

BOOK REVIEW – BKR

Central Banks and Monetary Regimes in Emerging Countries: Theoretical and Empirical Analysis of Latin America

Marco Flávio da Cunha Resende*

Wallace Pereira†

Gilberto Libânio‡

Em 2023 foi lançado o livro **Central Banks and Monetary Regimes in Emerging Countries: Theoretical and Empirical Analysis of Latin America** pela Edward Elgar, cujos editores são Fernando Ferrari-Filho e Luiz Fernando de Paula. Sua leitura é essencial para quem deseja compreender e investigar os regimes monetários e as questões macroeconômicas atuais das economias emergentes, em particular as latino-americanas.

O livro analisa as referidas economias no que tange às especificidades da inserção internacional, às suas escolhas de política monetária, cambial e financeira e à economia política que as cerca, às políticas de combate à inflação adotadas recentemente, às políticas econômicas implementadas durante a crise da Covid-19, em especial a política monetária não convencional, e às particularidades macroeconômicas de países da América Latina, em especial Argentina, Brasil e México.

Este excelente livro em geral aborda questões relacionadas aos bancos centrais e suas políticas na América Latina atual por meio da perspectiva pós-Keynesiana, com um bom equilíbrio entre as análises teóricas e empíricas. O livro contém 11 capítulos, resenhados a seguir.

* Professor do Departamento de Ciências Econômicas da UFMG-Cedeplar, pesquisador do CNPq; <https://orcid.org/0000-0003-2069-2983>. resende@cedeplar.ufmg.br.

† Professor do Programa de Pós-graduação em Economia da Universidade Federal do Pará - PPGE/UFPA; <https://orcid.org/0000-0003-1817-3332>. wmpereirabr@ufpa.br

‡ Professor do Departamento de Ciências Econômicas da UFMG-Cedeplar; <https://orcid.org/0000-0002-4583-4346>. gilberto@cedeplar.ufmg.br

No **capítulo 1**, intitulado *Costs and benefits of currency internationalisation: theory and the experience of emerging countries*, **Bianca Orsi**, **Antônio José Alves Junior** e **André Modenesi** analisam com maestria os custos e benefícios da internacionalização das moedas das economias emergentes ou em desenvolvimento (EED).¹

Segundo os autores, uma moeda está completamente internacionalizada quando cumpre, fora da economia doméstica e para os setores privado e público, suas três funções, a saber, unidade de conta, meio de troca e reserva de valor. Ademais, eles apontam que a internacionalização de uma moeda ocorre na forma fraca ou forte.

A internacionalização fraca das moedas das EED está associada à liberalização financeira (livre mobilidade de capitais) visando sua conversibilidade. Entretanto, esta é uma conversibilidade *de jure*, que não leva necessariamente a uma maior demanda no mercado internacional pela moeda doméstica (conversibilidade *de facto*).

Segundo os autores, ao contrário do *mainstream*, a literatura pós-keynesiana foca a internacionalização das moedas de países periféricos. Na sua abordagem, há uma hierarquia de moedas no sistema financeiro internacional, em que o dólar está no topo dessa hierarquia por ser a moeda mais líquida (com maior prêmio de liquidez). Na base da hierarquia estão as moedas sem liquidez, não conversíveis e incapazes de liquidar contratos internacionais, isto é, moedas das EED. Com base nessa perspectiva, Orsi, Alves Junior e Modenesi analisam os custos e benefícios da internacionalização das moedas das economias periféricas.

Entre os benefícios está a redução dos custos de transação - *spreads* de compra e venda, comissões, *hedge*, taxas e impostos. Outro benefício da internacionalização de uma moeda decorre dos ganhos de *senhoriagem* que estão associados à sua aceitação por não residentes em troca dos bens e serviços exportados por estes – a acumulação da moeda doméstica por estrangeiros seria equivalente a um financiamento sem taxa de juros para o país emissor. Além disso, neste processo a riqueza é acumulada na forma de ativos financeiros denominados na moeda do país emissor, fazendo o preço desses ativos subir e proporcionando ganhos para o país de moeda internacionalizada. Outra vantagem de se ter uma moeda internacionalizada é o financiamento de déficits do balanço de pagamentos usando a própria moeda, o que elimina a necessidade de políticas de ajuste externo. A internacionalização de uma moeda também traz poder político, conferindo maior capacidade

¹ A internacionalização monetária é o processo pelo qual uma moeda nacional é utilizada além da fronteira nacional, podendo ser completa (*currency substitution* ou dolarização), ou parcial.

do país emissor de controlar recursos reais e financeiros no mercado internacional, como também influenciá-lo por meio da sua política monetária.

