* observado em instituições financeiras (SCHÜLER; HIEBERT; PELTONEN, 2020).

Os ciclos financeiros podem ser domésticos ou globais. Os ciclos domésticos caracterizam o modo pelo qual aspectos financeiros internos desencadeiam períodos de *boom* e depressão. Por sua vez, os ciclos globais se referem a como condições financeiras mundiais impactam economias ao redor do mundo. Estes, são fortemente associados aos fluxos de

capitais entre os países (ALDASORO *et al.*, 2020). Apesar de haver autores que não consideram que o movimento desses ativos seja majoritariamente explicado pelos ciclos financeiros, a associação se faz presente (CERUTTI; CLAESSENS; ROSE, 2019). Logo, no debate sobre esse tema, a discussão acerca dos fluxos de capitais é de extrema importância. A entrada de capitais em um país se caracteriza pelo aumento do endividamento público e privado com o exterior de uma nação, resultando em superávit na conta capital do balanço de pagamentos. Esse excedente, geralmente é associado com déficits na conta corrente e/ou aumento no nível de reservas estrangeiras (CALVO; LEIDERMAN; REINHART, 1994). A saída dos mesmos, caracterizaria o efeito contrário nas contas mencionadas.

Na fase de crescimento de um ciclo financeiro, a entrada em massa de capitais resulta em períodos de prosperidade por meio de uma grande expansão no crédito. À medida que a saída dos mesmos retira abruptamente a excessividade desses recursos, pode impactar negativamente um país, sendo capaz de gerar crises. No tocante aos impactos gerados pela fase recessiva de um ciclo financeiro, marcado, sobretudo, pela fuga de capitais, há um certo consenso no que se refere aos países em desenvolvimento apresentarem maior fragilidade em comparação aos desenvolvidos. Dentro do grupo de países emergentes, os latino-americanos seriam os mais voláteis dada a dificuldade que se observa na recuperação dessas economias após um declínio (CALVO; LEIDERMAN; REINHART, 1994). Essa dificuldade é muitas vezes atribuída à estrutura produtiva, se referindo a dependência de recursos naturais, que são produtos que apresentam maior volatilidade em seus preços, as instituições domésticas ou uma combinação desses fatores (BLANCO, 2013; CALVO; LEIDERMAN; REINHART, 1994; PRASAD *et al.*, 2003). Ao apresentar uma estrutura interna diferente em comparação a países desenvolvidos, economias emergentes estariam mais vulneráveis aos impactos causados pela entrada e saída em massa desses ativos. No Brasil, houve esforços voltados às transformações na estrutura doméstica, tais como um avanço da industrialização no país e uma diversificação da pauta de exportação brasileira nos anos 2000. No entanto, majoritariamente como consequência do Efeito China, caracterizado, em parte, por um aumento na demanda por recursos naturais, a atenção brasileira voltou-se novamente a essa classe de bens. Na América Latina, de maneira geral, a produção de *commodities* se intensificou nos anos 2000 (ORTIZ, 2012).

A movimentação de entrada e saída de capitais pode ocorrer em resposta a fatores internos, como política implementadas que sirvam de atrativo, e externos. Entre os fatores externos, destaca-se a atuação de bancos centrais emissores de moedas relevantes, que por meio dos transbordamentos gerados por suas políticas, teriam a capacidade de impulsionar

movimento de entrada ou fuga de capitais. Estas instituições acabariam determinando o comportamento dos ciclos financeiros (CALVO; LEIDERMAN; REINHART, 1994). Vale ressaltar que em períodos de fuga de capitais se observa, também, uma queda no preço de *commodities*, de modo que esses preços apresentam um comportamento semelhante. Portanto, os ciclos financeiros determinados pela intensidade dos fluxos de capitais, coincidiriam com oscilações nos preços de recursos naturais, podendo ser, também, associados aos chamados ciclos de *commodities* (REINHART; REINHART; TREBESCH, 2016). Dada a existência dessa relação, na sequência serão abordados os ciclos de *commodities* e suas características.

### 2.2.2 Ciclos de *commodities*

A associação entre ciclos financeiros e de *commodities* é apontada por vários autores na literatura. Kondratiev e Schumpeter foram economistas influentes nesse tema ao inserirem o comportamento dos preços de *commodities* nos ciclos econômicos de longa duração (LE; MEENAGH; MINFORD, 2019). A história nos mostra que o uso de *commodities* como ativos de investimento se intensificou na metade do século XXI. Esse fenômeno, caracterizado como um aspecto da financeirização, é apontado como a causa dos distúrbios vistos nos preços desses produtos (NATOLI, 2021). Tang e Xiong (2012) contribuem para a literatura acerca desses ciclos concluindo que o processo de financeirização das *commodities* permite que seus preços não sejam mais determinados por oferta e demanda, mas que estejam sujeitos às influências da propensão ao risco e o comportamento dos investidores. Logo, no âmbito do mercado financeiro, mesmo sendo classificados como recursos naturais, as *commodities* tendem a diferir entre si no que diz respeito ao nível de risco proporcionado por cada bem. Metais preciosos, como ouro, possuem a capacidade de transmitir uma certa segurança, de modo que são comumente utilizados como instrumentos de *hedge* contra a incerteza (BALLI *et al.*, 2019). Esse papel em parte se deve ao fato de que o ouro, além de *commodity*, também é uma moeda. No caso da prata, apesar de ser um metal precioso é, também, um metal industrial. Essas características conferem a eles a capacidade de serem usados como um indicador de mercado. Assim, o preço da prata em ascensão em relação ao ouro passa a indicar robustez econômica, ao passo que o aumento do preço do ouro, em relação a prata, refere-se à fragilidade econômica (MURPHY, 2012). Dentro da esfera financeira, a busca pela diminuição do risco e também especulação leva investidores a diversificarem seu portfólio entre esses produtos considerando também ativos tradicionais como ações e títulos (KANG; MCIVER; YOON, 2017).

O *link* destacado entre os ciclos financeiros e de *commodities* deve-se, sobretudo, ao fato de que países exportadores de recursos naturais, simultaneamente a um aumento no preço de bens primários, tendem a experimentar intensificação na entrada de capitais, aumento de liquidez e expansão do crédito (KABLAN; FTITI; GUESMI, 2017). Um dos mecanismos de amplificação desses efeitos pode ser observado na relação entre a dívida em dólares e os preços de *commodities* como o petróleo (SINGH; KUMAR; NISHANT, 2019). O ciclo de *commodities* afeta produtores de recursos naturais, atuando por meio da correlação entre a dívida em dólares e o preço do petróleo. Essa correlação se dá por meio do tamanho de *leverage* do estoque de dívida que as empresas possuem. Este estoque aumenta nos períodos de *boom*, em parte pela facilitação do acesso ao crédito e também devido às reservas de óleo. Quando o preço do petróleo começa a diminuir há um aumento significativo no custo da dívida, o que afeta negativamente a capacidade de investir e contratar novos trabalhadores, incentivando muitas empresas a fazerem uso do *hedge* a fim de minimizar esses impactos (SINGH; KUMAR; NISHANT, 2019).

Logo, concomitante ao aumento nos preços de bens primários e a fase de expansão do ciclo de *commodities*, há uma ampliação no crédito disponível em países exportadores, caracterizando, também, uma etapa de expansão de um ciclo financeiro. Conforme, os preços dos recursos naturais vão declinando, observa-se contração no crédito, caracterizando a fase recessiva tanto de um ciclo financeiro quanto de *commodities*. O período de redução nos preços das *commodities* pode apresentar uma deterioração nos indicadores prudenciais de instituições bancárias, de modo que o ciclo de *commodities* se torna associado a instabilidade financeira (KABLAN; FTITI; GUESMI, 2017). De maneira geral, estudos voltados à análise desses ciclos procuram caracterizá-los como uma forma de entender esse fenômeno ao mesmo tempo que sugerem políticas que possam mitigar os potenciais efeitos negativos.

Alberola *et al.* (2019) retrataram os ciclos de *commodities* apresentando quatro aspectos. Primeiro, as recuperações dos preços de recursos naturais são geralmente acompanhadas por fatores que contribuem para a fragilização econômica, como por exemplo, um otimismo excessivo que leva produtores a acreditarem que o aumento na renda poderá ser permanente. À medida que esse otimismo cresce e passa a dominar as transações do mercado financeiro, teria o potencial de desencadear um ciclo de *commodities*. Segundo, as elevações nos preços de recursos naturais são tipicamente associadas à apreciação real da moeda doméstica. Os autores destacam que dada as repercussões dessa apreciação, há a possibilidade de o setor exportador beneficiado atrair recursos de outros setores, resultando em um fenômeno conhecido na literatura como "doença holandesa". Terceiro, países nos quais o regime cambial

é flutuante, tende-se a ser observada uma apreciação nominal também, que apesar de ajudar no combate à inflação pode dar a falsa impressão que o país está em uma fase de crescimento sustentável. Em quarto lugar, durante a fase de *boom*, o nivelamento dos balanços fiscais tende a provocar a tendência da implementação de uma política fiscal que pode ser pró cíclica.

Nestas subseções foram apresentadas as características dos ciclos econômicos, financeiros e de *commodities*. Sobretudo, buscou-se ressaltar a relação existente entre eles. De modo geral, a expansão do crédito disponível, que pode ser representada por intensa entrada de capitais em um país, se relaciona com um aumento nos preços dos bens primários. O processo de financeirização das *commodities* tornou possível essa relação. O uso de recursos naturais como *hedge* ou a correlação do preço do petróleo com a dívida em dólares das empresas exemplifica esse fenômeno (NATOLI, 2021). À medida que a expansão no crédito e o aumento dos preços dos bens primários geram uma fase de *boom* nos ciclos financeiros e de *commodities*, tende-se a observar prosperidade econômica. Na fase de depressão desses ciclos tende-se a se observar contração econômica (KABLAN; FTITI; GUESMI, 2017). Assim, esses ciclos passam a ser associados aos ciclos de negócios.

Na subseção 2.2.3, será apresentado a conexão entre os fenômenos mencionados, o Fed e países emergentes e em desenvolvimento. Adicionalmente, serão apresentados os canais de transmissão dos ciclos financeiros, bem como ideias, defendidas na literatura, correspondentes a mitigação dos efeitos gerados pela entrada excessiva de capitais em países emergentes.

### **2.2.3 Canais de transmissão dos ciclos financeiros**

A existência dos ciclos financeiros e a simultaneidade com os ciclos de *commodities* tornam o mercado de capitais e o comércio uns dos principais canais de transmissão, no que se refere às repercussões decorrentes das políticas adotadas pelo *Federal Reserve System* (OCAMPO, 2009; REINHART; REINHART; TREBESCH, 2016). Os transbordamentos da política monetária se manifestam por meio da expansão da liquidez e produzem efeitos assimétricos. O Fed, ao executar uma política de caráter expansionista, injeta dólares no sistema econômico, reduzindo a taxa de juros interna. Inicialmente o transbordamento se expressa via ampliação de fluxo de capitais que vão estar saindo dos EUA e indo para outros mercados na busca por maiores retornos. Em países emergentes, os efeitos gerados pela entrada massiva de capitais resultam em valorização excessiva dos preços dos ativos, apreciação excessiva da moeda doméstica, assim como a tendência à expansão excessiva do crédito e a formação de bolhas especulativas na economia. A queda na taxa de câmbio aliada ao fato dessas economias



serem majoritariamente exportadoras de recursos naturais implica em um aumento no preço dessa classe de bens. Esse período poderia caracterizar a fase ascendente de um ciclo tanto financeiro quanto de *commodities*. Os preços dos recursos naturais são impactados tanto pela via do mercado financeiro quanto pelo câmbio (ALBEROLA *et al*, 2019).

À medida que uma fase de contração se aproxima e o ciclo financeiro se reverte, os investidores tornam-se mais pessimistas e os fundamentos da macroeconomia deixam de explicar a conduta que se observa nos mercados (AMITI; MCGUIRE; WEINSTEIN, 2019). Em tempos de incerteza, segurança e liquidez tornam-se mais atrativas para os agentes do que necessariamente rendimentos, de forma que, esses, acabam direcionando seus investimentos de volta aos países centrais. Assim, as economias emergentes pouco podem fazer para impedir os fluxos de saída de capitais e, conseqüentemente, a queda nos preços das *commodities* (REINHART; REINHART; TREBESCH, 2016).

A compreensão dos efeitos resultantes das abruptas entradas e saídas de capitais remete a discussão acerca dos mecanismos disponíveis a países emergentes em cenários desse gênero. O modelo Mundell-Fleming argumenta que as nações estariam frente a um trilema, no qual far-se-ia necessário escolher entre câmbio fixo e flutuante, uma maior autonomia da política monetária e uma maior ou menor regulação financeira. Logo, um país não poderia fixar sua taxa de câmbio, fazer uso de controle de capitais e desfrutar de uma política monetária independente de forma simultânea. A combinação dessas três medidas seria impossível, de forma que governos deveriam optar por fazer uso de apenas duas delas (AIZENMAN, 2010).

No que se refere a literatura voltada a economias emergentes, autores como Bernanke (2017) e Ligonniere (2018) preservam a abordagem do trilema em suas análises. Ambos defendem a ideia de que a existência de transbordamentos via mercado financeiro não invalidou o modelo Mundell-Fleming. O fato de economias emergentes intervirem em suas taxas de câmbio, contendo a apreciação doméstica, na busca por proteção a seu setor exportador, sacrificaria a livre mobilidade de capitais ou a política monetária interna. De acordo com os autores, esse resultado não contraria o modelo, apenas reflete a ideia básica do trilema. Enquanto a manutenção da taxa de câmbio fosse motivada por objetivos vinculados ao nível de exportações, a capacidade de isolar o país de mudanças na política externa seria reduzida. Logo, esses países deveriam direcionar seus esforços a regulação do mercado financeiro e a execução de sua política monetária, permitindo a livre flutuação do câmbio. Essa seria uma maneira, também, de mitigar os efeitos negativos gerados por choques externos.

Uma literatura mais recente a do modelo Mundell-Fleming contrapõe à ideia do trilema argumentando que a globalização e a integração financeira apontam para a existência de um

dilema, não sendo mais possível a escolha entre as três alternativas. Rey (2015) introduz esse debate na literatura do *mainstream* ao defender que a escolha, em um contexto de maior integração entre os países, implicaria no fato de que optar por uma economia financeiramente aberta, exporia o país a choques externos, de modo que o controle sobre preços macroeconômicos como a taxa de câmbio e a taxa de juros seriam perdidos. Ainda que a entrada de determinados tipos de capitais possa ter efeitos considerados benignos na economia, isso não se aplica a todos, principalmente os que exigem pagamentos pró cíclicos como os denominados em moeda estrangeira (KORINEK, 2018). A existência dos ciclos financeiros globais, assim como a possibilidade de criação excessiva de crédito e bolhas especulativas sugerem que condições monetárias são transmitidas de países centrais aos emergentes independentemente do regime cambial em vigor. Logo, a existência do dilema implicaria que a autonomia da política monetária doméstica seria possível em um cenário no qual há controle de capitais por meio do uso de medidas macroprudenciais (REY, 2015). A restrição deveria ser imposta, sobretudo, a entrada dos capitais cujos efeitos são considerados potencialmente nocivos para a economia (KORINEK, 2018).

Estudos voltados à análise de ambas perspectivas deduziram não haver a existência de um trilema ou dilema, mas sim um meio termo entre os dois. Farhi e Werning (2014) ao considerar um modelo padrão Novo Keynesiano para pequenas economias abertas, concluíram que tanto o modelo Mundell-Fleming quanto o dilema de Rey (2015) tinham implicações válidas, porém não suficientes. Os resultados indicaram que, em consonância com o trilema, o regime cambial é de extrema importância. A depreciação permitida por um câmbio flexível teria o potencial de minimizar os efeitos negativos das saídas em massa dos capitais, reduzindo o impacto de recessões. Todavia, mesmo em um regime de câmbio flutuante, o uso do controle de capitais é fundamental, visto que tem a capacidade de reduzir a depreciação da moeda doméstica, dos termos de comércio, a queda no consumo, a fuga de capitais e o excedente associado ao comércio.

No debate convencional sobre o trilema e o dilema, Ellen, Jansen e Midthjell (2020) também defendem a existência de um meio termo. Analisando países, dentre os quais o câmbio flutuante está em vigor, os resultados indicaram que a flutuação cambial não seria capaz de isolar pequenas economias dos efeitos negativos de transbordamentos, fazendo com que a independência da política monetária interna fosse comprometida em certa medida. No entanto, apesar de o dilema implicar que países emergentes desfrutarão de autonomia em sua política monetária se optarem pelo uso de controle de capitais, os autores concluíram que embora os

transbordamentos afetem essa autonomia, pequenas economias abertas ainda teriam algum controle sobre a curva da taxa de juros doméstica.

O Capítulo 2, em sua totalidade, buscou apresentar temas relacionados que ilustram de que forma o dólar possui a capacidade de impactar outras economias, sobretudo, em estágio de desenvolvimento. O Fed, determinando o comportamento dos ciclos financeiros e de *commodities* afeta a performance dos países emergentes, que por consequência do avanço da globalização e integração, se tornaram mais vulneráveis a tais repercussões. O Capítulo 3 discutirá, de forma geral, os transbordamentos das políticas do Fed observados ao longo dos anos 2000 no Brasil e em outros países em desenvolvimento.

### **3 A ECONOMIA INTERNACIONAL NOS ANOS 2000: DA CRISE FINANCEIRA GLOBAL À PANDEMIA COVID-19**

#### **3.1 GRANDE CRISE FINANCEIRA**

O *Federal Reserve System*, em sua política, gera transbordamentos para países ao redor do mundo. As medidas tradicionais, também conhecidas como convencionais, afetam outras economias, porém de uma forma moderada quando comparada ao uso de abordagens excepcionais (APERGIS; CHATZIANTONIOU; COORAY, 2020). Mesmo não havendo um consenso na literatura acerca disso, há autores que defendem que, mesmo em períodos marcados por grande volatilidade, países que não se encontram em um estado de vulnerabilidade, seja nos fundamentos macroeconômicos ou em seus vínculos ao exterior, têm os transbordamentos reduzidos e de certa forma administrados domesticamente (CHEN; MANCINI-GRIFFOLI; SAHAY, 2015; MISHRA *et al.*, 2014; MONTORO; ROJAS-SUAREZ, 2012). Após a falência do banco *Lehman Brothers*, em setembro de 2008, foram introduzidas uma série de medidas não convencionais. Quando os métodos de política monetária tradicional não se mostraram eficazes para impulsionar a economia, as taxas nominais de juros foram aproximadas de zero, no início da crise, e foram mantidas assim por um longo período (CHEN; MANCINI-GRIFFOLI; SAHAY, 2015).

