

RBEMF

REVISTA BRASILEIRA DE ECONOMIA
MONETÁRIA E FINANCEIRA

Volume 04 | Número 1 | 2026

ISSN 3085-7643

Revisitando a Crise Financeira Global:
Reações dos países desenvolvidos e reflexos
sobre os emergentes

Gustavo Jorge Silva



Revisitando a Crise Financeira Global: Reações dos países desenvolvidos e reflexos sobre os emergentes

Gustavo Jorge Silva

Doutor e Mestre em Direito Econômico e Financeiro pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP), Bacharel em Direito pela mesma instituição. Especialista em Administração Pública no Século XXI pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) e em Políticas Públicas e Gestão Governamental pela Escola Nacional de Administração Pública (ENAP). Membro da carreira de Especialista em Políticas Públicas e Gestão Governamental (EPPGG) do Governo Federal e advogado.

E-mail: sguga11@gmail.com

Resumo

O artigo revisita a Crise Financeira Global, destacando suas origens na desregulamentação financeira e os impactos diferenciados entre países desenvolvidos e emergentes. Nos EUA e Europa, políticas monetárias expansionistas, como o *quantitative easing*, e intervenções estatais marcaram uma ruptura com a ortodoxia macroeconômica, enquanto o debate sobre medidas macroprudenciais ganhou relevância. Nos países emergentes latino-americanos, inicialmente houve retração de capitais e depreciação cambial, seguida por influxo de recursos externos, valorização de moedas e formação de reservas internacionais. A crise evidenciou os limites do arcabouço monetário tradicional e reforçou a necessidade de novos consensos institucionais e maior escrutínio público sobre a atuação dos bancos centrais e a regulação financeira global.

Palavras-chave: Crise Financeira Global; Política Monetária; Afrouxamento Quantitativo; Macroprudencial; América Latina

Abstract

This paper revisits the Global Financial Crisis, highlighting its roots in financial deregulation and the contrasting impacts on developed and emerging economies. In the United States and Europe, expansionary monetary policies, such as quantitative easing, and large-scale state interventions broke with established macroeconomic orthodoxy, while debates on macroprudential regulation gained prominence. In Latin American emerging markets, an initial phase of capital outflows and currency depreciation was followed by a surge of foreign inflows, currency appreciation, and significant accumulation of international reserves. The crisis exposed the limits of traditional monetary frameworks and underscored the need for new institutional consensus and stronger public scrutiny of central banks and the global financial regulatory architecture.

Keywords: Global Financial Crisis; Monetary Policy; Quantitative Easing; Macroprudential; Latin America

1. Introdução

Em janeiro de 2003, Robert Lucas Jr., ganhador do Prêmio de Ciências Econômicas em Memória de Alfred Nobel em 1995 e, à época, presidente da Associação Americana de Economia, proferiu, na reunião da associação que presidia, discurso cuja abertura consistia no seguinte:

A macroeconomia nasceu como um campo próprio na década de 1940, como parte da resposta intelectual à Grande Depressão. O termo então se referia ao corpo de conhecimento e expertise que esperávamos que evitaria a recorrência daquele desastre econômico. Minha tese nesta palestra é que a macroeconomia, nesse sentido original, foi bem-sucedida: seu problema central de prevenção da depressão foi resolvido, para todos os efeitos práticos, e de fato foi resolvido por muitas décadas (LUCAS, 2003, p.1).

O otimismo acabou se mostrando intempestivo. Em 5 de novembro de 2008, quando a Crise Financeira Global (CFG) já ocupava as agendas de políticos do mundo todo, a Rainha Elizabeth II visitou a *London School of Economics* para inaugurar um novo prédio da instituição, mas não se furtou a perguntar o porquê de ninguém ter notado a aproximação da crise¹. A resposta veio mais de oito meses depois, na forma de uma missiva assinada por professores da escola, mencionando que fatores como “negação psicológica”, “pensamento positivo aliado à arrogância” e a ação de “magos financeiros” teriam levado a uma crise cujo momento, extensão e gravidade não puderam ser previstas².

Ainda, em 2 de novembro de 2011, mostrando como esses questionamentos se estenderam após a crise, um grupo de estudantes abandonou a aula do Professor Gregory Mankiw, na Universidade de Harvard. Os alunos escreveram uma carta aberta sobre essa manifestação, afirmando que o curso apresentava “uma perspectiva fortemente distorcida” da economia e que, considerando que os alunos da escola costumam ocupar altos cargos em instituições financeiras e governos, “suas ações seriam suscetíveis de prejudicar o sistema financeiro global” e os cinco anos anteriores teriam sido prova disso³.

Por fim, cabe ainda mencionar a reação por parte do economista Paul Romer, que em palestra no início de 2016 deu forma científica a esses descontentamentos com os rumos da macroeconomia. Romer (2016) procurou chamar a atenção para o fato dele considerar que a macroeconomia, movida a modelos matemáticos complexos e auto-orientados que partem de “suposições de identificação implausíveis para chegar a conclusões desconcertantes” (p. 1), estaria se afastando da ciência. Dois anos após esse discurso, o próprio Romer também se tornaria, por outros trabalhos, ganhador do Prêmio de Ciências Econômicas em Memória de Alfred Nobel.

Esses episódios prosaicos servem para demonstrar que havia, no início do século, uma expectativa generalizada na estabilidade perene da economia global. A CFG inaugurou um processo amplo de revisão das teses estabelecidas na ortodoxia da ciência e da gestão econômicas.

Segundo Canuto e Cavallari (2013, p. 119), a regra, nos anos que precederam a CFG, tanto para economias avançadas quanto para emergentes, era a adoção de uma combinação de regimes monetários de metas de inflação e regimes cambiais de câmbio flutuante. Os autores afirmam que “até o início da crise financeira global, houve convergência no pensamento em direção a um conjunto de arranjos para regimes monetários e cambiais”. Esse tipo de abordagem das políticas monetária e cambial gozava de confiança dos formuladores de política pública, visando a estabilidade macroeconômica.