De outro lado, Orsi, Alves Junior e Modenesi argumentam que as moedas das EED não são aceitas como reserva de valor na medida em que as moedas do topo da hierarquia de moedas, como Dólar e Euro, já estão estabelecidas e exercem esta função a contento. Com efeito, os países da América Latina implementaram a abertura da conta financeira e de capital dos seus balanços de pagamentos nos anos 1990, mas suas moedas não foram usadas como reserva de valor, mas demandadas apenas para investimentos em ativos de curto prazo e com cunho especulativo. Em consequência, em períodos de aumento da preferência pela liquidez nos mercados mundiais, os ativos denominados na moeda da EED são preteridos, levando à perda de autonomia da política monetária e à instabilidade cambial e macroeconômica, na EED. Ademais, a internacionalização das moedas dos países latino americanos, associada apenas a investimentos em ativos de curto prazo e com cunho especulativo, não aumentou sua capacidade de influenciar o sistema financeiro internacional.

Para os autores, uma melhor estratégia foi perseguida pela China. Esta buscou o uso regional da sua moeda, elevando sua influência sobre instituições regionais de acordo com seus interesses e pavimentando o caminho para a internacionalização da sua moeda sem os custos envolvidos na internacionalização das moedas latino americanas.

Por fim, Orsi, Alves Junior e Modenesi argumentam que o sistema financeiro internacional tem um comportamento minskyano. Por isso, em períodos de aumento do otimismo e queda da preferência pela liquidez, a demanda por ativos denominados em moedas das EED eleva-se, devido às maiores taxas de juros que prevalecem nesta categoria de países. Concomitantemente, a demanda por ativos denominados em moedas que estão no topo da hierarquia de moedas permanece estável, visto que estas são usadas globalmente como reserva de valor e como meio de pagamento e unidade de conta. Mas, quando o pessimismo e a preferência pela liquidez sobem ciclicamente no mercado internacional, há fuga de capitais das EED. Nesse processo, verificam-se taxas de câmbio bem mais estáveis, sistemas financeiros mais robustos e elevada autonomia de política monetária nas economias cuja moeda é internacionalizada *vis-à-vis* as EED.

Os autores concluem que os benefícios da internacionalização de uma moeda - menores custos de transação, *senboriagem* internacional e flexibilidade para a política macroeconômica - são marginais para os países cujas moedas estão na base da hierarquia de moedas. Ademais, para esses países os custos da internacionalização das suas moedas são

maiores, na medida em que suas moedas são demandadas apenas para investimentos financeiros de curto prazo e especulativos. Em suma, para uma EED, os custos da internacionalização (parcial) da sua moeda suplantam os benefícios.

No **capítulo 2**, intitulado *Monetary institutions and economic performance in Latin America: the experience with an inflation targeting regime in the period 2000–2020*, **Eliane Araujo, Elisangela Araujo e Mateus Ramalho Ribeiro da Fonseca** analisam teórica e empiricamente, e de modo perspicaz, a experiência latino-americana sob o regime de metas de inflação (RMI). Eles enfatizam os efeitos do RMI sobre a inflação e o desempenho econômico da região. A análise empírica aplicada se baseia em uma amostra de seis países: Brasil, Chile, Colômbia, Guatemala, México e Peru, entre 2000 e 2020.

Os autores destacam que o RMI faz parte do quadro teórico do Novo Consenso Macroeconômico (NCM), que postula que a taxa de inflação deve ser baixa e estável para estimular o crescimento econômico a longo prazo. Ou seja, a taxa de juros de curto prazo deve conduzir a inflação para o centro da meta estabelecida, de modo que ela deve ser elevada sempre que a inflação projetada estiver acima da meta fixada para a inflação e/ou o hiato do produto seja positivo (PIB acima do PIB potencial).