Além de medidas habituais, o Fed utilizou pacotes de estímulo denominados *Quantitative Easing* (QE) que foram implementados em diferentes rounds. O engajamento no uso dessas políticas pôde ser observado em bancos centrais de economias avançadas. Apesar de ser o primeiro, após o Fed, o *Bank of England* (BOE), o *Bank of Japan* (BOJ) e o *European Central Bank* (ECB) fizeram uso desses pacotes (MACDONALD, 2017). Nos EUA, o primeiro

pacote (QE1) teve uma duração que correspondeu ao período entre setembro de 2008 e agosto de 2010, quando se iniciou o segundo round QE2 (FRATZSCHER; DUCA; STRAUB, 2013). Em maio de 2013, oficiais do Fed comentaram a possibilidade de uma mudança na política monetária estadunidense, o que resultou no período denominado “*tapering*” na literatura (EICHENGREEN; GUPTA, 2015). De maneira geral, para os transbordamentos que se verificaram em economias emergentes, sobretudo a brasileira, o principal canal de transmissão foram os fluxos de capitais (BARROSO; DA SILVA; SALES, 2016).

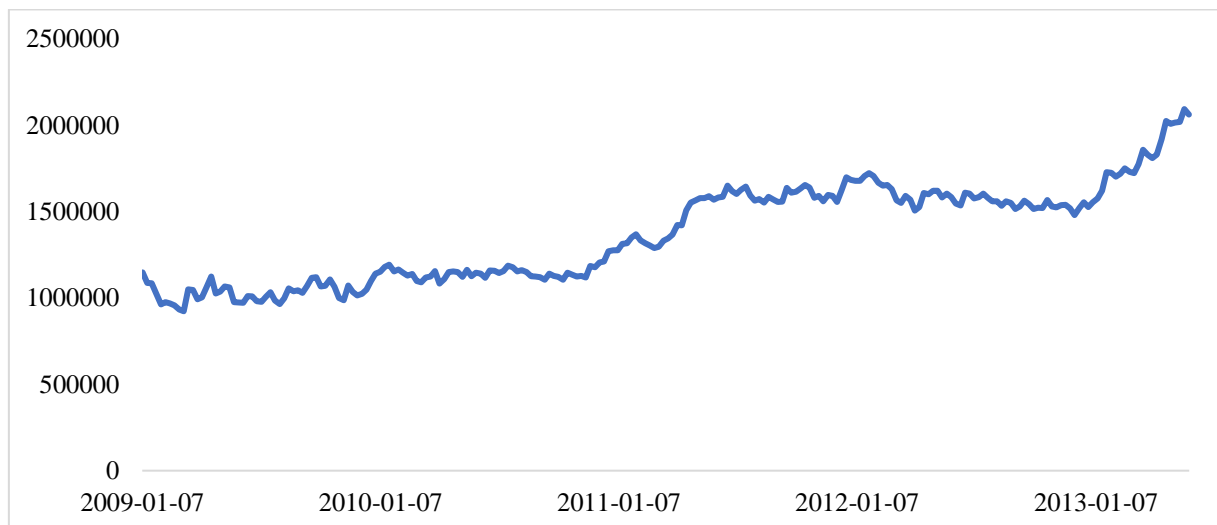
O primeiro round de *Quantitative Easing* teve por objetivo estabilizar o funcionamento do mercado financeiro norte-americano promovendo liquidez. O Fed efetuou a compra de ativos em grande escala, sendo eles títulos do tesouro, títulos hipotecários, entre outros. Durante esse período, capitais migraram de economias avançadas e emergentes em direção a bolsa de valores e os fundos norte-americanos, apreciando o dólar. Essa política se mostrou benéfica e eficaz para a economia dos EUA possibilitando o Fed atuar como o emprestador de última instância para as instituições financeiras domésticas. (FRATZSCHER; LO DUCA; STRAUB, 2013). No entanto, impactou negativamente países emergentes ao redor do mundo. No Brasil, os fluxos de capitais estrangeiros em 2008 retraíram significativamente em comparação ao ano anterior (PRATES; CUNHA; LÉLIS, 2011). A crescente dificuldade de bancos nacionais contraírem empréstimos no exterior gerou impactos sobre o financiamento do comércio internacional brasileiro, demandando a disponibilização de recursos financeiros a essas atividades por parte do Governo federal (DE FREITAS, 2009).

O aumento da oferta de crédito por bancos públicos é apontado como um dos motivos que ajudou a mitigar os efeitos nocivos no nível de emprego, produção e empréstimo no estágio inicial da crise (COLEMAN; FELER, 2015). Desde setembro de 2008, o Brasil experienciou redução na entrada de capital estrangeiro, sobretudo de curto prazo e voltados ao financiamento do comércio exterior, assim como depreciação nominal da taxa de câmbio e forte contração na oferta de crédito (NASSIF, 2010). Como resultado desse conjunto de fatores, observou-se uma rápida desaceleração na atividade econômica no último trimestre do ano (DE FREITAS, 2009). Em consonância com a fuga de capitais, para países da América Latina, os preços das *commodities* caíram abruptamente, de forma que *commodities* agrícolas se aproximaram de níveis semelhantes ao da crise asiática (OCAMPO, 2009). A deterioração da balança comercial, no período, foi significativa, fazendo com que o Balanço de Pagamentos obtivesse saldo positivo devido ao desempenho da conta financeira. Essa, apesar de ter obtido um superávit em 2008 teve seu resultado cerca de 63,9% inferior ao de 2007 (PRATES; CUNHA; LÉLIS, 2011). Mesmo em queda, o PIB brasileiro encerrou o ano com crescimento de 5,1% (NASSIF, 2010).

A redução no PIB se mostrou contínua e permaneceu até o terceiro trimestre de 2009 (FERNANDES; NOVY, 2010).

Ainda no período de vigência do QE1, em 2009, o Fed redirecionou sua demanda em massa para títulos do governo norte-americano, reduzindo a compra de ações no mercado doméstico. A compra de títulos de longo prazo, ao reduzir o retorno desses ativos, impulsionou a propensão ao risco por parte dos investidores, especialmente em respeito ao mercado de capitais de países emergentes (FRATZSCHER; LO DUCA; STRAUB, 2013). Como consequência, iniciou-se um fluxo intenso de capitais em direção as economias em desenvolvimento que vigorou entre 2009 e maio de 2013 (FRATZSCHER; LO DUCA; STRAUB, 2013). Barroso, da Silva e Sales (2016) ao analisarem o impacto do *Quantitative Easing* nos fluxos de capitais e suas repercussões na economia brasileira, identificaram uma influência significativa no montante de crédito disponível no período. O fluxo intenso de entrada de capitais resultou em apreciação do real, aquecimento na bolsa de valores e expansão do crédito ofertado por instituições financeiras e famílias. Essa expansão não foi observada na oferta de crédito por instituições públicas, porém a expansão na oferta privada foi significativa influenciando o nível de atividade doméstico. Esse aumento impactou positivamente a produção industrial, a capacidade de ocupação, o nível de emprego e o setor da construção civil. A entrada de capitais nos emergentes, em grande parte, se deve a ampliação do balanço do Fed que se manteve constante entre 2009 e maio de 2013. Os dados referentes a essa expansão estão representados no Gráfico 1.

Gráfico 1 - Ativos totais do Federal Reserve, Nova York, semanal, sem ajuste sazonal (em milhões de dólares)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do St. Louis Fed (2022)

No ano de 2009, em resposta a intensa entrada de capitais, o Balanço de Pagamentos no Brasil teve um resultado 145,3% superior ao de 2008, sobretudo pelo desempenho da conta financeira (PRATES; CUNHA; LÉLIS, 2011). A redução do *spread* corporativo estadunidense como consequência da política do Fed é apontada como um dos motivos que estimulou o crescimento do PIB brasileiro positivamente, à medida que gerou um efeito expansionista, tendo um impacto muito pequeno na inflação (CHEN; MANCINI-GRIFFOLI; SAHAY, 2015). No ano em questão, muitos autores observaram um impacto positivo dos transbordamentos da política monetária estadunidense na economia brasileira (BARROSO; DA SILVA; SALES, 2015; CHEN; MANCINI-GRIFFOLI; SAHAY, 2015).

Na segunda fase do *Quantitative Easing*, cujo início foi no ano de 2010, o fluxo intenso de capitais migrando dos EUA para o resto do mundo, se manteve. Na bolsa de valores de países emergentes observou-se um aumento de cerca de 18% no preço dos ativos, como consequência das políticas do Fed (FRATZSCHER; LO DUCA; STRAUB, 2013). A política monetária expansionista do período gerou impulso no investimento privado e no consumo das famílias, causando um ciclo de *commodities*. Os efeitos nos preços de *commodities* agrícolas, especificamente, na soja, no milho e no açúcar diferenciam entre si no que diz respeito a sensibilidade aos diferentes canais de liquidez. A expansão no crédito, por exemplo, gerou impactos sobre o preço do açúcar, ao passo que o preço da soja foi significativamente influenciado pela taxa de câmbio nos países emergentes (ČERMÁKOVÁ; FILHO, 2021). No Brasil, o regime de alta nos preços dos recursos naturais, com início em 2009 e término em 2014, produziu efeitos positivos na atividade econômica doméstica (CUNHA; LÉLIS; LINCK, 2021). A expansão do crédito foi, segundo a literatura, benéfica auxiliando na recuperação econômica que se observou em 2009. No entanto, a longa duração do caráter da política do Fed é apontada como um dos fatores que contribuiu para um aquecimento excessivo da economia brasileira (CHEN; MANCINI-GRIFFOLI; SAHAY, 2015). Em 2010, uma das falas que repercutiu foi a do ministro da economia Guido Mantega, a qual criticava as medidas dos países desenvolvidos e os efeitos que elas estavam gerando na economia brasileira. Segundo ele, o mundo estaria presenciando uma guerra cambial, na qual moedas estariam sendo desvalorizadas a fim de impulsionar a competitividade interna (WHEATLEY; GRAHAM, 2010). Visando a intervenção na taxa de câmbio, observou-se um aumento significativo de reservas entre os anos de 2009 e 2011, bem como a introdução de controle de capitais pelos países emergentes (FRATZSCHER; LO DUCA; STRAUB, 2013).

Após um longo período do uso de medidas expansionistas, em maio de 2013, o anúncio de uma possível mudança no caráter da política monetária foi dado pelo presidente do Fed Ben

Bernanke. Eichengreen e Gupta (2015) avaliaram os efeitos desse anúncio nas condições de mercado em 53 países emergentes, incluindo o Brasil. O conteúdo do comunicado apontava para a adoção de uma contração na política monetária expansionista que vinha sendo adotada até então. Em resposta, observou-se fuga intensa de capitais dos mercados emergentes em direção aos Estados Unidos. Os resultados encontrados indicam que 36 dos países considerados apresentaram depreciação cambial naquele mesmo ano. Entre essas economias, as maiores depreciações foram observadas no Brasil, Índia, Paraguai, África do Sul e Uruguai, sendo que a maior percentagem foi atribuída ao Brasil.

O comunicado gerou maiores transbordamentos do que a implementação das medidas em si, em janeiro de 2014, visto que os mercados haviam adotado a ideia de uma normalização da política monetária norte-americana. De modo geral, países em desenvolvimento apresentaram queda significativa na taxa de câmbio, nos rendimentos de títulos dos governos locais e nos preços das ações (MISHRA *et al*, 2014). No que tange aos diferentes rounds de políticas implementadas pelo Fed, Chari, Stedman e Lundblad (2021) indicaram a presença de efeitos assimétricos, nos quais os fluxos de saída de capitais, em 2014, dos países em desenvolvimento impactaram essas economias de maneira mais forte, quando comparadas ao período do *Quantitative Easing*. No ano em questão, a via do comércio impactou o Brasil de forma significativa visto que, em resposta a contração na política do Fed, quase metade dos impactos verificados no período podem ser explicados pelo choque externo nos preços das *commodities* (CUNHA; LÉLIS; LINK, 2021). As medidas não convencionais utilizadas entre os anos de 2008 e 2014 agiram de forma anticíclica para a economia norte americana, porém de forma pró-cíclica para os países emergentes. Logo, períodos já caracterizados por fluxos de entrada e saída de capitais, alta e queda nos preços dos recursos naturais, tiveram seu comportamento exacerbado pelas políticas implementadas (FRATZSCHER; LO DUCA; STRAUB, 2013).

Apresentados os transbordamentos da política monetária estadunidense na Grande Crise Financeira, na seção 3.2 serão abordadas, de maneira geral, as repercussões provenientes das medidas do Fed durante a pandemia.

### 3.2 PANDEMIA COVID-19

O surgimento de um novo tipo de coronavírus em Wuhan, na China, e o início da pandemia no ano de 2020 geraram repercussões no mundo inteiro. A rápida proliferação do vírus impactou o comércio mundial, sobretudo por meio das cadeias globais de valor e dos mercados financeiros. As medidas de restrição implementadas pelas nações exerceram impactos significativos sobre o lado da oferta de bens, visto que muitos deles não podem ser produzidos de forma remota. A demanda, por sua vez, foi ainda mais afetada dado que a circulação reduzida de pessoas diminuiu o consumo. Apesar de atenuar esse efeito negativo, os catálogos de vendas online são limitados e não ofertam a mesma variedade de produtos anteriormente encontrados em ambientes físicos (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2020f). De maneira geral, na fase inicial da crise países emergentes experienciaram intensa fuga de capitais, devido à incerteza (VISSING-JORGENSEN, 2021). Caracterizado pela busca de segurança, o fluxo de saída de capitais foi mais intenso e incisivo que o episódio ocorrido em 2013, após uma mudança na política do Fed. Consequentemente, uma forte depreciação da moeda doméstica foi vista em países emergentes como México, Rússia, Brasil, África do Sul, entre outros (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, 2020). Ademais, nessa fase inicial observou-se, também, queda nos preços de *commodities* importantes, sobretudo no petróleo (BIS, 2020f).

A alta demanda por títulos do tesouro norte-americano resultou em um salto nos rendimentos dos títulos com maturidade de dez anos. Frente a esse cenário, em março de 2020, o *Federal Reserve System* implementou o primeiro pacote de *Quantitative Easing* (QE1), no qual desembolsou cerca de U\$ 1 trilhão, superando estímulos dados em pacotes QE1, QE2 e QE3 no período da Grande Crise Financeira (VISSING-JORGENSEN, 2021). Três tipos de medidas não-convencionais criadas durante a crise de 2008 voltaram a ser empregadas na pandemia. Juntamente com o *Quantitative Easing*, o *Forward Guidance* foi utilizado para contornar as taxas nominais de juros próximas a zero, reduzindo o retorno de longo prazo dos títulos públicos e hipotecários. Ocorreu, também, a expansão da maturidade dos empréstimos aos bancos, diversificação dos tipos de colaterais elegíveis e a oferta de empréstimos a instituições não bancárias (BORDO; DUCA, 2021). Não menos importante, o Fed ampliou as linhas de *swap* existentes, com bancos centrais de países avançados, a economias como o Brasil, o México e a Coreia do Sul. A fim de atender as pressões mundiais por financiamento em dólares, no dia 31 de março, foi anunciada a criação do *Foreign and International Monetary Authorities (FIMA) Repo Facility* que utilizaria títulos públicos norte-americanos como



colaterais para a captação de recursos em dólares (BORTZ; MICHELENA; TOLEDO, 2020; HAAS; NEELY; EMMONS, 2020). O uso de ferramentas de política monetária não convencionais pôde, também, ser observado nos emergentes. Países como Índia, Coréia do Sul e Tailândia chegaram até mesmo a realizar a compra de ativos em massa, algo até então visto em economias avançadas. O Brasil implementou outras medidas como aquelas associadas às regras e regulações prudenciais. De maneira geral, o tipo de operações que predominou por parte dos bancos centrais nos emergentes foram as operações de empréstimo (CANTÚ *et al.*, 2021).

Li (2021) analisou os transbordamentos nos mercados de capitais de dez países, incluindo os EUA, Reino Unido, China, Brasil entre outros. Os resultados indicaram que, durante o período entre junho de 2009 e agosto de 2020, países desenvolvidos foram os transmissores de risco, ao passo que emergentes foram os receptores. Sobretudo durante o período da pandemia, o risco de queda dominou os mercados. Entre os países desenvolvidos, o destaque vai para a bolsa de valores norte-americana que, durante todo o período de análise atuou como um potencializador de risco. Especificamente sobre o mercado de capitais brasileiro, Rakshit e Neog (2021) analisaram os efeitos da pandemia COVID-19 nos retornos e na volatilidade da bolsa de valores. Os autores concluíram que a volatilidade da taxa de câmbio exerceu impacto negativo nos retornos do Ibovespa. O cenário para economias em desenvolvimento apenas estabilizou após a intervenção do Fed por meio das linhas de *swap* e promoção de liquidez. Essas ferramentas contribuíram para cessar a fuga de capitais dos emergentes, e da perspectiva do Balanço de Pagamentos, atuaram contra a queda na demanda, nos pagamentos e nos preços das *commodities* observado no início da crise (BORTZ; MICHELENA; TOLEDO, 2020). Em nações emergentes como Brasil e a Índia foi observado comportamento semelhante, no que se refere ao aumento no preço das ações. Todavia, as taxas de câmbio exibiram trajetórias distintas. O real depreciou mais frente ao dólar do que a moeda indiana, indicando que as condições financeiras da economia brasileira se mostraram mais vulneráveis a pandemia (YILANCI; PATA, 2022). O aumento no preço de recursos naturais para países exportadores é geralmente benéfico quando acompanhado de valorização da moeda nacional. Quando isso não ocorre, observa-se um aumento no custo da cesta de alimentos na moeda doméstica. No início de 2021, esse fator levou emergentes como a Turquia e o Brasil a adotarem políticas monetárias contracionistas devido ao aumento na inflação (BIS, 2021g).