¹ Disponível em < <https://www.telegraph.co.uk/news/uknews/theroyalfamily/3386353/The-Queen-asks-why-no-one-saw-the-credit-crunch-coming.html> >. Acesso em 24 set. 2025.

² Disponível em < <https://www.telegraph.co.uk/news/uknews/theroyalfamily/5912697/Queen-told-how-economists-missed-financial-crisis.html> >. Acesso em 24 set. 2025.

³ Disponível em < <http://harvardpolitics.com/harvard/an-open-letter-to-greg-mankiw/> >. Acesso em 24 set. 2025.

Nesse arranjo, cabia à política monetária lidar apenas com a inflação, e a forma correta de fazer isso seria manejando as taxas de juros básicas para coordenar expectativas em relação à inflação dentro de determinado prazo, enquanto que a política cambial regularia o balanço de pagamentos. A atuação das autoridades monetárias quanto aos agentes privados, por sua vez, deveria limitar-se a medidas microprudenciais regulatórias.

Nesse modelo, a supervisão do sistema financeiro seria focada na situação particular de cada instituição financeira e as medidas de intervenção no domínio econômico seriam episódicas e individualizadas, voltadas, no máximo, ao condicionamento e supervisão da atividade econômica privada. O sentido principal da regulação microeconômica seria impedir que as instituições financeiras assumissem riscos excessivos (CANUTO; CAVALLARI, 2013, p. 119).

Esses consensos foram abalados pelos efeitos avassaladores e perturbadores que a CFG desencadeada entre 2007 e 2008 produziu na economia mundial. A Crise levou ao abandono da antiga ortodoxia em países desenvolvidos e abriu espaço para maior utilização de medidas macroprudenciais e de gestão de fluxos de capital por economias em desenvolvimento, especialmente aquelas consideradas emergentes na América Latina.

O presente texto analisa os impactos da CFG sobre a condução da política econômica, investigando como a instabilidade dos mercados financeiros nos países desenvolvidos afetou os arranjos monetários e cambiais vigentes e influenciou economias emergentes, em especial na América Latina. O objetivo é examinar as principais respostas de política monetária dos países centrais, notadamente a adoção de programas de *quantitative easing* e de medidas macroprudenciais, e avaliar seus reflexos sobre fluxos de capitais, taxas de câmbio e estratégias de regulação nas economias latino-americanas. Conclui-se que a crise expôs as limitações do arcabouço macroeconômico tradicional e reforçou a necessidade de novas formas de supervisão financeira e de maior escrutínio público da atuação dos bancos centrais.

Abordaremos a política monetária expansionista que a gestão Obama implantou nos EUA e as políticas análogas adotadas em outros países desenvolvidos, bem como a crise bancária na Zona do Euro, na medida em que entendemos que esses são fatores que afetaram a dinâmica do mercado financeiro dos países emergentes latino-americanos. Em seguida, apresentaremos alguns dados de países da América Latina, para apresentar as tendências dos indicadores da região e como elas criaram um ambiente propício a mudanças de rumo na política econômica dos países da região naquele contexto.

Tendo por base um estudo de Zahler (2011) desenvolvido no âmbito da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL), da Organização das Nações Unidas (ONU), listaremos medidas que eram percebidas como recomendáveis aos países latino-americanos para mitigar eventuais efeitos negativos dessa dinâmica financeira posterior à crise. Feito isso, serão apresentadas algumas considerações finais.

2. Reação dos países desenvolvidos à CFG

As raízes da CFG estão no processo de desregulamentação financeira que tem sido a regra desde a década de 1970. Esse processo incluiu a liberalização dos fluxos de capital e a intensificação do uso e criação de novos produtos financeiros na forma de títulos e contratos, dentre os quais podemos mencionar muitos dos *derivativos* comuns no mercado financeiro. A falta de regulação e cobertura adequada de derivativos relacionados a hipotecas no balanço de instituições financeiras levou ao colapso dos mercados financeiros daquele país.

A reação dos países desenvolvidos em face dos efeitos da crise variou em escala, mas seguiu uma certa tendência. Nesse contexto, soluções de política econômica que extrapolavam a ortodoxia construída em relação à dinâmica global das políticas monetária e cambial passaram a ganhar espaço.

Nos EUA, Barack Obama foi eleito em 2008 com um discurso voltado ao enfrentamento dos efeitos da crise sobre a economia americana, que envolviam redução da liquidez e do crédito,

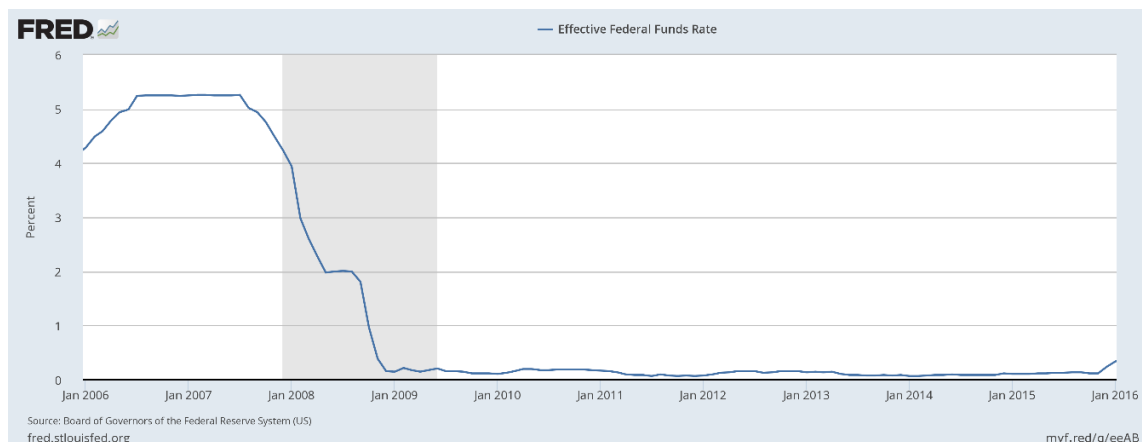
além de desaceleração econômica e desemprego. Sua gestão lançou mão de uma política monetária expansionista. Houve a tentativa de estimular a economia via aquisição, pelo Sistema de Reserva Federal (FED), o Banco Central dos EUA, de títulos públicos e privados do mercado, tendo como contrapartida a emissão monetária. O FED aumentava seu ativo contábil com a aquisição de títulos e igualava seu passivo contábil ao ativo via emissão de Dólares. Essa moeda emitida iria para o caixa dos antigos detentores de títulos, principalmente os bancos, que, com ela, poderiam cumprir com suas obrigações e voltar a oferecer crédito.