A adoção do RMI se deveu a dois motivos. O primeiro, por causa da ineficiência das âncoras nominais existentes, tais como as metas cambiais e as metas monetárias, que não conseguiram controlar a inflação. Segundo, pelo avanço das ideias do NCM que defendiam a impossibilidade de a política monetária afetar permanentemente as variáveis reais, como o produto e o emprego. Nesse sentido, a recomendação é a de que a política não deve ser conduzida de forma discricionária, mas de acordo com uma regra de conduta.

Os autores analisam os aspectos institucionais do RMI para os países latino-americanos selecionados e constataam que as questões relativas ao objetivo da política monetária e ao horizonte de convergência da inflação à meta estão focadas na estabilidade de preços e no curto prazo. Ou seja, a política monetária é subutilizada em termos de concretização de objetivos mais amplos (emprego e crescimento econômico), tal como acontece em outros países sob o mesmo quadro institucional do RMI. Assim, quando a economia sofre choques, os bancos centrais precisam responder rapidamente para cumprir a meta de inflação dentro do horizonte estabelecido.

No que concerne à estratégia empírica, o objetivo foi estimar os impactos dos choques de política monetária sobre a economia em períodos de elevada e baixa volatilidade

das taxas de juros (regime 1, com taxa de juros elevada, e para o regime 2, com taxa de juros baixa). Estimou-se um modelo autorregressivo de vetor de comutação de Markov (MS-VAR) com dados mensais para o período 2000-2020. Geralmente este tipo de modelo é utilizado para capturar os efeitos de choques monetários e fiscais na economia, considerando a possibilidade de mudanças de regime.

Os resultados obtidos mostram que para as seis economias latino-americanas analisadas, um choque na taxa de juros reduz a inflação em todos os cenários, principalmente no regime 1, com taxas de juros mais voláteis para os casos do Brasil, Chile e México. No que diz respeito aos efeitos do aumento da taxa de juros sobre a taxa de câmbio, observou-se que o aumento das taxas de juros promoveu a entrada de capitais na economia brasileira e em outras economias analisadas. Existem alguns efeitos opostos, como Colômbia sob o regime 2 e Peru sob o regime 1, em que o aumento da taxa de juros provoca uma depreciação da taxa de câmbio. Quanto aos efeitos do aumento das taxas de juro sobre o PIB, esta é talvez a variável com movimentos mais erráticos, sem uma tendência clara. Dado um choque positivo nas taxas de juros para as economias, o PIB pode aumentar, diminuir ou permanecer inalterado.

O capítulo conclui que os países analisados possuem um regime institucional rígido que coloca forte ênfase na estabilidade de preços. Conforme os resultados colhidos, apesar da relativa estabilidade de preços, os países que adotaram o RMI vivenciaram uma piora da sua inserção externa e uma estagnação econômica prolongada. Por fim, o estudo chama a atenção para o fato de que os rígidos aspectos institucionais do RMI na região, combinados com as reformas liberalizantes após a década de 1990, provocaram o aumento na taxa de juros e uma valorização do câmbio, contribuindo para a desvantagem competitiva das estruturas produtivas das economias analisadas.

No **capítulo 3**, intitulado *Monetary policy in Brazil under the inflation targeting regime from a Contested Terrain Approach*, **Assilio Araujo** e **Fernando Ferrari-Filho** realizam interessante análise sobre a relação entre a política monetária e os interesses rentistas no Brasil sob o regime de metas de inflação (RMI), de 1999 a 2020. O capítulo discute o Contested Terrain Approach (CTA) e suas implicações para a compreensão da influência dos rentistas nos Bancos Centrais e na política monetária. Os autores também exploram o modelo macroeconômico utilizado pelo Banco Central para adotar o RMI e seu impacto na inflação, no crescimento econômico e na concentração de renda e riqueza, no Brasil.

Os autores introduzem o capítulo questionando a proposta monetarista e novo clássico de que os Bancos Centrais tomam decisões de política monetária “neutras”. O cerne da crítica está centrado na CTA, em que a política monetária reflete a correlação de forças na sociedade e a estrutura do Banco Central.