A introdução das medidas do Fed também impactou o papel de *commodities* como instrumentos de *hedge* nos mercados financeiros. Akhtaruzzaman *et al* (2021) examinaram diferentes *commodities* e o comportamento de seus preços em distintas fases da COVID-19.

Inicialmente, observou-se queda acentuada no preço do petróleo, ao passo que o preço de *commodities* como o ouro, não declinaram na mesma proporção. Dessa maneira, no estágio inicial da pandemia, o ouro pode ser apontado como um mecanismo de *hedge* contra a incerteza. Após os estímulos serem implementados, a liquidez promovida pelo Fed fez com que a demanda por ativos de maior risco aumentasse. Isso diminuiu a correlação entre o ouro e outros ativos e, conseqüentemente, fez com que os custos de *hedge* se elevassem.

Em consonância com os achados de Akhtaruzzaman *et al* (2021) para a fase inicial da pandemia, Ji, Zhang e Zhao (2020) buscaram analisar quais ativos eram considerados “portos seguros” aos agentes financeiros a nível mundial. Ao avaliarem o período entre dezembro de 2009 e março de 2020, os autores concluíram que as *commodities* agrícolas se mostraram ativos capazes de propiciar a segurança buscada pela grande maioria dos investidores. Dentre as variáveis consideradas, o ouro e a exportação de *commodities*, em especial a soja, se mostraram investimentos seguros. Tal resultado estaria relacionado com o caráter da crise atual. Dado que se trata de uma crise, originalmente, de caráter sanitário, houve uma demanda maior, não somente por produtos agrícolas, mas também, por um nível maior de segurança alimentar por parte dos países. Os autores ressaltaram que ativos considerados “portos seguros”, os quais tendem a projetar, internacionalmente, maior ou menor segurança, variam ao longo do tempo e de país para país.

No ano de 2021, a possibilidade da implementação de uma política monetária contracionista por parte do Fed, foi cogitada. O crescimento econômico observado nos países desenvolvidos e o aumento do retorno dos títulos do tesouro de longo prazo contribuíram para o levantamento dessa questão. De impacto significativo sobre os países em desenvolvimento, uma mudança desse porte foi vista no ano de 2013 quando o Fed anunciou a redução na compra de títulos públicos. No entanto, o mesmo cenário não se repetiu até o atual momento, fazendo com que, com exceção de alguns países, economias emergentes disponham de condições financeiras favoráveis, sob um ponto de vista histórico (BIS, 2021g).

O Capítulo 3 abordou, de forma geral, os transbordamentos das políticas do Fed que se verificaram ao redor do mundo durante a GCF e a pandemia. O capítulo seguinte se voltará a apresentar os impactos dos transbordamentos, especificamente, no Brasil durante ambos os períodos. Adicionalmente, será realizada uma análise comparativa entre as crises destacando suas principais características.

#### 4 IMPACTOS NA ECONOMIA BRASILEIRA

Os impactos na economia durante ambas as crises podem ser observados em variáveis que indicam o desempenho econômico do país ao longo do tempo. Para fins de visualização, neste capítulo serão exibidas a trajetória de indicadores macroeconômicos brasileiros e em comparação a grupos analíticos específicos. O horizonte de tempo considerado tem início em 1980 e término em 2021, no entanto, se submete a disponibilidade de dados para cada variável. As distinções de intervalos não afetam a análise, visto que, sobretudo, o capítulo tem por objetivo explorar o período da Grande Crise Financeira (2008-2014) e os dois primeiros anos da pandemia COVID- 19 (2020-2021). O quadro 1<sup>1</sup> apresenta os detalhes referentes às variáveis e os grupos considerados.

**Quadro 1. Variáveis e grupos considerados**

Variáveis para o Brasil	Variáveis de Comparação	Grupos de Países
Crescimento do PIB	Crescimento do PIB	Mundo
Inflação	Inflação	América Latina e Caribe
Taxa de Câmbio Nominal e Real		Emergentes e em Desenvolvimento
Taxa de Desemprego		
Resultado Fiscal Primário do Governo Central (% PIB)		
Dívida Bruta e Líquida do Governo (% PIB)		
Saldo em Conta Corrente (% PIB)		
Estoque da Dívida Externa (% RNB)	Estoque da Dívida Externa (% RNB)	América Latina e Caribe (exceto países de alta renda)
Oferta (Agropecuária, Indústria e Serviços)		Ásia Oriental e Pacífico (exceto países de alta renda)
Demanda (FBCF, Consumo das Famílias e Consumo do Governo)		Europa e Ásia Central (exceto países de alta renda)
Exportações		África Subsaariana (exceto países de alta renda)
Importações		Oriente Médio e Norte da África (exceto países de alta renda)

Fonte: Elaboração própria

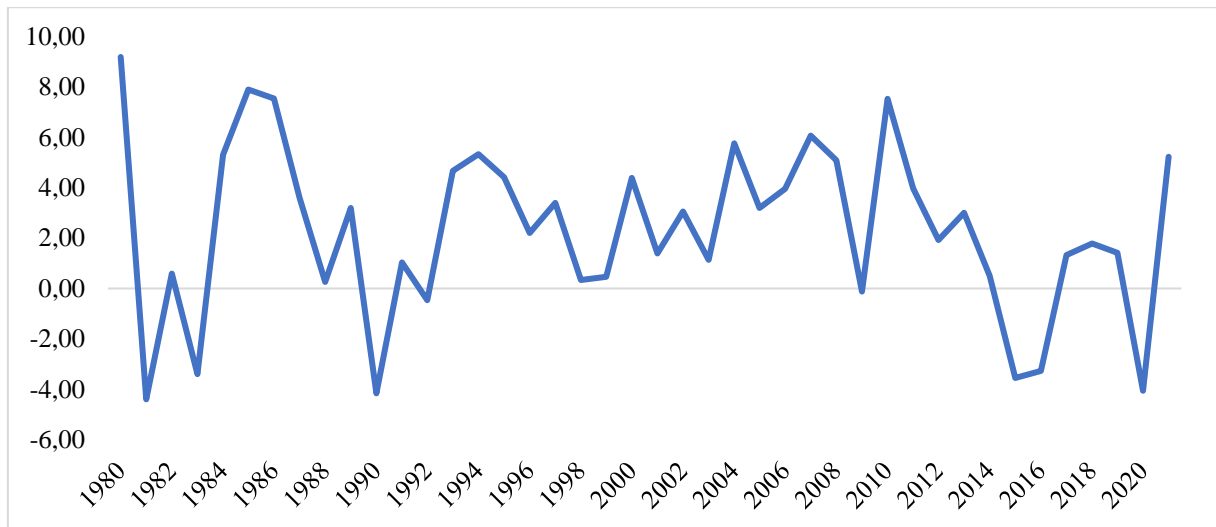
Com um valor expressivo de 9,19% em 1980, o Brasil apresentou a maior taxa de crescimento do PIB vista desde o início da década de 1980 até 2021. O Produto Interno Bruto se mostrou muito volátil durante todo o período de análise. Entretanto, é possível perceber que

<sup>1</sup> Foram utilizados apenas três variáveis de comparação com outros grupos de países devido a limitação de dados disponíveis nas fontes consultadas.

mesmo havendo recuperações, as quedas significativas no crescimento do PIB são predominantes. Da mesma forma, a conta corrente como proporção do PIB apresentou grande volatilidade entre 1984 e 1994, sendo que em 1982 exibiu um péssimo desempenho. A deterioração do saldo da conta corrente se mostrou contínua desde 1984 até o início da década de 2000, ao passo que a dívida externa como proporção da Renda Nacional Bruta (RNB) cresceu consideravelmente entre 1980 e 1984, passando a declinar até o início dos anos 1990 (WORLD BANK, 2022a).

O começo da década de 2000 foi marcado pelo colapso da bolha ponto com que atingiu economias ao redor do mundo (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2018a). No Brasil, é possível observar queda no crescimento do PIB entre 2000 e 2001, assim como um aumento no estoque da dívida externa que correspondeu a 47,08% da RNB em 2002. Em contrapartida, a conta corrente como proporção do PIB exibiu melhora na performance entre 2002 e 2004. Um fator que poderia explicar essa melhora seria a alta nos preços das *commodities* que teve início em 2003 e término em 2008, se recuperando no ano seguinte (CUNHA; LÉLIS; LINK, 2021). Inicialmente, os impactos da crise *Subprime* foram sentidos, porém de forma branda dado o ciclo de *commodities* e sua influência na demanda doméstica (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2008a). No período da grande crise financeira, a maior contração no produto foi em 2009 de cerca de -0,13%, tendo uma melhora mais expressiva em 2010, na qual o PIB cresceu aproximadamente 7,53%. Do ano em questão até 2015, a taxa de crescimento do produto apresentou declínio, apenas com uma leve recuperação em 2013. A queda mais acentuada vista em 2015 se originou no ano anterior, o último da grande recessão. O comportamento do PIB brasileiro pode ser observado no Gráfico 2.

Gráfico 2. Crescimento do PIB, preços constantes – Brasil, 1980-2021 (%)

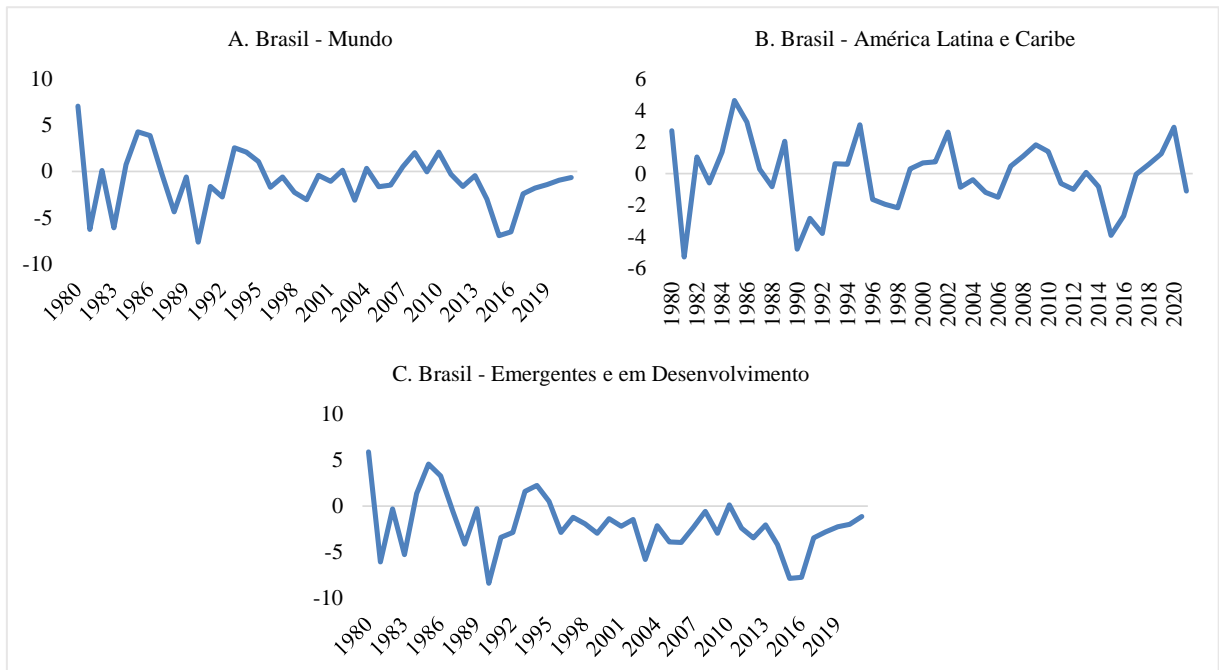


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do International Monetary Fund (2022b)

O ano de 2014 foi caracterizado por uma influência negativa vinda do setor externo por meio da normalização da política monetária do Fed. Essa mudança resultou em um fluxo intenso de saída de capitais dos países emergentes. Adicionalmente, em 2015, o Brasil contou com um cenário de instabilidade política contribuindo para uma queda ainda maior na taxa de crescimento. Nos anos posteriores, o PIB apresentou um crescimento modesto que vigorou até o início da pandemia COVID-19. A maior retração do Produto Interno Bruto ocorreu em 2020 e correspondeu a cerca de -4,06%, sendo seguida por um crescimento de 5,23% no ano seguinte (IMF, 2022b).

A performance do PIB brasileiro em relação ao mundo foi desde 1980 até 2021, predominantemente inferior com exceção dos anos de 1985, 1986 e 1994. No que se refere aos emergentes e em desenvolvimento, o Brasil apresentou desempenho superior entre 1984 e 1987 bem como entre os anos de 1993 e 1995. No período da GCF, somente os anos de 2008 e 2010 foram caracterizados por um bom desempenho no crescimento do produto. Em relação aos países da América Latina e o Caribe, a performance foi um pouco melhor, principalmente nos três primeiros anos da crise do *subprime*. O impacto do fim da grande recessão, em 2014, foi maior na economia brasileira, visto que, em comparação aos grupos mencionados, apresentou desempenho inferior (IMF, 2022c). A performance do PIB brasileiro em relação aos grupos mencionados está ilustrada no Gráfico 3.

Gráfico 3. Crescimento do PIB, Brasil - grupos (1980-2020)

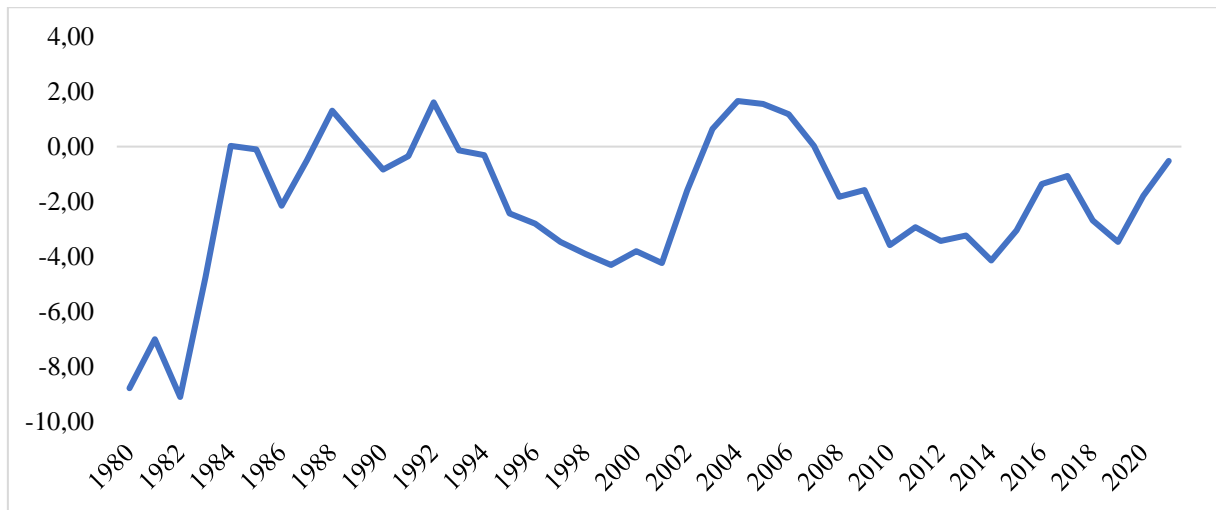


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do International Monetary Fund (2022c)

No intervalo entre as recessões, o PIB brasileiro apresentou uma recuperação entre 2017 e 2020 com respeito ao grupo da América Latina e o Caribe. O mesmo não se aplica aos outros grupos. No estágio inicial da pandemia, o Brasil demonstrou crescimento inferior em relação ao mundo e aos emergentes e em desenvolvimento, refletindo o padrão que havia sendo mostrado em anos prévios. Índícios de melhora foram observados em 2021 com respeito ao mundo e aos emergentes, porém ainda inferior ao desempenho desses grupos. Para o ano em questão, a melhora que havia sido observada até 2020 em relação a América Latina e o Caribe não se manteve e o Brasil passou a exibir queda no produto (IMF, 2022c).

Apresentando um mau desempenho desde 1980, o saldo em conta corrente como proporção do PIB manteve essa conduta em grande parte do período considerado. O avanço visto em 2003 com o *boom* nos preços dos recursos naturais não foi suficiente para manter a conta corrente com resultado positivo. O resultado em conta corrente como proporção do PIB diminuiu a partir de 2004 e apresentou deterioração durante todo o período da Grande Crise Financeira (IMF, 2022b). Seu desempenho está ilustrado no Gráfico 4.

Gráfico 4. Resultado em conta corrente (%) PIB- Brasil 1980-2021

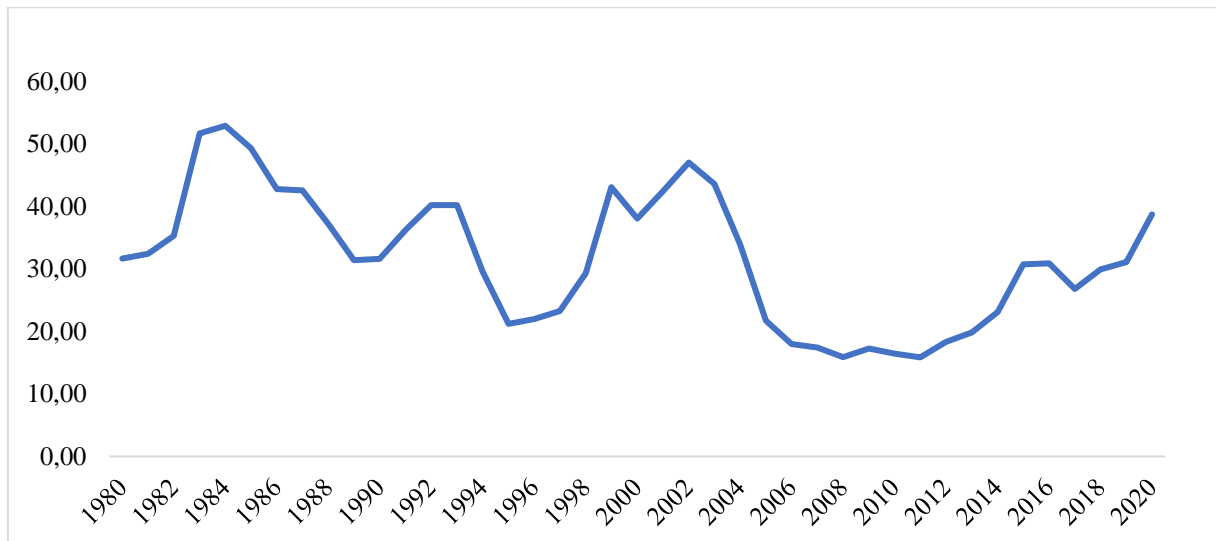


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do International Monetary Fund (2022b)

A elevação que se observou após 2014 não foi significativa, visto que o período entre as crises foi marcado por valores negativos. O declínio entre as recessões pode estar relacionado aos impactos provenientes do aumento de tensões comerciais entre os Estados Unidos e a China (IMF, 2018a), bem como baixos preços das *commodities* (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2020f). Embora em 2020 e 2021, a conta corrente tenha dado indícios de melhora, não apresentou superávits. Para o período da pandemia, é possível destacar que a redução do déficit ocorreu simultaneamente ao início de um ciclo de alta nos preços dos recursos naturais (IMF, 2022b).