Paralelamente, para que a economia real também não tivesse maiores dificuldades em suas operações, o FED e o Tesouro nacional americano também passaram a adquirir valores mobiliários de grandes grupos econômicos como a seguradora AIG, a General Motors, a Ford, e a Chrysler, bem como da *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae) e da *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (Freddie Mac), empresas líderes no financiamento imobiliário no país, oferecendo Dólares em troca.

Esse conjunto de medidas envolvendo emissão de moeda e monetização dos títulos anteriormente em posse de agentes privados passou a ser chamado de *quantitative easing* (QE), usualmente traduzido como afrouxamento quantitativo. O QE tinha como objetivo central reduzir os rendimentos dos títulos de médio e longo prazo e, ao mesmo tempo, elevar o preço desses ativos, de modo a estimular o investimento, o consumo e a oferta de crédito. Nesse contexto, seu funcionamento baseava-se principalmente na atuação sobre a estrutura a termo das taxas de juros, no rebalanceamento de portfólios e na sinalização de uma orientação monetária expansionista.

Durante um longo período, a taxa de juros básica da economia americana (*fed funds rate*) foi mantida muito próxima de zero, conforme demonstra o gráfico 1 abaixo.

Gráfico 1 – Fed funds rate (jan. 2006 – jan. 2016)



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis

Além de afetar diretamente o mercado dos EUA, a eclosão da crise financeira fez com que precipitasse uma crise bancária na Zona do Euro. A redução de liquidez nos mercados em que circula o Euro aliada a peculiaridades regulatórias advindas do uso de uma moeda única, levaram os países mais deficitários da zona monetária a uma situação de quase insolvência e de extrema fragilidade institucional.

Dessa forma, várias regiões da Europa tiveram que conviver, a partir de 2008, com cortes de despesa fiscal exatamente no momento em que aumentava o desemprego pela falta de crédito e liquidez (SAYAD, 2015, p. 290). Uma abordagem essencialmente diferente daquela aplicada nos EUA.

A agenda imposta ia no sentido do desmonte do Estado de bem-estar social nos países a ela submetidos, mesmo que essas medidas contradissem programas políticos democraticamente

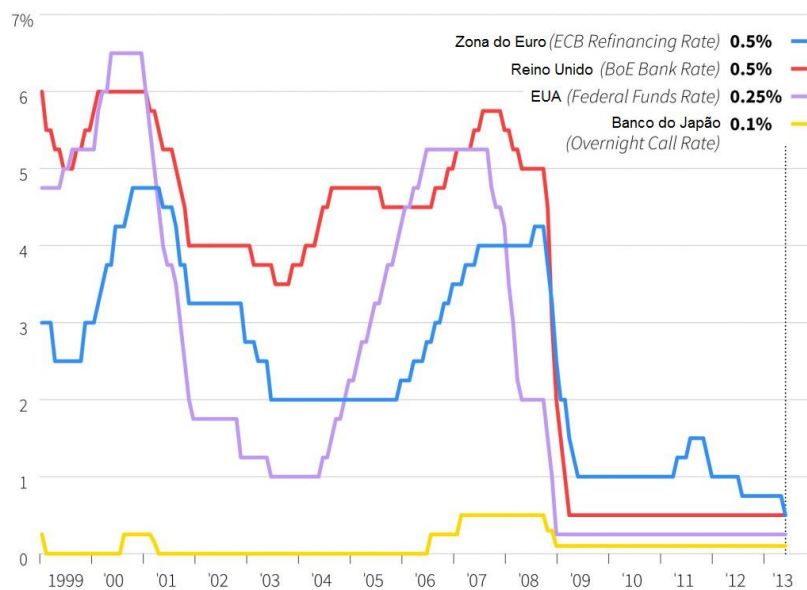
eleitos. Elas eram aplicadas sob o pretexto de reduzir a dívida pública desses países até níveis em que o mercado pudesse confiar em sua estabilização. Dada a demora para apresentação de resultados concretos, a eficiência desse tipo de política passou a ser objeto de questionamentos cada vez mais intensos, inclusive no âmbito do próprio FMI⁴.

Apesar de ter mantido essa abordagem de contenção em relação à política fiscal de seus países membros, a postura do BCE no campo da política monetária foi bastante semelhante, ainda que menos intensa, à abordagem do FED. A partir do final de 2008, o BCE passou a baixar sistematicamente a taxa de juros básica da Zona do Euro e optou “por monetizar uma parcela da dívida mobiliária” (CARVALHO, 2017, p. 508), em procedimento semelhante à assunção das dívidas de empresas por parte do FED em troca de moeda, efetivando também um QE próprio envolvendo o Euro. Em 2009, o Banco da Inglaterra passou a adotar procedimento análogo em relação à Libra Esterlina (JOYCE et al., 2011).