A CTA foi desenvolvida para analisar as políticas macroeconômicas, especialmente a política monetária, nos países em desenvolvimento após a Segunda Guerra Mundial. Segundo a CTA, o Banco Central é visto como um campo de batalha da luta de classes, onde as políticas monetárias refletem o resultado dessa luta. Na abordagem CTA, a taxa de juros real é considerada uma variável chave sob o controle do Banco Central e um parâmetro distributivo crucial na economia.

Para Araújo e Ferrari-Filho, diferentes classes, tais como os capitalistas financeiros, industriais e os trabalhadores, procuram influenciar o Banco Central a ajustar as taxas de juros para maximizar a sua parcela de rendimentos. O peso do objetivo de cada grupo na política monetária é determinado pelo seu poder relativo na sociedade e no controle do Estado. Nesse sentido, quatro características principais afetam a política monetária: a estrutura do mercado de trabalho, a relação entre os setores industrial e financeiro, a independência do banco central e a integração do país na economia mundial.

Assim, a independência do Banco Central em relação ao governo conduz a uma política monetária mais restritiva, onde o apoio do sistema financeiro se torna crucial. Nesse sentido, nos momentos em que os interesses dos setores industrial e financeiro se tornam divergentes dos interesses dos trabalhadores, o Banco Central tende a servir os interesses dos rentistas e marginaliza a classe trabalhadora.

Dado esse arcabouço teórico, os autores analisam a política econômica entre 1999 e 2020 e discutem o desempenho do RMI, no Brasil. A política monetária brasileira a partir de 1999 aderiu ao Novo Consenso Macroeconômico em que as taxas de juros visam principalmente a manutenção das taxas de inflação dentro do intervalo-alvo definido, negligenciando o crescimento econômico e o emprego.

Constata-se que o Banco Central do Brasil implementou, entre 1999 e 2020, altas taxas de juros nominais e reais significativamente acima das de países com níveis de renda semelhante. Esta política implicou efeitos deletérios sobre o crescimento econômico e o emprego, mas a inflação ficou muitas vezes acima do intervalo de tolerância.

Em suma, Araújo e Ferrari-Filho concluem que a política monetária brasileira foi ineficaz em manter a inflação dentro do intervalo de tolerância e estimular o crescimento do PIB e a redução da concentração da renda e da riqueza, beneficiando os rentistas. Ademais, mostram que a reação do Banco Central à inflação tem sido assimétrica, de modo que: (i) o aumento da taxa de inflação gera uma elevação mais que proporcional da SELIC, e; (ii) o Banco Central do Brasil reage de forma muito gradual quando há queda na taxa de inflação e/ou redução acentuada no crescimento do produto.

Nesse sentido, o RMI brasileiro não foi totalmente bem-sucedido no período 1999-2020 e a política monetária no Brasil tem sido muito anormal. Uma alternativa sugerida é a regra de fixação das taxas de juros que vise reduzir a inflação, impulsionar o crescimento do PIB e do emprego e minimizar a concentração do rendimento e da riqueza.

O **capítulo 4**, elaborado por **José Luís Oreiro** e **Julio Fernando Costa Santos** e intitulado 'The unfinished stabilization of the Real Plan: an analysis of the indexation of the Brazilian economy', objetiva revisar a importante discussão sobre a indexação de preços na economia brasileira e seu efeito sobre a persistência da inflação média nas últimas duas décadas. Para cumprir esta tarefa, os autores resgatam a história da inflação no Brasil, a origem dos mecanismos de indexação e o papel do Plano Real no combate à inflação. O capítulo também inclui um teste econométrico de estimação GMM de dados mensais (1995–2020) para testar a persistência do efeito inercial na economia brasileira.

Para Oreiro e Santos, a característica essencial do fenômeno inflacionário brasileiro na década de 1980 foi a coexistência de inflação elevada com semi-estagnação da economia. A compreensão dessa questão passa pela teoria da inflação administrada que resulta dos resquícios de indexação ainda existentes no país, cuja origem remonta ao Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG) implementado em 1964.