O estoque da dívida externa, por sua vez, declinou após o ano de 2002, sendo que durante a primeira metade da GCF se manteve estável, aumentando apenas entre 2012 e 2014. Em consonância com a piora nos outros indicadores, após a crise do *Subprime*, a dívida externa como proporção da RNB voltou a aumentar e exibiu esta tendência até o início da pandemia. No ano de 2020, o estoque da dívida externa correspondeu a cerca de 38,76% da Renda Nacional Bruta, retornando a patamares observados no início da década de 2000 (WORLD BANK, 2022a). O Gráfico 5 ilustra a trajetória da dívida externa brasileira.

Gráfico 5. Estoque da dívida externa (%) RNB- Brasil 1980-2020



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do World Bank (2022a)

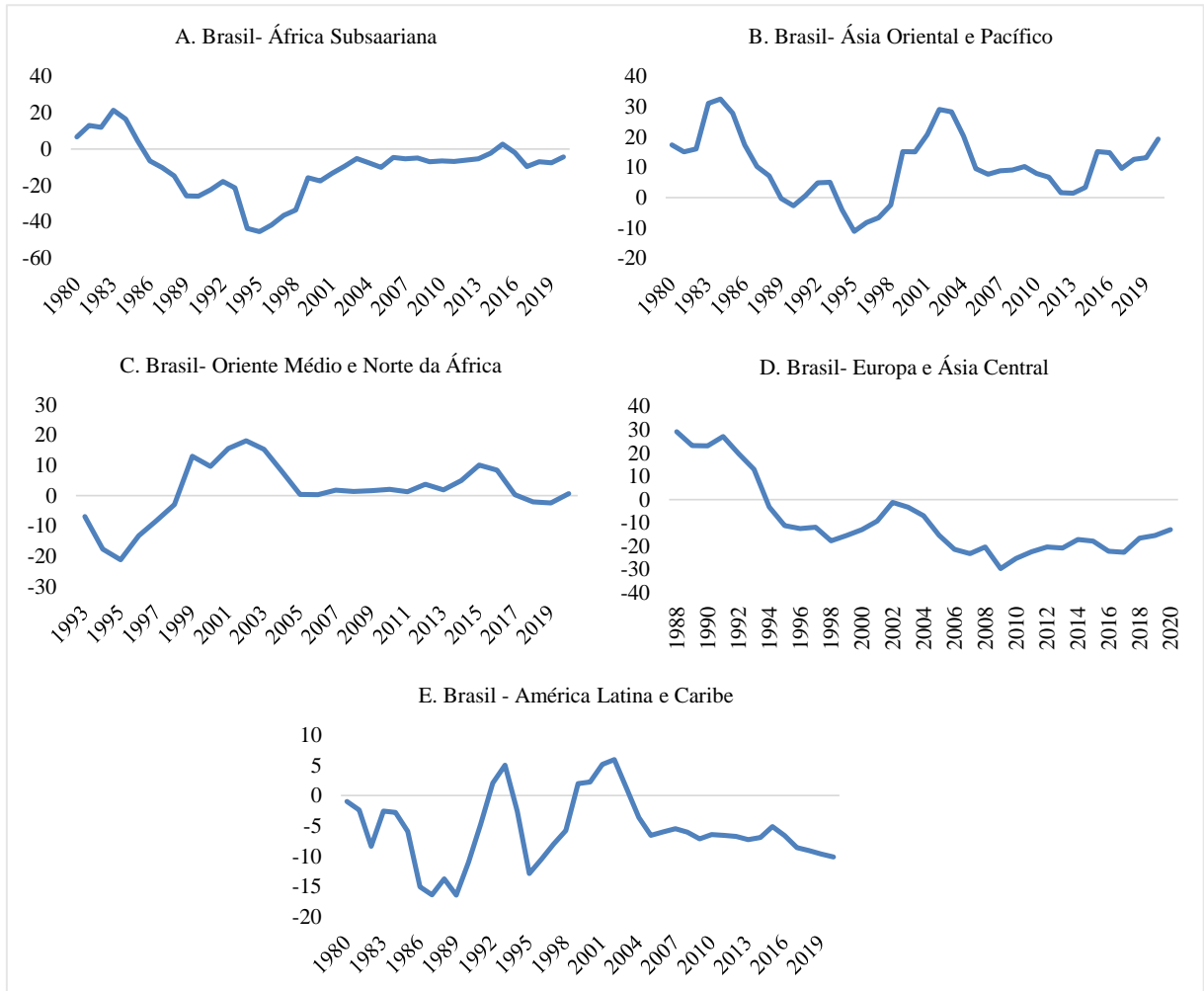
Ao comparar a performance com outras regiões<sup>2</sup> do globo é possível notar que, mesmo com proporções significativas da RNB, a dívida externa brasileira foi predominantemente inferior a outros países. Regiões como América Latina e Caribe, Europa e Ásia Central apresentaram uma dívida externa muito maior que a do Brasil. Contudo, durante a grande recessão, o estoque da dívida externa brasileira foi consideravelmente superior aos países da Ásia Oriental e Pacífico, e em relação ao Oriente médio e o norte da África a diferença foi muito pequena. Esse padrão pôde ser observado tanto no período<sup>3</sup> da GCF quanto da pandemia COVID-19 (WORLD BANK, 2022b). No Gráfico 6 é possível observar o desempenho do Brasil em relação às regiões mencionadas.

<sup>2</sup> Para a comparação da dívida externa foram considerados países diferentes devido à falta de disponibilidade de dados para os grupos anteriores.

<sup>3</sup> O horizonte de tempo para cada região se submeteu a disponibilidade de dados, no entanto o período referente a ambas as crises foi considerado.



Gráfico 6. Dívida externa (% RNB) Brasil – regiões (1980 – 2020)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do World Bank (2022b)

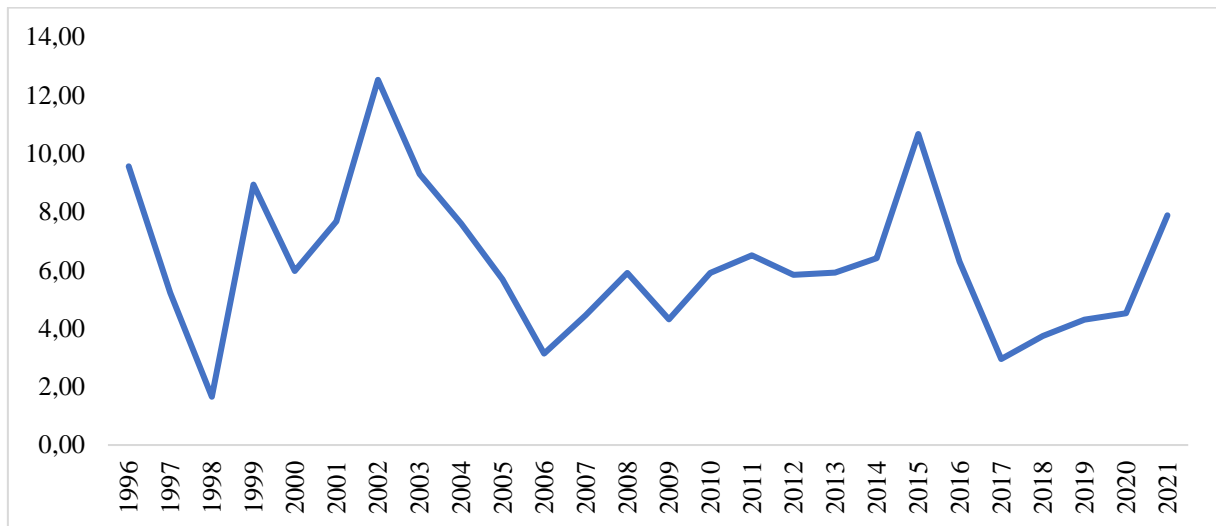
Com respeito a América Latina e Caribe, no intervalo entre as crises, o estoque da dívida externa foi declinante, se reforçando com a chegada da pandemia. A dívida externa brasileira como proporção da RNB se mostrou inferior a grande parte das regiões<sup>4</sup> consideradas nos anos prévios a crise de 2008, entre as recessões e nos dois primeiros anos da COVID-19 (WORLD BANK, 2022b).

Dado que o comportamento dos preços no período anterior a 1996 foge da normalidade, a análise da inflação começa a partir do ano mencionado. Entre 1996 e 1998, a inflação declinou consideravelmente, apresentando em 1998 uma taxa de 1,66%, a menor taxa observada até 2021. No entanto, o ano subsequente foi marcado por uma alta expressiva dos preços, que na chegada dos anos 2000, se mostrou constante, correspondendo a 12,53% em 2002. Em consonância com a inflação, a taxa de desemprego foi crescente desde 1991 e extremamente

<sup>4</sup> As regiões consideradas na comparação da dívida externa como proporção da RNB não incluem países de alta renda.

alta em 1998, no qual apresentou um valor de 14,70% permanecendo nesse nível até o ano seguinte. Vale ressaltar que o episódio da crise asiática (1997-1998) pode ter, em parte, contribuído para a deterioração de tais indicadores. Em todo o tempo considerado, o segundo valor mais alto da taxa de desemprego foi observado em 2003, sendo que nos anos posteriores, exibiu queda contínua até o fim da Grande Crise Financeira, em 2014. Apesar da inflação ter apresentado declínio contínuo entre 2002 e 2006, se mostrou volátil ao longo da GCF, acelerando em 2014 e 2015 (IMF, 2022b). A redução observada nos anos prévios a crise, permitiu que o Banco Central do Brasil pudesse reduzir as taxas de juros. O mesmo não ocorreu ao longo da crise do *subprime* e no período posterior, dado o aumento das pressões inflacionárias (BIS, 2013e). A trajetória da inflação brasileira está ilustrada no Gráfico 7.

Gráfico 7. Taxa de Inflação - Brasil 1996-2021



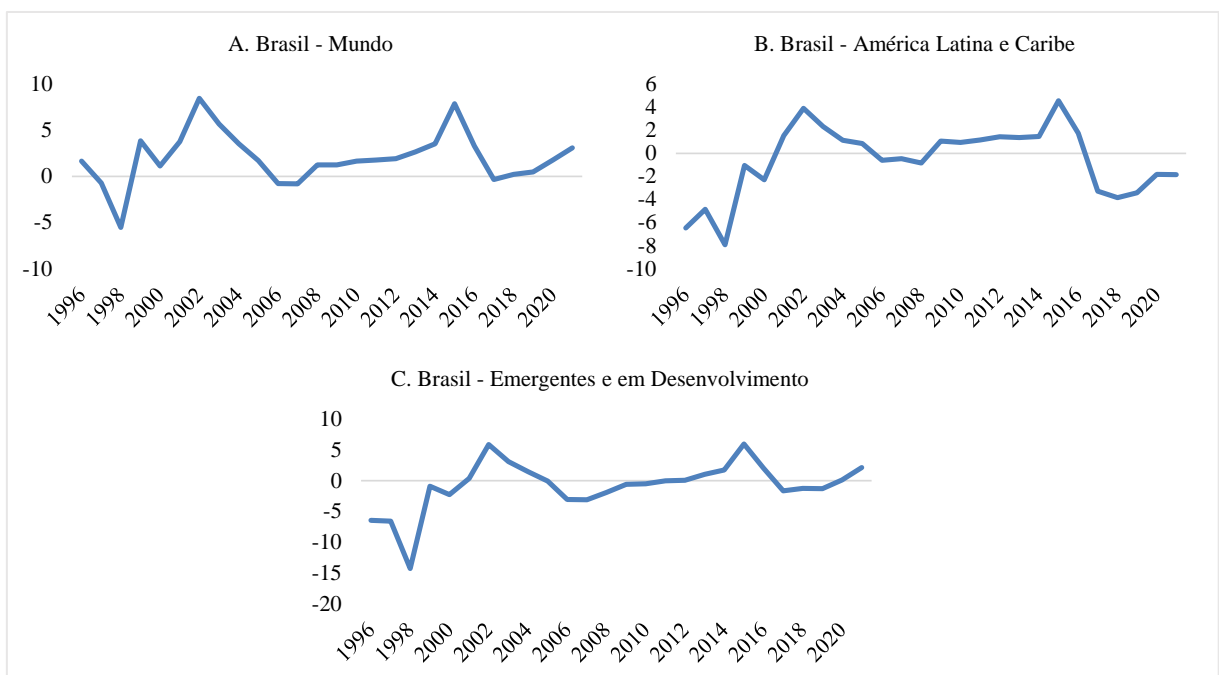
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do International Monetary Fund (2022b)

No período entre as crises, a inflação diminuiu até o ano de 2017, quando voltou a apresentar tendência de aumento. Até o primeiro ano da pandemia, a alta nos preços havia se mostrado moderada, o que não ocorreu em 2021, visto que correspondeu a 7,88%. Em conjunto com os efeitos do coronavírus na alta dos preços, a intensificação da crise hídrica brasileira contribuiu para o aumento da inflação, pressionando os preços para cima (IMF, 2022b).

Expandindo a análise para outras nações, pode-se perceber que o salto apresentado pela inflação no início nos anos 2000, e em 2015, foi algo singular ao Brasil. Ao considerarmos grupos de países como os emergentes e em desenvolvimento, América Latina e Caribe, e até mesmo o mundo, é possível notar que a elevação nos preços não foi observada nos grupos mencionados. Durante a GCF os valores exibidos pela economia brasileira foram maiores em relação ao mundo, a América Latina e o Caribe. No entanto, no que se refere aos emergentes e

em desenvolvimento, o Brasil apresentou um comportamento semelhante nos preços, provavelmente devido ao fato de que, nesse período, essas nações estavam com suas economias aquecidas dada a expansão excessiva do crédito e o regime de alta nos preços das *commodities*. Esses elementos podem ter contribuído para que houvesse um aumento geral da inflação nesse grupo de países. Todavia, em 2015 a inflação no Brasil foi tão alta que superou todos os grupos considerados, incluindo as economias emergentes e em desenvolvimento (IMF, 2022c). O comportamento da inflação brasileira em relação aos grupos mencionados consta no Gráfico 8.

Gráfico 8. Inflação (%) Brasil - grupos (1996- 2021)



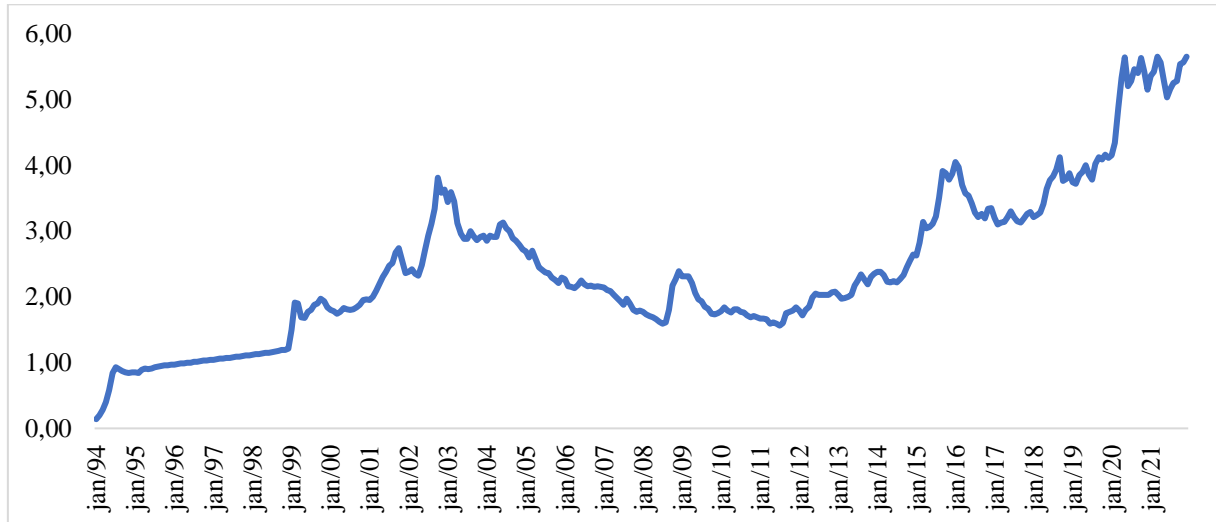
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do International Monetary Fund (2022c)

A estabilidade dos preços voltou a ser vista no ano de 2017, porém não se manteve nos anos seguintes. A respeito do mundo, a inflação brasileira voltou crescer em 2019 e continuou aumentando com a chegada da nova recessão. O mesmo padrão foi observado em relação aos emergentes e em desenvolvimento. Em contrapartida, o aumento nos preços para o Brasil, durante os dois primeiros anos da pandemia, foi inferior a elevação que os países da América Latina e o Caribe apresentaram (IMF, 2022c).

Para fins de análise, a coleta de dados referente a taxa de câmbio iniciou após o término do plano real em 1994. A partir do ano mencionado, tanto a taxa nominal de câmbio quanto a real foram ascendentes até 2002. É possível observar uma tendência de valorização do real ao longo do tempo. Após 2004, a taxa de câmbio exibiu uma queda contínua que foi refreada no início da crise. Na GFC, ambas as taxas se mantiveram estáveis até 2012, ano no qual passaram

a apresentar aumento. Essa mudança na trajetória possivelmente está relacionada aos efeitos de políticas expansionistas que acentuaram a desvalorização do dólar no período (INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA E APLICADA, 2022a). O comportamento da taxa de câmbio nominal está ilustrado no Gráfico 9.