Até esse momento, a política monetária nunca havia sido utilizada de maneira tão intensa nos países ocidentais. O Japão já vinha adotando uma política monetária bastante expansiva e juros notadamente baixos desde a década de 1990, mas havia no ocidente uma “forte convicção de que o Japão era um caso à parte” (CARVALHO, 2017, p. 510).

Diante desse quadro, enquanto perduraram os efeitos mais diretos da CFG, os países desenvolvidos praticaram uma política monetária caracterizada por sua frouxidão, seja em relação à emissão de moeda, seja em relação às taxas de juros básicas praticadas, conforme ilustra o gráfico a seguir:

Gráfico 2: Taxas de juros básicas dos países desenvolvidos comparadas (Janeiro/1999 - Maio/2013)



Fonte: Extraído de Christian Inton para Reuters em 2 de maio de 2013

A atuação dos países desenvolvidos, portanto, rompia com a conduta de gestão macroeconômica prevalecente até então e isso levou à abertura de debate sobre o estado de toda a ortodoxia. A aceitação de medidas heterodoxas no pós crise fica clara, por exemplo, no texto de Olivier Blanchard, à época economista-chefe do FMI, publicado na forma de uma convocação à Conferência sobre Políticas Macroeconômicas e de Crescimento no Despertar da Crise, que

⁴ Ver OSTRY et al. (2016).

ocorreu em Washington entre os dias 7 e 8 de março de 2011. Na ocasião, Blanchard (2011) declarou que a crise havia forçado a realização de um “reexame completo” dos princípios macroeconômicos.

Para além do QE, a necessidade de melhorar a forma de supervisão sobre o setor financeiro, evidenciada após a eclosão da crise, incentivou de forma definitiva o desenvolvimento e adoção de medidas chamadas macroprudenciais. De Bolle (2017) assim explica esse último fenômeno:

Surgira um consenso de que falhas regulatórias, isto é, a falta de supervisão adequada para as operações de financiamento dos bancos, haviam tornado o sistema financeiro mundial vulnerável demais, levando à crise. Essa leitura dos fatos servia para enaltecer o papel das medidas macroprudenciais, como atestavam diversos relatórios de órgãos internacionais, entre eles o Banco de Compensações Internacionais (BIS, na sigla em inglês) e o Fundo Monetário Internacional (p. 34).

Segundo De Bolle (2017, p. 31) as medidas macroprudenciais “eram uma forma de tornar os Bancos Centrais mais atuantes e capazes de preservar a estabilidade financeira, impedindo que crises como a de 2008 voltassem a ocorrer”. No entanto, a autora afirma, na sequência, entender que não haveria ainda uma definição clara do que seria uma medida macroprudencial.

Clement (2010, p. 65), por sua vez, oferece uma explicação mais precisa, buscando a origem do uso do termo “macroprudencial” no contexto internacional e no debate público. O autor conclui que “desde suas origens no final dos anos 1970, o termo sempre denotou preocupações sobre a estabilidade do sistema financeiro e sua ligação com a macroeconomia”. Por fim, estabelece que “o termo refere-se ao uso de ferramentas prudenciais com o objetivo explícito de promover a estabilidade do sistema financeiro como um todo, não necessariamente das instituições individuais dentro dele”, ao contrário dos instrumentos regulatórios de caráter microprudencial, os quais focam as instituições financeiras individualmente.

Houve também participação das Organizações Intergovernamentais no fortalecimento da pauta da adoção da supervisão macroprudencial, tendo papel destacado o G20. Gray (2011, p. 3) afirma que “as Declarações do G20 em Washington em novembro de 2008, em Londres em 2 de abril e em setembro de 2009 levaram a uma ação para promover a reforma da regulamentação financeira – incluindo o estabelecimento e capacitação formal do Conselho de Estabilidade Financeira [*Financial Stability Board*] como responsável pelo mapeamento e coordenação macroprudencial global”.

Foi justamente nesse contexto que, em 16 de dezembro de 2010, foram publicados os Acordos de Basileia III, desenvolvidos no âmbito do Comitê de Supervisão Bancária da Basileia (BCBS). Os Acordos atualizam o Acordo de Capital de Basileia II, de 2004, e compreendem um conjunto de medidas regulatórias que visam o aprimoramento da estrutura prudencial e a diminuição do risco sistêmico dos sistemas financeiros. As medidas acordadas foram no sentido de aperfeiçoar as exigências de capital, garantindo que o conjunto das instituições financeiras não dependesse do retorno de investimentos com risco considerável de inadimplência e tivessem caixa para seguir operando e permitindo saques.

3. Reflexo da CFG sobre países emergentes

Para os países emergentes, a crise teve dinâmicas e consequências um tanto diferentes daquelas que se abateram sobre os países desenvolvidos. Segundo Mosley (2003, p. 34-40), os países emergentes estão sujeitos a um escrutínio sobre suas instituições e indicadores econômicos muito mais abrangente que os países desenvolvidos. Ao avaliar o investimento em um país emergente, os investidores consideram muitas dimensões da política, incluindo risco de inflação, risco cambial, déficits e dívida, bem como regulação do mercado de trabalho, repartição das despesas públicas entre áreas da administração, estrutura dos sistemas fiscais e clima político; enquanto

que para efetuar investimentos em países desenvolvidos, esses mesmos investidores só se informam sobre dados de macropolítica, inflação e risco de câmbio. Essa diferença de tratamento se dá unicamente porque os investidores consideram que há, por parte dos países emergentes, um risco de inadimplência inexistente nos países desenvolvidos. Em países emergentes, mesmo déficits orçamentários pequenos e inflação baixa poderiam indicar baixo risco de inflação futura, mas seriam insuficientes para avaliar o risco futuro de inadimplência, na visão dos investidores.