Depois de décadas, o Plano Real foi exitoso na estabilização da inflação em níveis mais baixos, pois incorporou na sua formulação três questões importantes, sendo elas: (i) o diagnóstico de que a retroalimentação positiva da inflação corrente se deve à indexação da economia brasileira; (ii) a estratégia de trabalhar com um plano de estabilização multifásico para controlar as expectativas dos agentes econômicos, e; (iii) a criação de um índice único de preços (Unidade Real de Valor – URV), para evitar o processo de *repricing*.

Contudo, os autores mostram que os preços no Brasil ainda sofrem de um componente inercial remanescente, cuja origem está no: (a) mecanismo de indexação da

dívida pública; (b) mecanismo de indexação nos contratos, e; (c) mecanismo de indexação do salário mínimo.

No caso da indexação da dívida pública, a principal característica é que ao contrário dos países desenvolvidos que majoritariamente se financiam com obrigações de taxa fixa, no Brasil prepondera obrigações não fixas e de curto prazo. No caso da indexação de contratos, alterações setoriais de custos podem contaminar o índice de preços, bem como podem realimentar a inflação mais do que um período à frente dada a baixa dissipação dos preços. Por fim, no que tange ao salário mínimo, os autores apresentam as regras de reajuste e destacam que a última regra proposta tem o efeito colateral de estimular a inflação causada por conflito distributivo entre empresas e sindicatos por maior parcela da renda nacional. Isso faz com que o Banco Central tenda a manter a taxa de juros de curto prazo mais elevada.

Ademais, Oreiro e Santos realizam um exercício empírico, utilizando quatro índices de preços, a saber: o IPCA Preços Livres, o IPCA Preços Cheios, e o IGP-M e IPA. Os resultados mostram que todos os índices de inflação apresentam um efeito inercial significativo, o que evidencia a presença da indexação como fator de memória para a inflação corrente. Os autores salientam que quando comparado a outros países, os índices de inflação no Brasil têm um efeito inercial maior.

Complementarmente, um segundo teste econométrico é conduzido buscando avaliar a trajetória do componente inercial ao longo do tempo. Os resultados sugerem que os quatro índices de inflação sempre apresentam um nível superior ao apresentado pela economia norte-americana. Isso indica que o elevado grau de indexação da economia brasileira implica uma rigidez na redução do efeito inercial da inflação.

Os autores concluem mostrando que embora o componente auto-regressivo da inflação brasileira tenha caído, após a implementação do Plano Real, ele permaneceu em níveis elevados em comparação com o índice de preços ao consumidor dos EUA. Logo, a indexação de preços influencia na rigidez de longo prazo da inflação no Brasil, o que torna o controle da inflação mais difícil, uma vez que requer taxas de juros de curto prazo muito elevadas. Ademais, pontuam que como o Plano Real não eliminou todos os mecanismos de indexação de preços da economia brasileira, é possível dizer que a estabilização da inflação no Brasil ainda é um processo inacabado.

No **capítulo 5**, intitulado 'The role of capital flow management measures when the bubble bursts: the Brazilian experience in the global financial crisis and in the COVID-19

pandemic, **Luiza Peruffo, Pedro Perfeito da Silva e André Moreira Cunha** analisam o papel das medidas de gestão dos fluxos de capital (MGFC) na administração dos efeitos do ciclo financeiro global sobre as economias emergentes e em desenvolvimento (EED), como também para criar espaço de políticas para combater as crises. Com perspicácia, os autores analisam o caso do Brasil no âmbito de duas crises globais: a crise financeira global (CFG) de 2007-09 e a crise da Covid-19 de 2020.

Conforme os autores, não há evidências empíricas para os alegados benefícios da liberalização financeira. Ademais, os países sofrem pressões para controlar ou liberar os fluxos de capitais, a depender do período histórico. Há uma assimetria de poder no sistema monetário e financeiro internacional (SMFI) e as EED que não seguem as políticas sugeridas pelas potências globais sofrem restrições de crédito e outras sanções, sendo que os fluxos de capitais podem punir ou recompensar os governos por suas decisões de política.