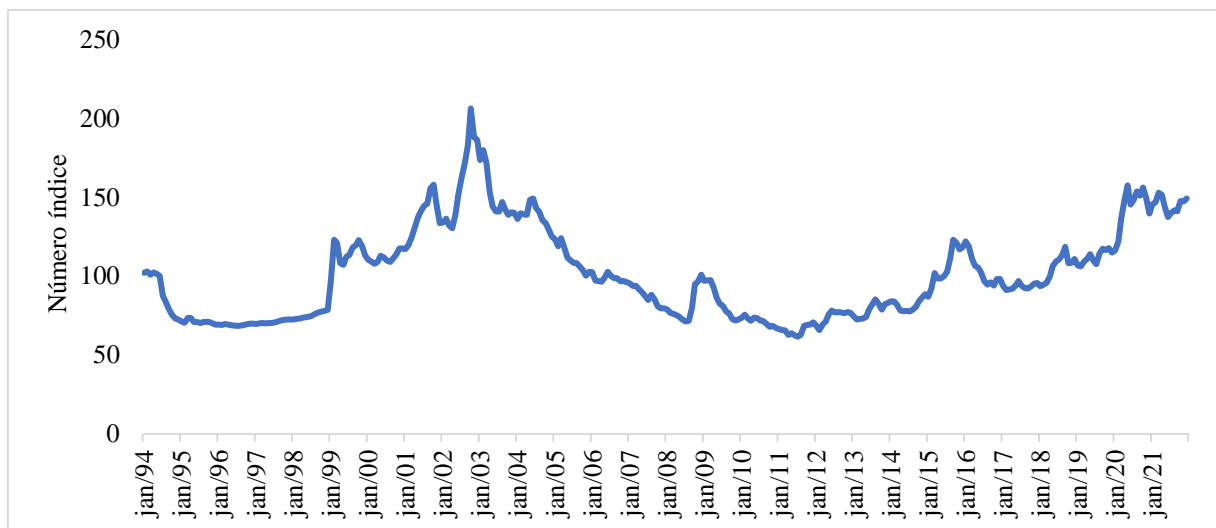
Gráfico 9. Taxa de câmbio nominal da moeda brasileira, jan. 1994- dez. 2021 (em reais por dólares)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Instituto de Pesquisa Econômica e Aplicada (2022a)

Apesar da existência de uma tendência de valorização, é possível observar um salto na taxa nominal entre 2019 e 2020 (IPEA, 2022a). Na taxa real de câmbio, o aumento mais significativo ocorreu entre janeiro e agosto de 2020. Sua trajetória pode ser observada no gráfico 10 (IPEA, 2022b).

Gráfico 10. Taxa de câmbio real da moeda brasileira, jan. 1994 – dez. 2021 (em reais por dólares)

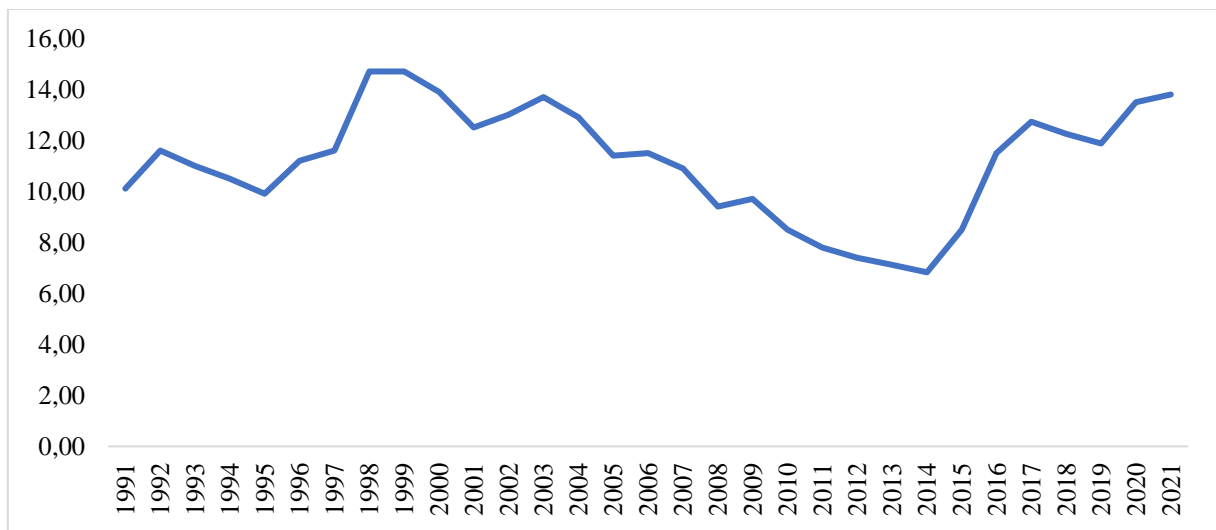


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Instituto de Pesquisa Econômica e Aplicada (2022b)

Em 2021, o câmbio continuou aumentando, porém de forma mais moderada. Os dados exibidos na figura indicam que o estágio inicial da pandemia contou com uma forte valorização do real frente ao dólar (IPEA, 2022b).

No que se refere a taxa de desemprego, esta declinou continuamente após 2003. Ao final da GCF, em 2014, apresentou aumento contínuo, apenas com uma leve redução em 2019. O aumento observado depois de 2014 levou a taxa de desemprego para a casa de dois dígitos, patamar que se manteve até 2021 (IMF, 2022b). Sua trajetória consta no Gráfico 11.

Gráfico 11. Desemprego (%) - Brasil 1991-2021

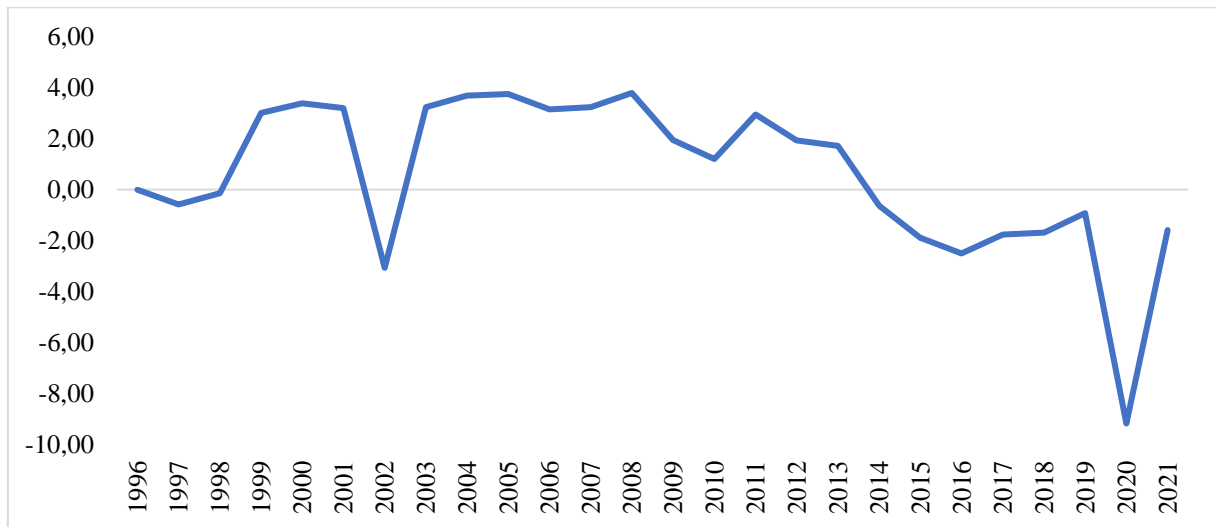


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do International Monetary Fund (2022b)

No segundo ano da pandemia, a taxa de desemprego foi de cerca de 13,79%, se aproximando aos valores observados no início da década de 2000 (IMF, 2022b).

Por sua vez, o resultado fiscal primário como proporção do PIB apresentou superávit entre os anos de 1999 e 2001, com uma brusca contração vista em 2002. A melhora no desempenho nesse período pode estar relacionada ao uso de metas de superávit fiscal, que visavam um saldo positivo nas contas públicas (NASSIF; FEIJÓ; ARAÚJO, 2020). Após a queda em 2002, voltou a crescer, se mantendo estável até o início da crise. De fato, tanto a dívida bruta quanto a líquida do governo como proporção do PIB apresentaram o mesmo comportamento, com exceção do período da GCF. Nos desdobramentos da crise de 2008, o resultado fiscal primário se deteriorou, tendo apenas uma leve recuperação em 2011 (IMF, 2022b). O resultado primário está ilustrado no Gráfico 12.

Gráfico 12. Resultado primário do Governo Central (% PIB)- Brasil 1996-2021

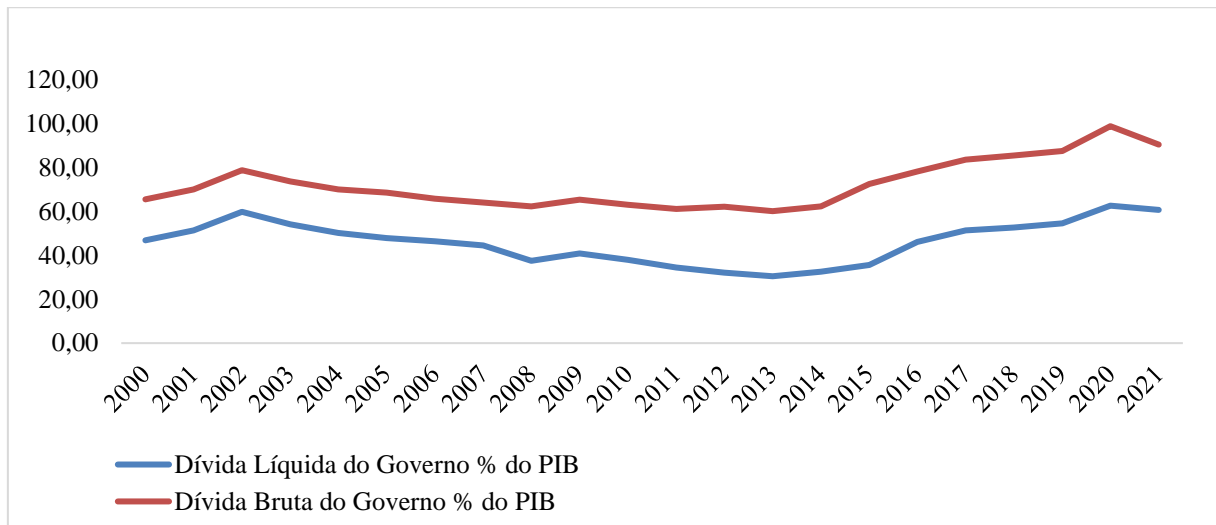


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do International Monetary Fund (2022b)

Em 2014, além dos impactos provenientes dos transbordamentos da crise como a retração do crédito em decorrência da fuga de capitais, o Brasil contou com fatores domésticos que exerceram efeitos negativos no resultado fiscal. Entre eles, é possível destacar a política de preços que vigorou no período. A partir do ano seguinte, o realinhamento dos preços desfavoreceu a economia interna, o que contribuiu para uma deterioração ainda maior do déficit público (BARBOSA, 2017). O término da GCF, em 2014, acentuou ainda mais o declínio no saldo fiscal, que permaneceu negativo nos anos seguintes com uma queda significativa em 2020, de aproximadamente -9,17%. Em 2021, houve uma melhora no resultado, porém não suficiente para dar indícios de um superávit (IMF, 2022b).

No que se refere a dívida líquida e bruta como proporção do PIB, se mantiveram estáveis durante a GCF, aumentando somente após 2014 (IMF, 2022b). Suas trajetórias constam no Gráfico 13.

Gráfico 13. Dívida bruta e líquida do governo central (% PIB- Brasil 2000-2021



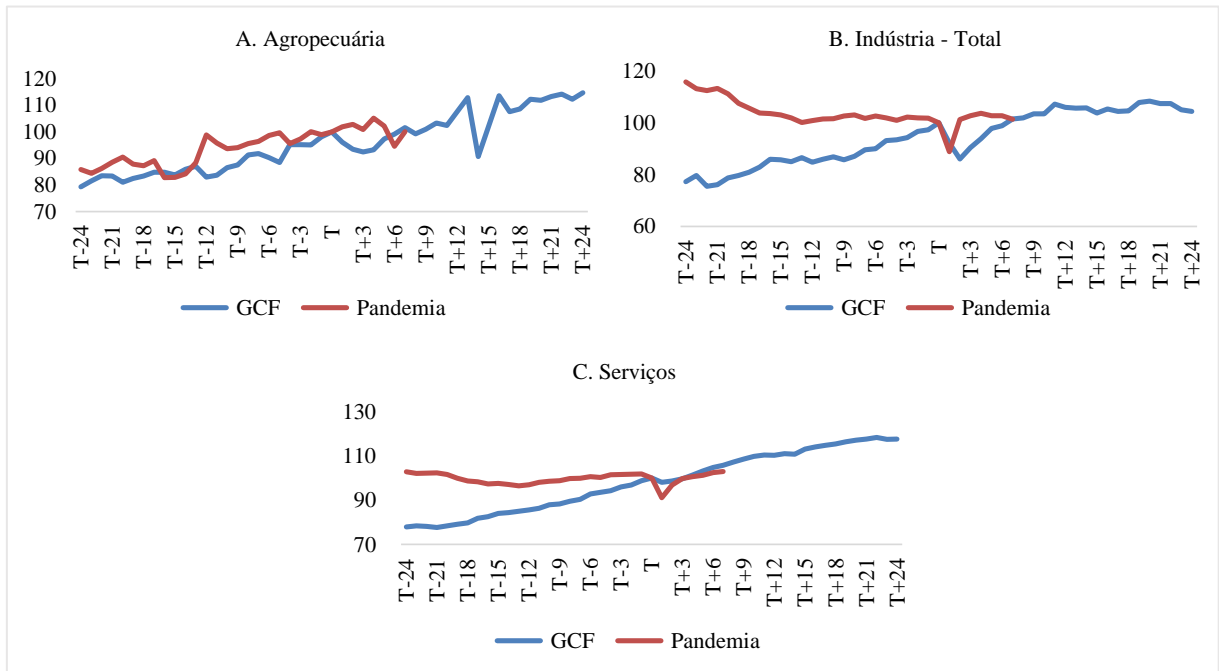
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do International Monetary Fund (2022b)

Durante a pandemia a dívida pública aumentou consideravelmente, sendo que a bruta correspondeu a 98,94% do PIB e a líquida a 62,70% em 2020. Uma possível explicação para esse aumento se concentra no fato de que, em função da crise sanitária, o governo brasileiro direcionou recursos para vacinação, para os estados a fim de cobrir o aumento dos custos com a saúde pública, para auxílios a desempregados, idosos, indivíduos das camadas mais pobres da sociedade, entre outros (IMF, 2020d). O segundo ano da crise sanitária foi caracterizado por uma redução sutil na dívida líquida e uma mais evidente na dívida bruta, que diminuiu em 8 pontos percentuais (IMF, 2022b).

De modo geral, com exceção do período anterior a década de 2000, o desempenho da economia brasileira revelou-se promissor. Nos anos que antecederam a crise, em contraste as economias avançadas, países emergentes cresceram devido a fatores como altos preços das *commodities* e sua influência na demanda doméstica. Na economia brasileira, os aumentos no consumo privado e nos gastos do governo foram os principais responsáveis pelo crescimento do PIB em 2007, fator que abrandou o impacto do início da crise em 2008 (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2008a). Durante a GCF, em anos marcados por uma boa performance econômica tais como 2010, foi possível observar expressivo crescimento do PIB e queda no desemprego. No entanto, ao final do período, em 2014, os indicadores macroeconômicos apresentaram grande deterioração. O legado da GCF foi de uma estagnação na economia brasileira. Após 2014, as melhoras que foram exibidas por certas variáveis não foram suficientes para dinamizar a economia, dado que em comparação a grande maioria dos grupos de países considerados, exibiu desempenho inferior. O cenário de decadência vivenciado pelo Brasil agravou-se com a chegada do novo coronavírus, o que pode ser

identificado na piora apresentada por todas variáveis mencionadas nesse capítulo. De fato, quando observado os seis anos anteriores à crise de 2008, o decorrer da GCF e os seis anos prévios a pandemia, é possível observar a diferença na trajetória do PIB, no lado da oferta e da demanda (IBGE, 2022). A oferta, correspondendo a agropecuária, a indústria e os serviços, está ilustrada no Gráfico 14<sup>5</sup>.