Pistor (2013, p. 13) considera os mercados financeiros um sistema complexo de compromissos contratuais interdependentes e fornece uma pista sobre a razão para não haver uma expectativa de calote por parte dos países desenvolvidos apresentando o que ela chama de *elasticidade do Direito* nesses mercados:

A elasticidade do direito pode ser definida como a probabilidade de que os compromissos legais ex ante sejam anulados ou suspensos no futuro; quanto maior essa probabilidade, mais elástico será o direito. Em geral, o direito tende a ser relativamente elástico no ápice do sistema, mas inelástico em sua periferia. Assim, é na periferia que é mais provável que a inadimplência resulte em saídas involuntárias. Ao contrário, no ápice em que a própria sobrevivência do sistema está em jogo, o direito tende a ser mais elástico por conta da forma como é concebido e/ou porque a base sobre a qual o sistema está assentado pode anular o poder discricionário dos envolvidos no negócio jurídico para fazer o que for necessário para resgatar o sistema (PISTOR, 2013, p. 16-17).

A teoria de Pistor é condizente com o que o QE representou nos EUA. Mesmo o risco moral envolvido na assunção, por parte de instituições estatais, de títulos das instituições financeiras e não financeiras não impediu que houvesse um resgate dessas instituições para que não houvesse calote. Posner (2018, p. 35) inclusive entende que a ação do FED teria sido ilegal, ainda que justificável, uma vez que garantiu a continuidade do sistema em uma situação de emergência. O Direito mostrou-se elástico, nesse caso, não pela forma original dos contratos, mas pela ação da autoridade com mandato para supervisionar o sistema.

Não obstante tudo isso, Mosley (2003) aponta que em duas situações específicas, a abordagem dos investidores em relação aos países emergentes muda. Essas são as situações de pânico – quando ocorre a chamada fuga para a qualidade (*flight to quality*) – e mania. A autora assim explica no que consiste uma situação de pânico:

Em situações de pânico, os investidores avessos ao risco, em busca de segurança e não de altos retornos, aumentam drasticamente os prêmios de risco cobrados, ou evitam totalmente, os mercados emergentes. Eles realocam suas participações em investimentos seguros, como os Títulos do Tesouro dos EUA. Fundamentos econômicos sólidos não garantem acesso ao mercado de capitais; todas as economias de mercado emergentes tendem a ser tratadas de forma semelhante. Elas podem enfrentar o racionamento de crédito. (...) Em uma situação de pânico, os governos das economias de mercado emergentes não podem fazer nada certo: mesmo que busquem macropolíticas e micropolíticas adequadas, talvez não consigam acessar os mercados de capitais. (MOSLEY, 2003, p. 152-153 e 156).

A mania, por sua vez, é assim explicada:

Em um ambiente de mania, os participantes do mercado são altamente receptivos ao risco. Impulsionados por suas preferências por altos retornos e / ou pela manutenção da participação de mercado, eles estão dispostos a emprestar a muitos tomadores de empréstimos. Os governos dos mercados emergentes podem tomar empréstimos a taxas baixas em relação aos seus fundamentos econômicos. Durante esses períodos, o ‘idiota suplementar [marginal moron], a pessoa que nunca seria financiada em um período mais cauteloso ou recessivo’, é capaz de atrair capital, e a corrida dos investidores aos mercados emergentes pode ser descrita como um comportamento racional de rebanho. As nações com melhores fundamentos deveriam ser capazes de

atrair investimentos com mais facilidade, mas, em geral, os governos podem tomar empréstimos em mercados de capitais internacionais, desde que paguem um prêmio relativamente pequeno. (...) Em uma situação de mania, no entanto, os governos dos mercados emergentes são menos limitados. Eles são capazes de acessar os mercados de capitais internacionais e fazê-lo de forma relativamente barata, apesar das deficiências em seus fundamentos econômicos e políticos. (MOSLEY, 2003, p. 152 e 156).

Naquele contexto, a política monetária expansionista dos países desenvolvidos levou a uma queda da taxa de câmbio do Dólar, do Euro e da Libra Esterlina em relação a uma série de outras moedas, principalmente de países emergentes. Esse efeito sobre a taxa de câmbio foi particularmente relevante sobre os países emergentes da América Latina, como Brasil, Chile, Colômbia, Peru e México, cuja política de formação de preços no mercado de câmbio é mais livre (ZAHLER, 2011, p.11) e que, nas décadas anteriores, haviam atuado na construção de sistemas bancários mais resilientes, no fortalecimento regulatório e na busca pela acumulação de reservas internacionais, por meio de políticas públicas.

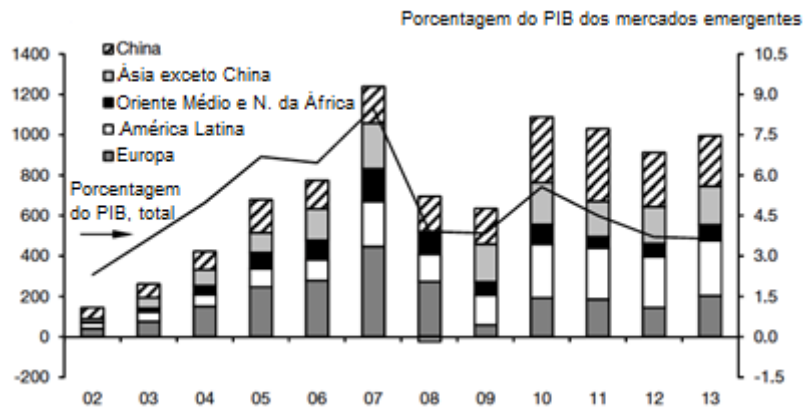
A CFG foi um momento econômico bastante único para as principais economias latino-americanas, porque, ao longo de sua duração, foi possível observar tanto o comportamento de pânico, quanto o de mania em relação a esses mercados. As questões com que esses países se depararam durante a crise, portanto, tiveram caráter divergente e exigiram criatividade política. Cumpre registrar, de todo modo, que embora se apresente essa análise focando nas semelhanças, não se perde que havia diferenças relevantes no posicionamento entre as economias da região.