Neste sentido, argumenta-se que há um ciclo financeiro global que impõe determinantes estruturais à mobilidade de capitais no mundo. O ciclo financeiro global é revelado nos co-movimentos dos fluxos de capitais, dos preços dos ativos, da alavancagem das instituições globais e da criação de crédito, com um papel pró-cíclico na expansão e contração de todas as economias. Por isso, a autonomia da política monetária só é possível se há controle de capitais por meio de políticas macroprudenciais.

Com efeito, Peruffo, Silva e Cunha enfatizam que as EED que adotaram controles de capitais antes da CFG foram as que surgiram como vencedoras no pós-crise. Este cenário revela a importância dos controles para que as EED, cuja vulnerabilidade externa é mais elevada, possam administrar os efeitos do ciclo financeiro global e criar espaço de política para combater crises. A menor vulnerabilidade ao ciclo financeiro global das economias desenvolvidas *vis-à-vis* as EED decorre da elevada liquidez das suas moedas, consideradas um porto seguro quando a incerteza aumenta. De outro lado, em períodos de menor incerteza, as moedas das EED, que sofrem do ‘pecado original’, são demandadas apenas enquanto ativos financeiros, isto é, no âmbito de investimentos financeiros de curto prazo e especulativos – a ‘fuga para qualidade’ não está vinculada a maus fundamentos, mas à posição da moeda do país na hierarquia de moedas do SMFI.

Por fim, os autores concluem que a elevada vulnerabilidade externa das EED decorre dos fatores estruturais do ciclo financeiro global e, também, das políticas domésticas, incluindo suas MGFC, que moldam sua integração aos mercados globais.

Ao avaliar o caso do Brasil, Peruffo, Silva e Cunha apontam que nos anos 1990 o país assumiu a proposta de ampla liberalização financeira. Porém, era possível a alternativa de implementar MGFCs como um dos instrumentos de uma estratégia de desenvolvimento voltada para um câmbio competitivo e atração apenas de determinado tipo de capital externo, o investimento direto estrangeiro, como fez a China. Em consequência da opção de política feita pelo Brasil, verificou-se a preponderância do investimento de *portfólio* e da dívida externa no seu passivo externo, contrastando com o caso da China, cujo passivo externo é constituído principalmente do investimento direto. Portanto, os mercados financeiro e cambial do Brasil ficaram mais vulneráveis às vicissitudes de curto prazo do SMFI.

Para os autores, esses exemplos evidenciam que, a despeito da posição desprivilegiada das EED na hierarquia do SMFI, essas economias tem algum grau de liberdade para adotar políticas domésticas, que contribuem para moldar o tipo de integração financeira que elas terão. O Brasil implantou MGFCs apenas com o fim de estabilizar seu sistema financeiro.

Os autores apontam, também, que nos anos 2000 a liberalização financeira foi aprofundada no Brasil, com não residentes podendo acessar todos os segmentos do mercado financeiro brasileiro, incluindo o mercado de derivativos. Este processo teve duas consequências para a economia brasileira: i) elevou sua vulnerabilidade ao ciclo financeiro global, reduzindo a autonomia de política econômica; e, ii) a apreciação cambial, levando à especialização regressiva da sua estrutura produtiva e reprimarização da sua pauta de exportações.

No final dos anos 2000 eclodiu a CFG que, para Peruffo, Silva e Cunha, resultou em uma crise de legitimidade do processo de liberalização financeira dos países e abriu espaço para as políticas econômicas domésticas.

Deste modo, após a CFG, o governo brasileiro buscou evitar novo ciclo de apreciação da taxa de câmbio, adotando três tipos de controle de capitais: aplicação de IOF, regulação de derivativos cambiais e medidas prudenciais de regulação, como o requerimento de reservas. Esta inovação de política cambial teve forte impacto no mercado futuro de câmbio e, por meio de um processo de arbitragem, no mercado à vista.

Todavia, a partir de 2012 o Brasil experimentou novo ciclo de liberalização financeira, reforçado pela sua intenção em entrar para a OCDE, cujos países membros estão alinhados com a liberalização do movimento de capitais. Neste sentido, o Banco Central brasileiro submeteu ao congresso um projeto de lei (PL 5387/2019), propondo mudanças no marco

legal do mercado de câmbio. O PL estabelece um tratamento jurídico igualitário para o capital estrangeiro e nacional, abrindo espaço para a plena conversibilidade do Real - com o novo marco cambial será possível, por exemplo, ter conta bancária em moeda estrangeira no Brasil.