Gráfico 14. Oferta – Brasil, 3º Tri. 2002 - 1º Tri. 2021 (número índice)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2022)

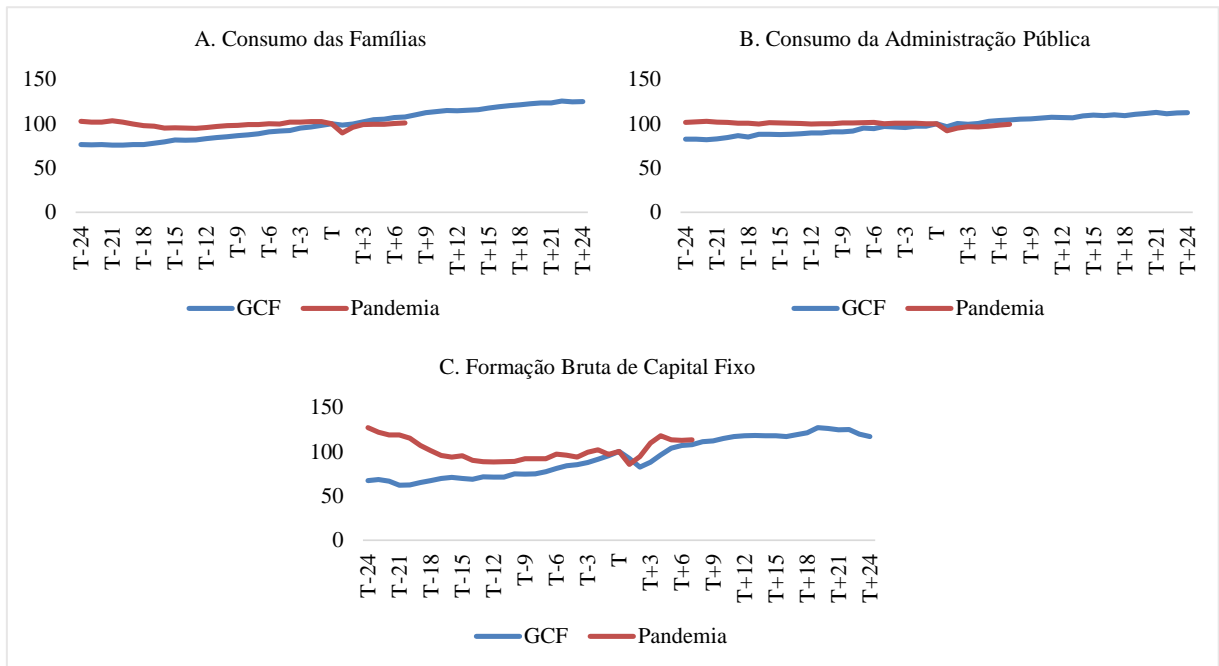
Com exceção da agropecuária, as atividades apresentaram trajetórias contrastantes. No período prévio e durante a GCF tanto a indústria quanto os serviços se elevaram, ao passo que antes e ao longo da pandemia exibiram queda. A agropecuária foi a única atividade que exibiu uma boa performance em ambas crises, assim como no período que antecedeu a elas. Em relação a demanda, o comportamento da formação bruta de capital fixo, e do consumo das famílias e da administração pública está ilustrado no Gráfico 15<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> O gráfico 14 abrange o período entre 3º Tri. 2002 - 1º Tri. 2021. Para fins de comparação, na GCF (T= 3º trimestre de 2008) e na pandemia (T= 1º trimestre de 2020).

<sup>6</sup> No gráfico 15 para o período da GCF (T= 3º trimestre de 2008) e da pandemia (T= 1º trimestre de 2020).



Gráfico 15. Demanda – Brasil, 3 ° Tri. 2002 - 1 ° Tri. 2021 (número índice)

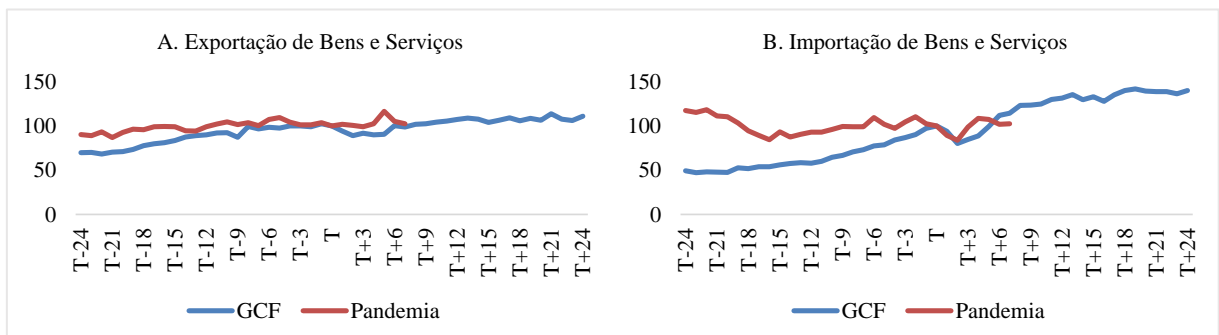


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2022)

No lado da demanda, a formação bruta de capital fixo (FBCF) cresceu antes e durante a grande crise financeira. No período entre as depressões, foi declinante e apresentou estagnação com a chegada da COVID-19. O consumo das famílias e da administração pública comportou-se de forma moderada no decorrer das crises e no intervalo entre elas.

O setor externo, representado pelas exportações e importações, também exibiu contraste em sua performance nos anos referentes a crise de 2008 e a pandemia. Seu desempenho consta no Gráfico 16<sup>7</sup>.

Gráfico 16. Exportações e importações – Brasil, 3 ° Tri. 2002 - 1 ° Tri. 2021 (número índice)

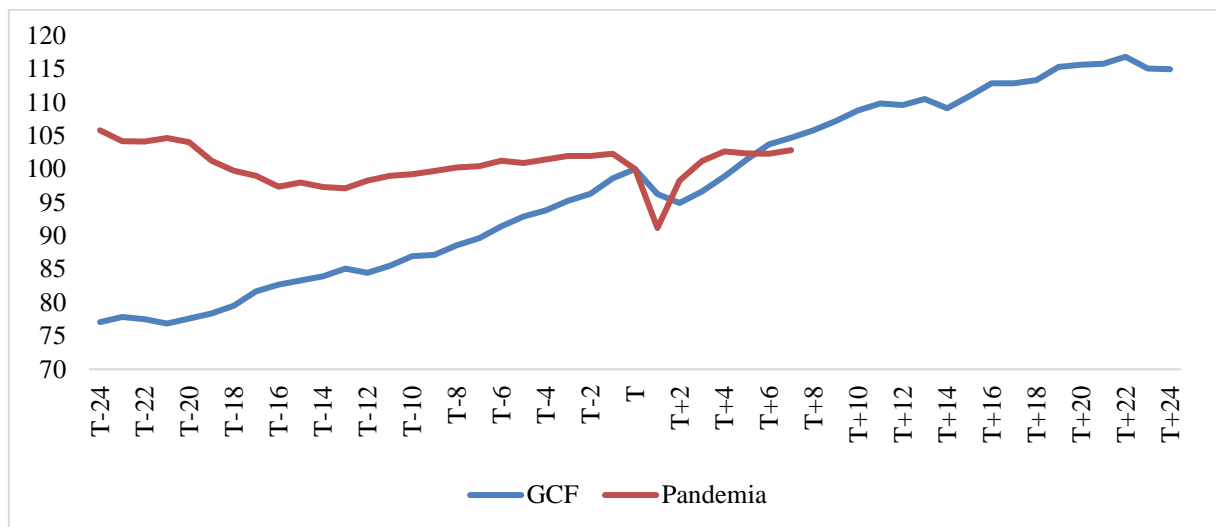


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2022)

<sup>7</sup> No gráfico 16 para o período da GCF (T= 3º trimestre de 2008) e da pandemia (T= 1º trimestre de 2020).

As importações de bens e serviços, apresentaram aumento no período anterior e ao longo da GCF, se mantendo no mesmo patamar antes e durante a crise sanitária. Por sua vez, as exportações não cresceram de maneira expressiva nos anos que antecederam a grande recessão nem mesmo no seu período. Nos seis anos prévios e no estágio inicial da pandemia, o crescimento das exportações de bens e serviços se mostrou estático. A mesma comparação entre os períodos foi realizada para o Produto Interno Bruto brasileiro e consta no Gráfico 17<sup>8</sup>.

Gráfico 17. Crescimento do PIB – Brasil, 3 ° Tri. 2002 - 1 ° Tri. 2021 (número índice)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2022)

Com base no Gráfico 17, é possível notar que o PIB exibiu trajetória ascendente desde o início da análise até o final da grande recessão. Posteriormente, a trajetória passou a exibir comportamento inverso, declinando de forma contínua. Tanto, o PIB, como a grande maioria das variáveis consideradas apresentaram desempenho semelhante na comparação entre os períodos.

Neste capítulo foram apresentados os efeitos da crise de 2008, seus desdobramentos e a pandemia COVID-19 na economia brasileira. A seção 4.1 terá por objetivo compreender as diferenças dos impactos exercidos por ambas as recessões no Brasil, destacando as singularidades de cada uma delas e os distintos contextos nos quais se inserem.

<sup>8</sup> No gráfico 17, para o período da GCF (T= 3º trimestre de 2008) e da pandemia (T= 1º trimestre de 2020).

#### 4.1 ANÁLISE COMPARATIVA DOS IMPACTOS

Os capítulos anteriores buscaram apresentar conceitos e tentar explicar de que maneira instrumentos de política monetária adotados por economias avançadas afetam outros países. Assim como discutido previamente, durante a Grande Crise Financeira, o *Federal Reserve System* fez uso de políticas que geraram transbordamentos no Brasil pela via do comércio e por meio dos fluxos de capitais. Na introdução do Capítulo 4, os efeitos observados durante a Grande Crise Financeira e a pandemia foram apresentados de forma detalhada. No entanto, para que o comportamento da economia pudesse ser avaliado de forma mais clara, o período anterior à crise de 2008 e, também, a crise do novo coronavírus, foi considerado. A presente seção realizará sua análise sob o molde da seção anterior, considerando o horizonte de tempo entre 1980 e 2021. A fim de analisar as repercussões das políticas do Fed na economia brasileira em ambas crises, se faz necessário abstrair os principais aspectos dos períodos das recessões, bem como dos anos que antecederam a elas. Posto isso, o quadro 2 apresenta de forma resumida as características que serão avaliadas nesse capítulo.

**Quadro 2 - Principais aspectos dos períodos posteriores e ao longo das crises**

	<b>Pré-GCF (1980- 2007)</b>	<b>GCF (2008-2014)</b>	<b>Pré-Pandemia (2015-2019)</b>	<b>Pandemia (2020-2021)</b>
<b>Contexto Econômico Brasileiro</b>	Sobretudo a partir de 2003, o Brasil apresentou recuperação no desempenho dos indicadores macroeconômicos, uma melhora nos fundamentos fiscais e boa performance no setor externo	Marcado por volatilidade dos indicadores macroeconômicos, com exceção do desemprego que declinou continuamente. Os fundamentos fiscais se mostraram favoráveis ao Brasil e o setor externo manteve a boa performance. Todavia, no ano de 2014, passou a apresentar contração econômica	Deterioração econômica em todos indicadores e setores	Piora dos indicadores macroeconômicos, dos fundamentos fiscais e do setor externo
<b>Contexto Econômico Brasileiro em Relação ao Exterior</b>	Desempenho dos indicadores macroeconômicos predominantemente inferior, porém, com uma dívida externa relativamente menor que a de outros países	Apresentou uma melhora no crescimento do PIB, porém a inflação se manteve alta. A dívida externa permaneceu inferior	Deterioração dos indicadores macroeconômicos e aumento no estoque da dívida externa	Deterioração dos indicadores macroeconômicos com aumento da dívida externa

<b>Respostas de Políticas Brasileiras</b>	Sobretudo, após 2000, a austeridade fiscal predominou na maior parte do período no Brasil, assim como taxas de juros menores	No Brasil, política fiscal limitada; aumento das taxas de juros durante maior parte do período; uso limitado de medidas especiais	Reversão da austeridade fiscal brasileira entre 2015 e 2016, com melhora a partir de 2017; elevação das taxas de juros durante maior parte do período	Implementação de grandes pacotes fiscais; redução das taxas de juros em 2020 e aumento em 2021; uso de medidas especiais.
---	--	---	---	---

Fonte: Elaboração própria

Após a década de 1980, o Brasil apresentou um desempenho econômico mediano, que comparado a outros grupos de países foi inferior. A economia brasileira vinha em uma trajetória, predominantemente, marcada por contração econômica até a chegada dos anos 2000. A intensificação da globalização e integração financeira que ocorreu no início da década conectou, ainda mais, economias avançadas e emergentes, gerando benefícios ao setor exportador das economias em desenvolvimento. No entanto, foi a partir de 2003 que o Brasil passou a apresentar uma tendência de crescimento promissora. O início de um regime de alta nos preços das *commodities* influenciou a economia não somente através das exportações, mas dinamizou a demanda interna beneficiando o Brasil. Juntamente com o avanço econômico, o setor fiscal e o externo passaram a exibir resultados mais favoráveis. Apesar da melhora, ainda após 2003 a economia brasileira não progrediu na mesma proporção de países emergentes em desenvolvimento. Quando, em setembro de 2008, foi anunciada a falência do banco *Lehman Brothers*, o Brasil desfrutava de um crescimento diretamente relacionado ao setor exportador. Esse contexto, de certa forma, limitou os efeitos iniciais da crise do *subprime* (BARROSO; DA SILVA; SALES, 2015).

Originada no setor financeiro norte-americano, a GCF compeliu as autoridades monetárias a implementarem medidas que sanassem suas economias domésticas e contivessem os efeitos nocivos da recessão. A implementação de pacotes de estímulo deu início a uma fase de alta nos ciclos financeiros. A etapa de expansão do ciclo de *commodities*, se contraiu brevemente em 2008, porém com o início de uma etapa de expansão no ciclo financeiro, os preços das *commodities* voltaram aos patamares anteriores. Logo, além de uma expansão excessiva do crédito causada pela intensa entrada de capitais, a economia brasileira pôde contar com os benefícios dos altos preços dos recursos naturais. O Brasil pode ser apontado como um dos países que, na fase inicial, não apresentou forte contração econômica. O crescimento impulsionado pelas exportações fez com o investimento na formação bruta de capital fixo nos setores produtores de *commodities* aumentasse na economia brasileira. Ademais, recursos

captados no exterior voltados ao estímulo da economia interna foram utilizados por muitas nações emergentes ( BIS, 2009b) .

Durante os primeiros anos da GCF, grande parte das variáveis apresentadas na introdução do Capítulo 4 exibiram melhora no desempenho. A redução de 2009 não se manteve e, em 2010, o Produto Interno Bruto se recuperou rapidamente apresentando crescimento superior aos níveis prévios a crise. A deterioração no saldo fiscal refletiu o implemento de medidas voltadas a combater os efeitos da depressão que, de forma geral, não foram massivas dada a existência de limitações (BIS, 2010c). Em resposta ao aquecimento da economia, a inflação se manteve alta, sendo apontada como um dos principais motivos para a política monetária brasileira contracionista observada ao longo da crise do *subprime* (BIS, 2012d). Todavia, as altas taxas de juros se tornavam ainda mais atraentes aos investidores, contribuindo para a valorização do real. Por sua vez, a piora no saldo da conta corrente se manteve controlada, quando comparada ao início do período. A taxa de desemprego foi o único indicador que exibiu trajetória descendente durante todos os anos da crise, e, portanto, obteve o melhor desempenho. Um fator que pode ter contribuído para a boa performance da taxa de desemprego foi o fato de que os componentes da oferta e da demanda agregada foram ascendentes durante todo o período da Grande Crise Financeira, com exceção de 2014. No lado da oferta a agricultura, o comércio e os serviços tiveram um bom desempenho. O resultado proveniente da FBCF, representando o investimento privado, o consumo das famílias, os gastos do governo e as exportações foram favoráveis a economia doméstica (INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA, 2022).

A normalização da política do Fed, em 2014, pôs um fim na fase de expansão do ciclo financeiro e do ciclo de *commodities*. Economias que desfrutavam de um excesso de crédito e do estímulo das exportações foram fortemente atingidas por essa decisão. Pode-se dizer que países emergentes, de forma geral, foram negativamente impactados, porém o Brasil se mostrou mais vulnerável em relação a esses países. O ano em questão marca o início de um período marcado por estagnação econômica e deterioração dos indicadores macroeconômicos brasileiros que dura até o início da pandemia. A valorização do câmbio observada a partir de 2014 se manteve, porém, não impulsionada por altos preços das *commodities*, visto que, anteriormente a pandemia, os preços dos recursos naturais estavam em queda. Todavia, as leves recuperações apresentadas em 2017 e 2018 podem estar relacionadas com a chegada de um novo regime de alta do ciclo de *commodities* que vigorou entre 2016 e 2018. Lamentavelmente, nesse período o estado da economia estava em grande deterioração, em parte pelo legado da GCF, em parte por fatores internos, fazendo com que o aumento dos preços não fosse capaz de

impulsionar a economia doméstica (CUNHA; LÉLIS; LINCK, 2021). Os efeitos nocivos que a fase de contração dos ciclos gerou nos mercados emergentes se tornou pauta para os formuladores de política. De modo geral, economias em desenvolvimento aumentaram significativamente suas reservas em dólares e intensificaram o uso de medidas macroprudenciais a fim de construir amortecedores para depressões futuras (IMF, 2018a).

A pandemia COVID-19 surgiu de maneira diferente. A crise de origem sanitária gerou transbordamentos e acabou afetando o lado real da economia por meio do comércio e dos mercados financeiros. Sua evolução pressionou os países a fazerem uso das lições aprendidas na recessão anterior. O cenário no qual países em desenvolvimento se encontravam no início da pandemia difere ao da Grande Crise Financeira. Economias emergentes estavam em uma fase de depressão, com crescimento econômico abaixo do potencial (BIS, 2020f). Por sua vez, o Brasil apresentava um desempenho inferior ao mundo, aos países emergentes e a América Latina e Caribe. O início da pandemia acentuou esse processo contribuindo para que o Brasil apresentasse uma contração no PIB de -4,06% em 2020. O aumento na inflação e no desemprego apenas se intensificou com a chegada da pandemia. O resultado primário como proporção do PIB reduziu significativamente com cerca de -9,17%. A dívida bruta e líquida, que vinham aumentando antes da crise, contribuíram ainda mais para a deterioração dos fundamentos fiscais. O estoque da dívida externa como proporção da RNB, em 2020, cresceu em cerca de 7 pontos percentuais. ao passo que os elementos da oferta e demanda apresentaram uma má performance (IMF, 2022b). No começo da crise sanitária, o Fed, assim como bancos centrais de economias avançadas implementaram uma série de políticas monetárias expansionistas que vigoraram em 2020 e 2021. Mesmo assim, durante os dois anos da pandemia, a economia brasileira contou com baixo dinamismo interno. No lado da oferta agregada, os serviços e a indústria contraíram de forma significativa dada as medidas de restrição. A agropecuária foi o único setor que exibiu um desempenho relativamente melhor aos outros setores, devido à exportação das *commodities*. O consumo das famílias e da administração se mostraram estagnados e o investimento privado exibiu queda (IBGE, 2022).