Os dados, em geral, demonstram que, em um primeiro momento, os países emergentes latino-americanos se depararam com uma situação de pânico e fechamento dos canais de liquidez e de crédito de que dispunham. Em seguida, uma vez que os mercados dos países desenvolvidos não davam claros sinais de recuperação de seu potencial de valorização do capital, o sistema bancário das economias latino-americanas mais integradas ao sistema financeiro internacional se mostrava relativamente sólido. Nesse sentido, o efeito da crise para as economias emergentes da América Latina passou a ser o incremento do fluxo de capital estrangeiro para a região buscando realizar valor (ZAHLER, 2011, p.15), na forma de mania. Nesse sentido, o desenho dos gráficos contendo esses dados segue uma tendência de haver trajetórias divergentes entre os biênios de 2008 e 2009, momento do pânico, e 2010 e 2011, momento da mania.

Identificaremos as tendências dos fluxos de capital, taxa de câmbio, termos de troca e reservas internacionais nos países emergentes da América Latina. Cabe mencionar que as principais economias latino-americanas haviam terminado nas décadas anteriores seu processo de abertura e tinham suas instituições desenhadas segundo a agenda liberalizante do FMI, contando com taxas de juros altos, ausência de controles de capital e câmbio flutuante.

No que diz respeito aos fluxos de capital para as economias emergentes, especialmente da América Latina, há de fato uma queda no biênio 2008 e 2009, seguida do retorno dos fluxos nos anos subsequentes:

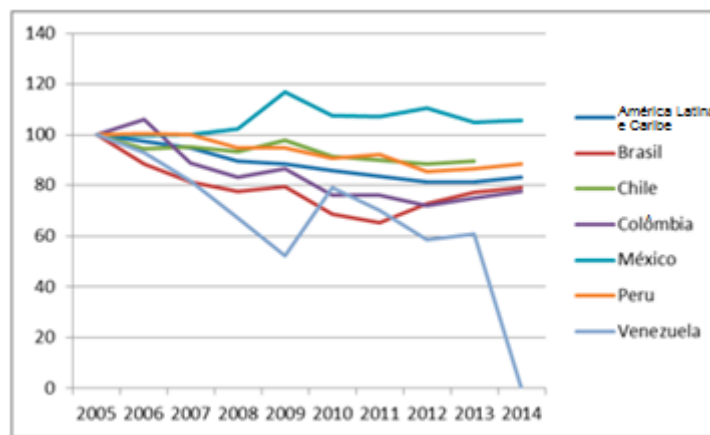
Gráfico 3: Fluxo líquido de capital dirigido aos mercados emergentes (bilhões de Dólares)



Fonte: Institute of International Finance, Inc.

Os efeitos desses fluxos de liquidez ficam bem evidentes quando olhamos os gráficos relacionados à taxa de câmbio dos países emergentes da América Latina entre os anos de 2008 e 2011. Há um repique de valorização do Dólar nos anos mais agudos da crise seguida de uma tendência estável de valorização relativa das moedas desses países no período, com especial destaque da moeda brasileira, que só volta a desvalorizar em relação ao Dólar a partir do final de 2011:

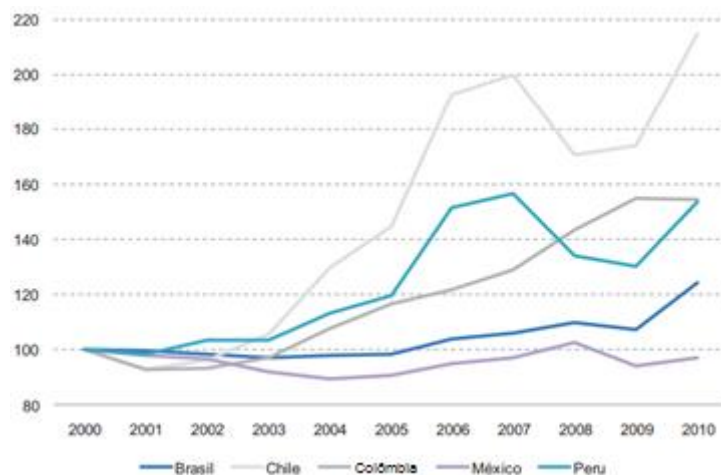
Gráfico 4: Taxa de câmbio real de moedas da América Latina em relação ao Dólar (USD/x) (indexado 2005 = 100)



Fonte: CEPAL

Por sua vez, os termos de troca das economias emergentes latino-americanas seguiram tendência semelhante entre si. Mesmo após 2009, apesar da valorização das moedas desses países, seus termos de troca mantiveram-se positivos ainda por um período considerável, apresentado tendência crescente na região até 2010.

Gráfico 5: Termos de troca de países latino-americanos (2000 = 100)



Fonte: The Institute of International Finance. Apud ZAHLER (2011, p.17)

Os termos de troca expressam a relação entre o valor das exportações e o valor das importações realizadas por determinado país e, neste caso, mostram que América Latina manteve superávits comerciais apesar do câmbio desfavorável à atividade exportadora no período. Cumpre notar que o câmbio sobrevalorizado tende a fazer com que os produtos e serviços do país percam competitividade externa. Claro que também o influxo de capital obtido com as exportações no contexto do *boom das commodities* exerceu influência sobre o balanço de pagamentos e as taxas de câmbio, reforçando as pressões de alta sobre o câmbio nos anos que se seguiram à crise, amplificando as consequências da política monetária expansionista dos países desenvolvidos.