Ao comparar os estágios iniciais de ambas recessões, é possível perceber que se inserem em contextos diferentes. Ao passo que a crise do *subprime* nasceu em uma economia em ritmo de crescimento, a pandemia COVID-19 surgiu em uma economia estagnada. A crise financeira exerceu efeitos negativos, porém contou com condições que favoreceram a criação de um dinamismo econômico, mitigando esses impactos, e gerando benefícios a nível social. Apesar do aumento da inflação, o aquecimento econômico permitiu a geração de empregos. Em contrapartida, a crise sanitária atingiu a economia, porém não lhe propiciou formas de

minimizar esses danos. Em parte, pelas características estruturais da economia doméstica que se mostravam um impedimento a execução de atividades importantes, em parte pela diferença na qual os estímulos provenientes do setor externo encontraram a economia interna. De fato, o impacto negativo proveniente da pandemia COVID-19 se mostrou mais evidente quando comparado a crise de 2008. O uso de políticas expansionistas pelo Fed, apesar de impulsionar um aumento no preço das *commodities* e um fluxo de capitais para os emergentes, não estimulou o Brasil da mesma forma. Apesar de o saldo da conta corrente ter apresentado uma melhora na atual recessão, em geral, a economia não exibiu sinais de aquecimento. O maior dinamismo observado durante a GCF contou com um bom desempenho do lado da oferta e da demanda. Todavia, o fato de o Brasil ser um país no qual as condições necessárias para o trabalho remoto não são, em sua maioria, adequadas, se torna um obstáculo para a produção industrial e para os serviços, impactando, também o lado da demanda, visto que desestimula o consumo das famílias e o investimento privado (BIS, 2021g).

No que se refere a resposta de políticas, a partir de 2000, o Brasil apresentou políticas de austeridade fiscal que predominaram no período, com exceção do ano de 2002. O superávit primário e uma inflação menor possibilitaram taxas de juros menores. Tanto economias avançadas quanto emergentes estavam apresentando uma melhor performance na início da década. Como mencionado, países em desenvolvimento dispuseram de um crescimento via exportações, ao passo que nos países avançados, vivia-se a estágio final da grande moderação. Na fase inicial da GCF, a intervenção estatal brasileira ajudou a amenizar a queda na atividade econômica, porém os estímulos fiscais passaram a diminuir, dada as limitações impostas a política doméstica (BIS, 2021g). No combate as turbulências no sistema financeiro, medidas especiais foram empregadas ao redor do mundo, porém o Brasil somente fez uso de injeções de capital (BIS, 2009b). Entre as depressões, os esforços de austeridade fiscal anteriores foram frustrados, sobretudo em 2015 e 2016. Nesse intervalo, foi instituído o teto de gastos que visava o retorno do superávit primário observado em anos prévios (PIRES; DE CARVALHO; RAWET, 2021).

Durante a pandemia, países emergentes tiveram maior autonomia no uso das políticas monetária e fiscal doméstica. Tanto o Fed, quanto bancos centrais de outros países avançados responderam de forma intensa na pandemia. Como proporção do PIB, os esforços para combater a recessão por parte dessas nações foram maiores durante a GCF, porém não tão eficazes, implicando em um período maior de implementação dessas medidas. Na pandemia, um grande estímulo foi dado e resultados puderam ser observados na fase inicial, tanto que em 2021, já se considerava a possibilidade de uma normalização da política monetária do Fed (BIS,

2021g). Embora na crise sanitária, a resposta dos países em desenvolvimento tenha sido menor do que a dos avançados, foi robusta, em relação a padrões históricos (AGUILAR; CANTÚ, 2020).

O fato de as economias estarem em um período de contração, a introdução de programas de compra de ativos em massa, bem como generosos pacotes fiscais pelos países avançados, permitiram a redução das taxas de juros doméstica. O impacto dessas políticas sobre o dólar possibilitou cortes na taxa de juros brasileira, mesmo com o aumento nos preços. No âmbito fiscal, apesar de o saldo primário estar apresentando uma piora anterior à crise, foi a pandemia que colocou um ponto final na austeridade apresentada em anos prévios. Ao declarar estado de emergência pública, o governo brasileiro permitiu que os gastos chegassem a ir além do teto aprovado pelo congresso nacional em 2016 (PIRES; DE CARVALHO; RAWET, 2021). Entre as medidas empregadas, o governo auxiliou famílias e firmas reduzindo impostos, concedendo subsídios salariais, dentre outras (BIS, 2020f). O contexto da pandemia proporcionou um maior espaço para o uso de pacotes fiscais domésticos, o que possibilitou uma resposta governamental brasileira mais expressiva, em relação a GCF. No entanto, em 2021, o aumento significativo nos preços das *commodities* e a valorização do real frente ao dólar contribuíram para o aumento da inflação, implicando em uma mudança na política monetária doméstica. Isso fez com que o banco central aumentasse a taxa de juros, que no ano anterior havia sido reduzida. A economia doméstica passou a contar com um cenário de baixo dinamismo e uma política monetária contracionista, que ao ser utilizada no combate a alta dos preços, reforçou a estagnação econômica do período (BIS, 2021g).

Em geral, fatores como o aumento nos índices de contágio, no déficit público assim como características estruturais dos próprios países, os tornaram mais vulneráveis aos efeitos negativos da pandemia. Contudo, o Brasil se mostrou ainda mais frágil a esses impactos, quando comparado a outros emergentes. Com exceção do Brasil e da Turquia, importantes países em desenvolvimento puderam, no início de 2021, reduzir ainda mais suas taxas de juros. Na grande maioria dos emergentes, os bancos centrais foram capazes de administrar a turbulência iniciada nos meses de março e abril de 2020 (BIS, 2021g).



## 5 CONCLUSÃO

O presente trabalho buscou apresentar os impactos dos transbordamentos das políticas do Fed na economia brasileira durante a crise de 2008 e a pandemia COVID-19. Para elucidar de que forma esses transbordamentos ocorrem foram abordados os tópicos referentes aos ciclos de *commodities* e ciclos financeiros. Os resultados encontrados indicaram a presença e simultaneidade de fases de expansão e contração desses ciclos em períodos de crescimento e depressão econômica, respectivamente. O Fed fez uso de instrumentos de política não convencionais que determinaram essas fases. Ao passo que a abordagem monetária expansionista levou a intensa entrada de capitais nos emergentes e, por consequência expansão no crédito, a abordagem contracionista teve efeito contrário. Da mesma forma, em momentos de afrouxamento da política monetária, os preços dos recursos naturais se elevaram, e em momentos de estreitamento, apresentaram queda.

No caso do Brasil, tanto a Grande Crise Financeira quanto a pandemia contaram com esse padrão. Contudo, as análises efetuadas identificaram a importância da contribuição de outros fatores. Ao longo da GCF os instrumentos de compra em massa de ativos, assim como as taxas nominais de juros próximas a zero levaram ao crescimento econômico. Na crise sanitária, a utilização dessas medidas não resultou no crescimento brasileiro. Durante a pandemia, outros países emergentes puderam se beneficiar da fase de expansão dos ciclos, porém o Brasil não foi um desses casos. Questões relacionadas ao estado da economia brasileira, bem como aspectos estruturais inerentes ao país, exerceram grande influência em ambos os períodos. Adicionalmente, características específicas de cada recessão também influenciaram o resultado final dos transbordamentos. As repercussões de medidas não convencionais utilizadas pelo Fed, explicaram somente em parte os impactos na economia brasileira. Todavia, os fatores mencionados ajudaram na compreensão dos desdobramentos que marcaram o período, confirmando a hipótese do trabalho. Esta consistia no argumento de que, apesar das políticas empregadas em ambas as crises serem semelhantes, o contexto na qual se inserem é distinto, de modo que possui grande potencial de impactar os efeitos das repercussões consideradas.

O presente estudo agrega a literatura voltada aos transbordamentos de política monetária e suas repercussões. Particularmente, contribui para análise de crises por meio da abordagem dos ciclos financeiros e de *commodities* voltada, especificamente, para o Brasil. A avaliação aqui realizada recorre a um período de tempo maior, possibilitando a consideração de fatores alheios aos transbordamentos. Não obstante, o fato de a análise encerrar em 2021 e a pandemia

ainda estar em curso atua como um limitador dos efeitos observados na economia brasileira. Futuramente, uma pesquisa que abranja um horizonte de tempo maior poderá descrever os impactos de maneira mais precisa.

## REFERÊNCIAS

- AGUILAR, Ana e CANTÚ, Carlos. **Monetary policy response in emerging market economies: why was it different this time?**. Basel: Bank for International Settlements, 2020. (BIS Bulletin, 32). Disponível em: <https://www.bis.org/publ/bisbull32.htm>. Acesso em: 26 abr. 2022
- AIZENMAN, Joshua. **The Impossible Trinity (aka The Policy Trilemma): the Encyclopedia of financial globalization**. Santa Cruz: University of California Economics Department, 2010. (Working paper, 666). Disponível em: <https://www.econstor.eu/handle/10419/64487>. Acesso em: 10 mar. 2022.
- AKHTARUZZAMAN, Md *et al.* Is gold a hedge or a safe-haven asset in the COVID–19 crisis?. **Economic Modelling**, [S.l.: s.n.], v. 102, p. 1-26, jun. 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105588>. Acesso em: 20 fev. 2022.
- ALBEROLA, Enrique *et al.* The commodity cycle: Macroeconomic and financial stability implications – An introduction. **Journal of International Money and Finance**, [S.l.: s.n], v. 96, p. 259–262, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2017.07.003>. Acesso em: 20 fev. 2022.
- ALDASORO, Iñaki *et al.* **Global and domestic financial cycles: variations on a theme**. [S.l.]: Bank for International Settlements, 2020. (Working paper, 864) Disponível em: <https://www.bis.org/publ/work864.htm>. Acesso em: 26 abr. 2022.
- AMITI, Mary; MCGUIRE, Patrick; WEINSTEIN, David E. International Bank Flows and the Global Financial Cycle. **IMF Economic Review**, [S.l.], v. 67, n. 1, p. 61–108, mar. 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1057/s41308-018-0072-6>. Acesso em: 10 mar. 2022.
- APERGIS, Nicholas; CHATZIANTONIOU, Ioannis; COORAY, Arusha. Monetary policy and commodity markets: Unconventional versus conventional impact and the role of economic uncertainty. **International Review of Financial Analysis**, [S.l.: s.n], v. 71, jun. 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101536>. Acesso em: 20 abr. 2022.
- BALLI, Faruk *et al.* Spillover network of commodity uncertainties. **Energy Economics**, [S.l.: s.n], v. 81, p. 914–927, jun. 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2019.06.001>. Acesso em: 20 abr. 2022.
- BARBOSA, Fernando de Holanda. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos Avancados**, [S.l.], v. 31, n. 89, p. 51–60, 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890006>. Acesso em: 27 abr. 2022.
- BARROSO, João Barata R.B.; DA SILVA, Luiz A.Pereira; SALES, Adriana Soares. Quantitative easing and related capital flows into Brazil: Measuring its effects and transmission channels through a rigorous counterfactual evaluation. **Journal of International Money and Finance**, [S.l.: s.n], v. 67, p. 102–122, oct. 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2015.06.013>. Acesso em: 14 mar. 2022.
- BERGE, Travis; DE RIDDER, Maarten; PFAJFAR, Damjan. When is the fiscal multiplier

high? A comparison of four business cycle phases. **European Economic Review**, [S.l.: s.n], v. 138, sept. 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2021.103852>. Acesso em: 10 mar. 2022.

BERNANKE, Ben S. Federal reserve policy in an international context. **IMF Economic Review**, [S.l.], v. 65, n. 1, p. 1–32, apr. 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1057/imfer.2016.8>. Acesso em: 14 mar. 2022.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS - BIS. **78th Annual Report**. Basel, 2008a. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2008e.htm>. Acesso em: 20 abr. 2022.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS - BIS. **79th Annual Report**. Basel, 2009b. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e.htm>. Acesso em: 20 abr. 2022.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS - BIS. **80th Annual Report**. Basel, 2010c. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2010e.htm>. Acesso em: 20 abr. 2022.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS - BIS. **82nd Annual Report**. Basel, 2012d. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2012e.pdf>. Acesso em: 20 abr. 2022.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS - BIS. **84th Annual Report**. Basel, 2013e. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2014e.htm>. Acesso em: 26 abr. 2022.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS - BIS. **Annual Economic Report 2020**. Basel, 2020f. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e.htm>. Acesso em: 20 abr. 2022.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS - BIS. **Annual Economic Report 2021**. Basel, 2021g. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2021e.htm>. Acesso em: 20 abr. 2022.

BLANCO, Luisa. Finance, growth, and institutions in Latin America: What are the links? **Latin American Journal of Economics**, [S.l.], v. 50, n. 2, p. 179–208, nov. 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.7764/LAJE.50.2.179>. Acesso em: 10 mar. 2022.

BORDO, Michael D.; DUCA, John V. An overview of the Fed's new credit policy tools and their cushioning effect on the COVID-19 recession. **Journal of Government and Economics**, [S.l.: s.n], v. 3, p. 1-10, sept. 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jge.2021.100013>. Acesso em: 20 abr. 2022.

BORIO, Claudio. The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? **Journal of Banking and Finance**, Basel, v. 45, n. 1, p. 182–198, aug. 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.031>. Acesso em: 14 mar. 2022.

BORTZ, Pablo G.; MICHELENA, Gabriel; TOLEDO, Fernando. A Gathering of Storms: The Impact of COVID-19 Pandemic on the Balance of Payments of Emerging Markets and Developing Economies (EMDEs). **International Journal of Political Economy**, [S. l.], v. 49, n. 4, p. 318–335, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/08911916.2020.1857586>. Acesso em: 20 abr. 2022.

CALVO, GUILLERMO A.; LEIDERMAN, LEONARDO; REINHART, CARMEN M. The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues. **Contemporary Economic Policy**, [S. l.], v. 12, n. 3, p. 54–66, 1994. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1465-7287.1994.tb00434.x>. Acesso em: 10 mar. 2022.

CANTÚ, Carlos *et al.* **A global database on central banks' monetary responses to Covid-19**. [S. l.]: Bank for International Settlements, 2021. (Working paper, 934). Disponível em: <https://www.bis.org/publ/work934.pdf>. Acesso em: 14 abr. 2022.

CARAMAN, Oana Simona Hudea. Classical, Neoclassical and New Classical Theories and Their Impact on Macroeconomic Modelling. **Procedia Economics and Finance**, [S. l.], v. 23, p. 309–312, jul. 2015. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)00506-7](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)00506-7). Acesso em: 10 mar. 2022.

ČERMÁKOVÁ, Klára; FILHO, Eduardo Aguiar Henrique. Effects of expansionary monetary policy on agricultural commodities market. **Sustainability**, Prague, v. 13, n. 16, p. 1–21, aug. 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.3390/su13169317>. Acesso em: 14 abr. 2022.

CERUTTI, Eugenio; CLAESSENS, Stijn; ROSE, Andrew K. How Important is the Global Financial Cycle? Evidence from Capital Flows. **IMF Economic Review**, [S. l.], v. 67, n. 1, p. 24–60, feb. 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1057/s41308-019-00073-5>. Acesso em: 20 abr. 2022.

CHARI, Anusha; DILTS STEDMAN, Karlye; LUNDBLAD, Christian. Taper Tantrums: Quantitative Easing, Its Aftermath, and Emerging Market Capital Flows. **The Review of Financial Studies**, [S. l.], v. 34, n. 3, p. 1445–1508, mar. 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa044>. Acesso em: 26 abr. 2022.

CHEN, Jiaqian; MANCINI-GRIFFOLI, Tommaso; SAHAY, Ratna. Spill Over: The Federal Reserve's recent unconventional monetary policies seem to have affected emerging markets more than traditional policies. **Finance & Development**, Washington, DC, v. 52, n. 3, p. 40–43, aug. 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.5089/9781484372500.022>. Acesso em: 20 abr. 2022.

COHEN, Benjamin J. Currency and State Power. *In*: FINNEMORE, Martha; GOLDSTEIN, Judith. **Back to Basics : State Power in a Contemporary World**. Oxford: OUP, 2013. Disponível em: [https://www.polsci.ucsb.edu/sites/secure.lsit.ucsb.edu/poli.d7-3/files/sitefiles/people/cohen/recent/Currency\\_and\\_State\\_Power.pdf](https://www.polsci.ucsb.edu/sites/secure.lsit.ucsb.edu/poli.d7-3/files/sitefiles/people/cohen/recent/Currency_and_State_Power.pdf). Acesso em: 24 abr. 2022.

COHEN, Benjamin J. The Benefits and Costs of an International Currency: Getting the Calculus Right. **Open Economies Review**, [S. l.], v. 23, n. 1, p. 13–31, feb. 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s11079-011-9216-2>. Acesso em: 10 mar. 2022.

COLEMAN, Nicholas; FELER, Leo. Bank ownership, lending, and local economic performance during the 2008-2009 financial crisis. **Journal of Monetary Economics**, [S. l.: s. n.], v. 71, p. 50–66, apr. 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2014.11.001>. Acesso em: 20 abr. 2022.

CUNHA, André Moreira; HAINES, Andrés Ernesto Ferrari; DA SILVA, Pedro Perfeito. Global financial cycle and Brazil's financial integration. **International Review of Applied Economics**, [S.l.], v. 33, n. 6, p. 829–851, jun. 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/02692171.2019.1620701>. Acesso em: 10 mar. 2022.

CUNHA, André Moreira; LÉLIS, Marcos Tadeu Caputi; LINCK, Priscila. Business cycles fluctuations and commodities prices: Evidence for Brazil. **Brazilian Journal of Political Economy**, [S. l.], v. 41, n. 3, p. 466–486, jul. 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/0101-31572021-3164>. Acesso em; 20 abr. 2022.

DE FREITAS, Maria Cristina Penido. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Estudos Avançados**, [S.l.], v. 23, n. 66, p. 125–145, maio 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/s0103-40142009000200011>. Acesso em: 20 abr. 2022.

DE FREITAS, Maria Cristina Penido; PRATES, Daniela Magalhães. A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências. **Economia e Sociedade**, [S. l.], v. 10, n. 2, p. 81–111, jan. 2016. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643099>. Acesso em: 10 mar. 2022.

DE PAULA, Luiz F.; SARAIVA, Paulo. Novo Consenso Macroeconômico e Regime de Metas de Inflação: algumas implicações para o Brasil. **Revista Paranaense de Desenvolvimento**, Curitiba, v. 128, n. 36, p. 19–32, jun. 2015. Disponível em: <http://www.luizfernandodepaula.com.br/ups/novo-consenso-macroeconomico-e-regime-de-metas-de-inflacao-revista-ipardes.pdf>. Acesso em: 20 fev. 2022.

EICHENGREEN, Barry. **Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar**. Oxford: OUP, 2011. *E-book* (222 p.). Disponível em: [https://www.academia.edu/33809957/B.\\_Eichengreen\\_Exorbitant\\_Privilege.\\_The\\_Rise\\_and\\_Fall\\_of\\_the\\_Dollar](https://www.academia.edu/33809957/B._Eichengreen_Exorbitant_Privilege._The_Rise_and_Fall_of_the_Dollar). Acesso em: 20 abr. 2022.

EICHENGREEN, Barry; GUPTA, Poonam. Tapering talk: The impact of expectations of reduced Federal Reserve security purchases on emerging markets. **Emerging Markets Review**, [S.l.: s.n], v. 25, p. 1–15, dec. 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2015.07.002>. Acesso em: 26 abr. 2022.

EZCURRA, Roberto; RODRÍGUEZ-POSE, Andrés. Does Economic Globalization affect Regional Inequality? A Cross-country Analysis. **World Development**, [S.l.: s.n], v. 52, p. 92–103, dec. 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2013.07.002>. Acesso em: 10 mar. 2022.

FARHI, Emmanuel; WERNING, Iván. Dilemma Not Trilemma? Capital Controls and Exchange Rates with Volatile Capital Flows. **IMF Economic Review**, [S.l.], v. 62, n. 4, p. 569–605, nov. 2014. Disponível em: <https://econpapers.repec.org/RePEc:pal:imfcr:v:62:y:2014:i:4:p:569-605>. Acesso em: 14 abr. 2022.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS - ST. LOUIS FED. Assets: Total Assets: Total Assets: Wednesday Level in Federal Reserve District 2: New York. *In*: FEDERAL

RESERVE BANK OF ST. LOUIS. **Federal Reserve Economic Data: Assets: Total Assets: Total Assets: Wednesday Level in Federal Reserve District 2: New York.** Washington, D.C, 2022. Disponível em: <https://fred.stlouisfed.org/series/D2WATAL>. Acesso em: 26 abr. 2022.

FERNANDES, Ana Cristina; NOVY, Andreas. Reflections on the unique response of Brazil to the financial crisis and its urban impact. **International Journal of Urban and Regional Research**, [S.l.], v. 34, n. 4, p. 952–966, 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1468-2427.2010.01029.x>. Acesso em: 26 abr. 2022.

FRATZSCHER, Marcel; DUCA, Marco Lo; STRAUB, Roland. **On the International Spillovers of US Quantitative Easing.** [S.l.]: European Central Bank, 2013. (Working paper, 1557). Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1557.pdf>. Acesso em: 14 abr. 2022.

GOURINCHAS, Pierre-Olivier; REY, Hélène; SAUZET, Maxime. **The International Monetary and Financial System.** Cambridge, Ma: National Bureau of Economic Research, 2019. (Working paper, 25782). Disponível em: <https://doi.org/10.3386/w25782>. Acesso em: 20 fev. 2022.

HAAS, Jacob; NEELY, Christopher J.; EMMONS, William R. Responses of international central banks to the covid-19 crisis. **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, St. Louis, v. 102, n. 4, p. 339–384, oct. 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.20955/r.102.339-84>. Acesso em: 26 abr. 2022.

HEIMBERGER, Philipp. **Does economic globalisation promote economic growth? A meta-analysis.** Vienna: The Vienna Institute for International Economic Studies, 2019. (Working paper, 165). Disponível em: <https://wiiw.ac.at/does-economic-globalisation-affect-income-inequality-a-meta-analysis-p-5044.html>. Acesso em: 14 mar. 2022.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. **World Economic Outlook: Challenges to steady growth.** Washinton, DC, 2018a. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>. Acesso em: 20 abr. 2022.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. Country-level data. *In*: INTERNATIONAL MONETARY FUND. **World Economic Outlook Database: Country-level data.** Washington, DC, 2022b. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2022/April/select-country-group>. Acesso em: 20 abr. 2022.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. By country groups. *In*: INTERNATIONAL MONETARY FUND. **World Economic Outlook Database: By country groups.** Washington, DC, 2022c. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2022/April/select-aggr-data>. Acesso em: 20 abr. 2022.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. **Fiscal Monitor: Policies for the Recovery.** Washinton, DC, 2020d. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>. Acesso em: 26 abr. 2022.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE. Série encadeada

do índice de volume trimestral com ajuste sazonal (Base: média 1995 = 100).  
*In:* INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE. **Sistema de Contas Nacionais Trimestrais**. Rio de Janeiro, 2002 - 2021. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9300-contas-nacionais-trimestrais.html?=&t=series-historicas>. Acesso em: 20 abr. 2022.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA E APLICADA - IPEA. Macroeconômico: temas: câmbio: taxa de câmbio nominal. *In:* INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA E APLICADA - IPEA. **IPEADATA**. Brasília, DF, 2022a. Disponível em: <http://ipeadata.gov.br/exibeserie.aspx?serid=38389>. Acesso em: 26 abr. 2022.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA E APLICADA - IPEA. Macroeconômico: temas: câmbio: taxa de câmbio real bilateral Brasil/ Estados Unidos. *In:* INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA E APLICADA - IPEA. **IPEADATA**. Brasília, DF, 2022b. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>. Acesso em: 26 abr. 2022.

Jl, Qiang; ZHANG, Dayong; ZHAO, Yuqian. Searching for safe-haven assets during the COVID-19 pandemic. **International Review of Financial Analysis**, [S.l.: s.n], v. 71, p. 1-10, oct. 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101526>. Acesso em: 14 mar. 2022.

KABLAN, Sandrine; FTITI, Zied; GUESMI, Khaled. Commodity price cycles and financial pressures in African commodities exporters. **Emerging Markets Review**, [S.l.: s.n], v. 30, p. 215–231, mar. 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.05.005>. Acesso em: 20 abr. 2022.

KALTENBRUNNER, Annina; PAINCEIRA, Juan Pablo. Developing countries' changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: The Brazilian experience. **Cambridge Journal of Economics**, Cambridge, v. 39, n. 5, p. 1281–1306, sept. 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/cje/beu038>. Acesso em: 10 mar. 2022.

KANG, Sang Hoon; MCIVER, Ron; YOON, Seong Min. Dynamic spillover effects among crude oil, precious metal, and agricultural commodity futures markets. **Energy Economics**, [S.l.: s.n], v. 62, p. 19–32, feb. 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2016.12.011>. Acesso em: 14 mar. 2022.

KORINEK, Anton. Regulating capital flows to emerging markets: An externality view. **Journal of International Economics**, [S.l.: s.n], v. 111, p. 61–80, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2017.12.005>. Acesso em: 14 mar. 2022.

KRISHNAMURTHY, Arvind; VISSING-JORGENSEN, Annette. The aggregate demand for Treasury debt. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 120, n. 2, p. 233–267, apr. 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1086/666526>. Acesso em: 20 abr. 2022.

LE, Vo Phuong Mai; MEENAGH, David; MINFORD, Patrick. A long-commodity-cycle model of the world economy over a century and a half — Making bricks with little straw. **Energy Economics**, [S.l.: s.n], v. 81, p. 503–518, apr. 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2019.04.011>. Acesso em: 14 mar. 2022.

LI, Wenqi. COVID-19 and asymmetric volatility spillovers across global stock markets.



**North American Journal of Economics and Finance**, [S.l.: s.n], v. 58, p. 1-19, nov. 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.najef.2021.101474>. Acesso em: 10 abr. 2022.

LIGONNIERE, Samuel. Trilemma, dilemma and global players. **Journal of International Money and Finance**, [S.l.: s.n], v. 85, p. 20–39, mar. 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2018.03.001>. Acesso em: 14 mar. 2022.

LUCAS, Robert E. Macroeconomic priorities. **American Economic Review**, [S.l.], v. 93, n. 1, p. 1–14, mar. 2003. Disponível em: <https://doi.org/10.1257/000282803321455133>. Acesso em: 10 mar. 2022.

MACDONALD, Margaux. International capital market frictions and spillovers from quantitative easing. **Journal of International Money and Finance**, [S.l.: s.n], v. 70, p. 135–156, feb. 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2016.08.003>. Acesso em: 20 abr. 2022.

MENYAH, Kojo; NAZLIOGLU, Saban; WOLDE-RUFANEL, Yemane. Financial development, trade openness and economic growth in African countries: New insights from a panel causality approach. **Economic Modelling**, [S.l.: s.n], v. 37, p. 386–394, feb. 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2013.11.044>. Acesso em: 20 abr. 2022.

MINSKY, Hyman P. A theory of systemic fragility. *In*: CONFERENCE ON FINANCIAL CRISES, 1976, New York. **Proceedings** [...]. New York: NYU, 1976. Disponível em: [https://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1230&context=hm\\_archive#:~:text=accidents%20or%20policy%20errors,crisis%20prone%20financial%20structures](https://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1230&context=hm_archive#:~:text=accidents%20or%20policy%20errors,crisis%20prone%20financial%20structures). Acesso em: 10 mar. 2022.

MISHRA, Prachi *et al.* **Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets**. [S.l.]: International Monetary Fund, 2014. (Working paper, 109). Disponível em: <https://doi.org/10.5089/9781498361484.001>. Acesso em: 20 abr. 2022.

MONTORO, Carlos; ROJAS-SUAREZ, Liliana. **Credit at Times of Stress : Latin American Lessons from the Global Financial Crisis**. [S.l.]: Bank for International Settlements, 2012. (Working paper, 370). Disponível em: <https://www.bis.org/publ/work370.pdf>. Acesso em: 20 mar. 2022.

MURPHY, John J. Stocks and Commodities Become Highly Correlated. *In*: MURPHY, John J. **Trading with Intermarket Analysis: a Visual Approach to Beating the Financial Markets Using Exchange-Traded Funds**. [S. l]: WILEY, 2013. p. 145–159. (Wiley Trading Series). Disponível em: <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/9781119205067.ch12>. Acesso em: 14 mar. 2022.

NASSIF, André. Brazil and India in the global economic crisis: immediate impacts and economic policy responses. *In*: DULLIEN, Sebastian *et al.* **The Financial and Economic Crisis of 2008-2009 and Developing Countries**. Geneva: UNCTAD, 2010. Disponível em: <https://unctad.org/webflyer/financial-and-economic-crisis-2008-2009-and-developing-countries#:~:text=The%20Financial%20and%20Economic%20Crisis%20of%202008%2D2009%20and%20Developing%20Countries,-%EF%BB%BF&text=As%20a%20response%20to%20the,those%20of%20the%20developed%20countries>. Acesso em: 20 abr. 2022.

NASSIF, André; FEIJÓ, Carmem; ARAÚJO, Eliane. Macroeconomic policies in Brazil before and after the 2008 global financial crisis: Brazilian policy-makers still trapped in the New Macroeconomic Consensus guidelines. **Cambridge Journal of Economics**, Cambridge, v. 44, n. 4, p. 749–779, mar. 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/cje/beaa014>. Acesso em: 26 abr. 2022.

NATOLI, Filippo. Financialization of Commodities Before and After the Great Financial Crisis. **Journal of Economic Surveys**, [S. l.], v. 35, n. 2, p. 488–511, jan. 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/joes.12408>. Acesso em: 20 abr. 2022.

OCAMPO, José Antonio. Latin America and the global financial crisis. **Cambridge journal of economics**, Cambridge, v. 33, n. 4, p. 703–724, July 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/cje/bep030>. Acesso em: 14 mar. 2022.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT - OECD. **COVID-19 and global capital flows**. [S. l.], 2020. Disponível em: <https://doi.org/https://doi.org/https://doi.org/10.1787/2dc69002-en>. Acesso em: 20 abr. 2022.

ORTIZ, Jaime. DÉJÁ VU: Latin America and its new trade dependency . . . this time with China. **Latin American Research Review**, [S. l.], v. 47, n. 3, p. 175–190, 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1353/lar.2012.0039>. Acesso em: 10 mar. 2022.

PALLEY, Thomas I. A theory of Minsky super-cycles and financial crises. **Contributions to Political Economy**, [S. l.], v. 30, n. 1, p. 31–46, June 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/cpe/bzr004>. Acesso em: 14 mar. 2022.

PIRES, Luiza Nassif; DE CARVALHO, Laura Barbosa; RAWET, Eduardo Lederman. Multi-dimensional inequality and covid-19 in Brazil. **Investigacion Economica**, [S. l.], v. 80, n. 315, p. 33–58, mar. 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.22201/FE.01851667P.2021.315.77390>. Acesso em: 26 abr. 2022.

PORADA-ROCHÓN, Małgorzata; ŠKARE, Marinko. Generalized financial cycle theory from the Minsky's perspective: UK 1270–2016. **Journal of Business Economics and Management**, [S. l.], v. 21, n. 5, p. 1375–1389, Aug. 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.3846/jbem.2020.12878>. Acesso em: 14 mar. 2022.

PRASAD, Eswar *et al.* **Effects on Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence**. [S. l.]: International Monetary Fund, 2003. (Occasional paper, 220). Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/nft/op/220/index.htm>. Acesso em: 10 mar. 2022.

PRATES, Daniela Magalhães; CUNHA, André Moreira; LÉLIS, Marcos Tadeu Caputi. O Brasil e a Crise Financeira Global: Avaliando os canais de transmissão nas contas externas. **Revista de Economia Contemporânea**, [S. l.], v. 15, n. 1, p. 62–91, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1415-98482011000100003>. Acesso em: 15 abr. 2022.

RAKSHIT, Bijoy; NEOG, Yadawananda. Effects of the COVID-19 pandemic on stock market returns and volatilities: evidence from selected emerging economies. **Studies in Economics and Finance**, [S. l.], 9 July 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/SEF-09->

2020-0389. Acesso em: 20 abr. 2022.

REINHART, Carmen M.; REINHART, Vincent; TREBESCH, Christoph. **Global cycles: Capital flows, commodities, and sovereign defaults 1815-2015**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2016. (Working paper, 21958). Disponível em: <https://doi.org/10.1257/aer.p20161014>. Acesso em: 10 mar. 2022.

REY, Hélène. **Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2015. (Working paper, 21162). Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w21162>. Acesso em: 14 mar. 2022.

SARAIVA, Paulo; DE PAULA, Luiz Fernando; MODENESI, André De Melo. Da grande moderação a grande recessão: algumas considerações acerca da construção e revisão do novo consenso macroeconômico a partir da crise de 2007-2008. **Geosul**, [S. l.], v. 34, n. 70, p. 261–285, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.5007/2177-5230.2019v34n70p26>. Acesso em: 10 mar. 2022.

SCHÜLER, Yves S.; HIEBERT, Paul P.; PELTONEN, Tuomas A. Financial cycles: Characterisation and real-time measurement. **Journal of International Money and Finance**, [S.l.: s.n], v. 100, p. 30, feb. 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2019.102082>. Acesso em: 20 abr. 2022.

SINGH, Vipul Kumar; KUMAR, Pawan; NISHANT, Shreyank. Feedback spillover dynamics of crude oil and global assets indicators: A system-wide network perspective. **Energy Economics**, [S.l.: s.n], v. 80, p. 321–335, may 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2019.01.005>. Acesso em: 24 abr. 2022.

STRANGE, Susan. **States and Markets: An Introduction to International Political Economy**. London: PINTER PUBLISHERS, 1993. *E-book* (263 p.). Disponível em: [http://www.adelinotorres.info/desenvolvimento/SUSAN%20STRANGE\\_States%20and%20Markets\\_%20Susan%20Strange.pdf](http://www.adelinotorres.info/desenvolvimento/SUSAN%20STRANGE_States%20and%20Markets_%20Susan%20Strange.pdf). Acesso em: 10 mar. 2022.

TANG, Ke; XIONG, Wei. Index investment and the financialization of commodities. **Financial Analysts Journal**, [S. l.], v. 68, n. 6, p. 54–74, 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.2469/faj.v68.n6.5>. Acesso em: 20 abr. 2022.

TER ELLEN, Saskia; JANSEN, Edvard; MIDTHJELL, Nina Larsson. ECB Spillovers and domestic monetary policy effectiveness in small open economies. **European Economic Review**, [S.l.: s.n], v. 121, p. 1-17, jan. 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.eurocorev.2019.103338>. Acesso em: 20 abr. 2022.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. Poder Monetário Estrutural: do padrão ouro ao dólar flexível. **Economia e Sociedade**, [S. l.], v. 28, n. 3, p. 621–639, dez. 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2019v28n3art01>. Acesso em: 15 mar. 2022.

VISSING-JORGENSEN, Annette. The Treasury Market in Spring 2020 and the Response of the Federal Reserve. **Journal of Monetary Economics**, [S.l.: s.n], v. 124, p. 19–47, nov. 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2021.10.007>. Acesso em: 26 abr. 2022.

WHEATLEY, Jonathan; GRAHAM, Peter. Brazil in "currency war" alert. **Financial Times**, London, 27 sept. 2010. Disponível em: <https://www.ft.com/content/33ff9624-ca48-11df-a860-00144feab49a>. Acesso em: 26 abr. 2022.

WORLD BANK. External debt stocks (% GNI) - Brazil. *In*: WORLD BANK. **The World Bank data**: International debt statistics. Washington, DC, 2020a. Disponível em: <https://data.worldbank.org/indicator/DT.DOD.DECT.GN.ZS?locations=BR>. Acesso em: 15 abr. 2022.

WORLD BANK. External debt stocks (% GNI) - locations. *In*: WORLD BANK. **The World Bank data**: International debt statistics. Washington, DC, 2020b. Disponível em: <https://data.worldbank.org/indicator/DT.DOD.DECT.GN.ZS?end=2020&locations=XJ-4E-7E-ZF-XQ&start=2000>. Acesso em: 15 abr. 2022.

YILANCI, Veli; PATA, Ugur Korkut. COVID-19, stock prices, exchange rates and sovereign bonds: a wavelet-based analysis for Brazil and India. **International Journal of Emerging Markets**, [S. l.], 8 feb. 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/IJOEM-09-2021-1465>. Acesso em: 20 abr. 2022.