Além desse efeito da potencial perda de competitividade externa, esses influxos de capital tendem, internamente, caso não sejam esterilizados pelo Banco Central, a gerar inflação. Esse capital internacional pode ser, em grande medida, convertido em moeda e crédito bancário e passar a integrar as economias na forma de investimento produtivo ou financeiro. Em todo caso, a oferta de moeda doméstica tende a aumentar, dinamizando a economia com maior disponibilidade de crédito a juros mais baratos, mas, ao mesmo tempo, na medida em que o incremento do crédito é maior que o incremento ao produto, esse capital gera pressão inflacionária⁵.

Nesse sentido, a fim de evitar perda de competitividade externa e inflação doméstica, uma estratégia utilizada pelos países que são objeto de fluxos excessivos maiores do que sua estrutura consegue absorver na forma de incremento ao produto é o recurso à formação de reservas. Na América Latina, provando essa afirmação, o que se viu nos anos da CFG foi uma trajetória mais perene e intensa da formação dessas reservas, com o Brasil ocupando posição de destaque nesse quesito:

⁵ Cabe apontar que, para o curto prazo no caso brasileiro, a literatura costuma enfatizar o canal cambial como principal via de transmissão de efeitos de política monetária, conforme pode-se ver em Minella e Souza-Sobrinho (2011). Registre-se igualmente que, em economias monetárias modernas, a dinâmica do crédito e da liquidez depende também da demanda por financiamento, das condições financeiras vigentes, da orientação da política monetária e do arcabouço de regulação bancária.

Gráfico 6: Reservas internacionais de países latino-americanos (janeiro/2009 = 100)



Fonte: Bloomberg. Apud ZAHLER (2011, p.13)

Essa era, enfim, a conjuntura macroeconômica da América Latina naquilo que diz respeito à moeda e ao câmbio até 2011. Notando as pressões de alta sobre câmbio e suas potenciais repercussões negativas sobre a competitividade e a inflação, Zahler (2011, p. 30) lista medidas que poderiam ser utilizadas no sentido da contenção de tais pressões. Além da formação de reservas, essa lista incluía: adoção de políticas fiscal e monetárias contracionistas; incentivo à saída de capitais; desestímulo à entrada de capitais; e adoção de certas políticas macroprudenciais, que, diante dessa situação descrita, passaram a ocupar também a pauta da política monetária e cambial do Brasil e dos demais países da América Latina.

4. Considerações finais

Atualmente reconhece-se que a manutenção da estabilidade macroeconômica demanda que haja um controle melhor do risco do setor financeiro. Nesse sentido, Mattli e Woods (2009a, p. ix) mencionam que “em termos gerais, dois fatores relacionados explicam o último fiasco financeiro global: uma regulamentação inadequada que gerou um descompasso entre recompensa privada e risco público; e falha dos reguladores em cumprir suas funções de supervisão”. A fim de mitigar o risco de que ocorra outra crise global, um modelo diverso de supervisão, calcada em medidas de caráter macroprudencial, que incidem sobre determinados setores da economia, a fim de compensar efeitos sistêmicos que estejam afetando sua dinâmica de preços, tem ocupado mais espaço nas discussões de acadêmicos e agentes públicos.

Tendo isso em conta, a questão do desenho institucional das autoridades monetárias demanda especial atenção. Borio (2011, p.1), referindo-se às autoridades monetárias de forma geral, aponta que, após a crise, os Bancos Centrais enfrentariam desafios de três ordens: econômica, na forma da CFG em si; intelectual, diante da necessidade de revisão dos paradigmas macroeconômicos adotados por eles; e institucional, na medida que as autoridades teriam que ajustar suas estruturas de política no sentido de assumir tarefas mais amplas, enfrentando tensões consideráveis na fixação de novos acordos de governança. Eichengreen et al. (2011), no mesmo sentido, criticam a estrutura das autoridades monetárias:

Há um consenso emergente de que a estrutura que sustenta o banco central moderno deve ser repensada. Um arcabouço de política monetária com ênfase na estabilidade de preços e no crescimento do produto afetará igualmente a estabilidade financeira por meio de seu impacto nas avaliações de ativos, preços de commodities, crédito, alavancagem, fluxos de capital e taxas de câmbio. A política monetária de um país pode causar efeitos colaterais em outros países, especialmente quando os bancos centrais seguem quadros normativos inconsistentes, com fluxos de capitais transfronteiriços servindo

como canais de transmissão. Tudo isso sugere que a estrutura convencional do banco central é inadequada (p. 30).

Passadas quase duas décadas desde a CFG, já não convivemos com os efeitos da CFG que formavam o primeiro desafio a que Borio se refere. A superação do desafio intelectual está intimamente ligada ao fato de que as normas e procedimentos que guiam a ação de autoridades seguem assentadas em premissas que se mostraram frágeis no contexto da crise. A renovação desses procedimentos deve caminhar paralelamente à experimentação e à constituição de novos consensos no campo da macroeconomia.

No âmbito institucional, é verdade que as autoridades monetárias detêm um conhecimento muito específico de suas atividades. Segundo Duran (2012):

“Bancos centrais detêm um conhecimento específico sobre a gestão da moeda, em que fundam sua autoridade. (...) [S]ão autoridades que detêm um capital específico e não se contentam somente em avaliar, a partir de seu conhecimento, uma situação dada, mas constituem essa situação por meio de seu conhecimento. Em outras palavras, a burocracia monetária é, ao mesmo tempo, especialista funcional que trata a informação e a constitui. A função do banco central vai muito além de emitir uma opinião, constituir um relatório de projeções futuras ou de reunir informações para resolver conflitos ou esclarecer uma escolha. Ele define, por critérios próprios, a situação real sobre a qual irá se dedicar” (p. 58).

O problema é que esse fato gera uma barreira ao debate e ao escrutínio público sobre as autoridades monetárias. Mattli e Woods (2009b, p. 39) apontam que quando a linguagem e os conceitos usados pelos reguladores e regulados são menos acessíveis ou entendidos pelo público, a informação é mais difícil de interpretar e é menos provável que coalizões por mudança se formem. De fato, o ambiente institucional fica mais fechado.

Segundo os autores, os momentos que se seguem às crises são mais propensos a permitir mudanças nas instituições existentes, mas, para tanto, deve haver um engajamento de agentes dos setores público e privado dispostos a levar a discussão para o espaço público, impedindo que as instituições e sua dinâmica de regulação sejam capturadas apenas pelos agentes e setores que dominam sua linguagem técnica (MATTLI; WOODS, 2009b, p. 39-43). Isso acabou não ocorrendo no período que se seguiu à CFG, mas é importante que se reforce o debate sobre a atuação dos bancos centrais e a adequação da regulação das instituições por eles supervisionadas. É a abertura das instituições e da sua forma de organização ao escrutínio público que enseja o engajamento político e a revisões institucionais com resultados positivos.

Referências

BLANCHARD, Olivier. Rewriting the Macroeconomists' Playbook in the Wake of the Crisis. **IMF Blog**. Washington D.C., 4 mar. 2011. Disponível em: < <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2011/03/04/2662> >. Acesso em 24 set. 2025.

BORIO, Claudio. **Central banking post-crisis: what compass for uncharted waters?** BIS Working Paper 353. Basileia: BIS. 2011.

CANUTO, Otaviano; CAVALLARI, Matheus. Monetary Policy and Macro Prudential Regulation: Whither Emerging Markets. In: CANUTO, Otaviano; GHOSH, Swati R. (orgs.). **Dealing with the challenges of macro financial linkages in emerging markets**. Economic premise N° 129. Washington D.C.: Banco Mundial. 2013. p. 119-154.

CARVALHO, José Carlos. Economias maduras e a prescrição da irresponsabilidade monetária e fiscal como modo de vida. In: BACHA, Edmar (org.). **A crise fiscal e monetária brasileira**. 2 ed. Rio de Janeiro: Civilização brasileira. 2017. p. 507-524.

CLEMENT, Piet. The term “macroprudential”: origins and evolution. **BIS Quarterly Review**, mar. 2010, p. 59-67.

CVM. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3ª ed. TOP - Programa de treinamento de professores. Rio de Janeiro: CVM. 2014.

DE BOLLE, Monica Baumgarten. **Como matar a borboleta-azul**: uma crônica da era Dilma. Rio de Janeiro: Intrínseca. 2016.

DURAN, Camila Villard. **A moldura jurídica da política monetária**: um estudo de caso. Tese de Doutorado. FDUSP. 2012.

EICHENGREEN, Barry; EL-ERIAN, Mohamed; FRAGA NETO, Armínio; ITO, Takatoshi; PISIANI-FERRY, Jean; PRASAD, Eswar; RAJAN, Raghuram; RAMOS, Maria; REINHART, Carmen; REY, Hélène; RODRIK, Dani; ROGOFF, Kenneth; SHIN, Hyun Song; VELASCO, Andrés; DI MAURO, Beatrice Weder; YU, Yongding. **Rethinking Central Banking** - The Committee on International Economic and Policy Reform. Washington, D.C.: Brookings Institution. 2011.

GRAY, Joanna. **What is Systemic Risk and what can be done about it?** A Legal Perspective. Florença: Robert Schuman Centre for Advanced Studies - European University Institute. 2011.

JOYCE, Michael; TONG, Matthew; WOODS, Robert. The United Kingdom’s Quantitative Easing Policy: Design, Operation and Impact. **Bank of England Quarterly Bulletin**, Q3, 2011, p. 200-212.

LUCAS, Robert. Macroeconomic Priorities. **American Economic Review**, v. 93, 2003, p 1-14.

MATTLI, Walter; WOODS, Ngaire. Introduction. In. MATTLI, Walter; WOODS, Ngaire (orgs.). **The Politics of Global Regulation**. Princeton: Princeton University. 2009a. p. ix-xvi.

MATTLI, Walter; WOODS, Ngaire. In Whose Benefit? Explaining Regulatory Change in Global Politics. In. MATTLI, Walter; WOODS, Ngaire (orgs.). **The Politics of Global Regulation**. Princeton: Princeton University. 2009b. p. 1-43.

MINELLA, André; SOUZA-SOBRINHO, Nelson Ferreira. Canais Monetários no Brasil sob a Ótica de um Modelo Semiestructural. In. BCB. **Dez Anos de Metas para a Inflação** - 1999-2009. Brasília: Banco Central do Brasil. 2011. p. 35-93.

MOSLEY, Layna. **Global Capital and national governments**. Nova Iorque: Cambridge University Press. 2003.

OSTRY, Jonathan; LOUNGANI, Prakash; FURCERI, Davide. Neoliberalism: Oversold? **Finance & Development**, v. 53, n. 2, 2016, p. 38-41.

PISTOR, Katharina. A Legal Theory of Finance. **Journal of Comparative Economics**, v. 41, n. 2, 2013, p. 311-330.

POSNER, Eric. **Last Resort**: The Financial Crisis and the Future of Bailouts. Chicago: University of Chicago Press. 2018.

ROMER, Paul. **The trouble with macroeconomics**. Nova Iorque: New York University. 2016.

SAYAD, João. **Dinheiro, Dinheiro**. São Paulo: Portfolio/Penguin. 2015.

ZAHLER, Roberto. **La integración a los mercados financieros internacionales**: consecuencias para la estabilidad macroeconómica y el crecimiento. *Série macroeconomía del desarrollo*. nº 114. Santiago: Nações Unidas. 2011.