Os autores concluem, então, que desde o final dos anos 1980 a política de liberalização financeira no Brasil acompanhou a evolução histórica do SMFI em direção à globalização financeira. A exceção ocorreu no imediato pós-CFG, quando o Brasil desafiou a ótica *mainstream* com suas MGFCs. A posição passiva do Brasil em relação à globalização financeira, juntamente com sua posição desprivilegiada na estrutura hierárquica do SMFI, resultou em sua maior vulnerabilidade ao ciclo financeiro global em comparação com as EED que adotaram outras estratégias para lidar com as restrições externas, como a China.

Por fim, os autores comparam o desempenho da economia brasileira durante a CFG com seu desempenho na crise provocada pelo Covid-19. De um lado, o período de cenário externo benigno que precedeu a CFG e decisões de política interna nesse período, como o pagamento da dívida com o FMI e o acúmulo de poupedas reservas externas, além das políticas exitosas de estímulo ao crescimento econômico, aumentaram o espaço de política doméstica para o Brasil combater os efeitos da crise. De outro lado, fatores que precederam a pandemia do Covid-19, como a queda dos preços das *commodities*, crises financeiras na Zona do Euro e na Rússia, o Brexit e a inquietação política no cenário internacional, implicaram menor espaço de política para o país naquele momento. Além disso, essa redução do espaço de política resultou, também, das próprias decisões de política doméstica e da conjuntura política do Brasil. O processo de liberalização financeira que se acentuou a partir dos anos 2000 resultou em maior participação de não residentes no mercado financeiro doméstico e ampliou a vulnerabilidade do país ao ciclo financeiro global, ao passo que a instabilidade política cresceu na primeira metade dos anos 2010 até culminar em um *impeachment* presidencial, em 2016. Ambos os fatores internos contribuíram para a contração do espaço de política econômica no período que antecedeu o advento do Covid-19.

Em consequência, a taxa de câmbio se depreciou durante as duas crises, devido à “fuga para qualidade” que ocorre nestes momentos, mas, no pós-Covid a taxa de câmbio não voltou a se apreciar, diferentemente do observado no pós-CFG, refletindo o aumento da vulnerabilidade brasileira às mudanças de curto prazo do ciclo financeiro global, produzida pela liberalização financeira do país.

Os autores concluem que a decisão de adotar um contínuo processo de liberalização financeira antes e após a CFG contribuiu para elevar a vulnerabilidade externa brasileira. Esta

foi mascarada nos anos 2000 pelo cenário externo benigno, em particular pela intensa elevação dos preços das *commodities*. Porém, após a CFG o cenário externo virou e a vulnerabilidade externa do país se fez presente, o que reduziu o espaço de política econômica e tornou a resposta à crise do COVID-19 mais difícil.

No **capítulo 6**, intitulado *Back to a high-inflation regime? The Argentine economy from the 2000s to the COVID-19 crisis*, **Hernán E. Neyra** e **Andrés Ferrari Haines** discutem o retorno do regime de alta inflação na Argentina nos anos recentes. Inicialmente, os autores realizam uma revisão histórica do processo inflacionário na Argentina e mostram como o país tem convivido por várias décadas com um cenário de inflação elevada. Em particular, os autores definem os anos entre 1975 e 1991 como o período de “alta inflação”, com taxas anuais na casa de três dígitos, ao passo que a década 1991-2001 apresenta maior estabilidade de preços, em virtude do regime de plena conversibilidade ao dólar implementado desde o plano de estabilização em 1991. A partir de 2002, com o abandono da âncora cambial, observa-se o retorno gradual da inflação, que se consolida com taxas anuais acima de 20% desde meados da década passada.

Um dos objetivos do capítulo é mostrar como a persistência de taxas de inflação relativamente elevadas nos últimos anos tem levado a uma adaptação no comportamento dos agentes econômicos, com a adoção de mecanismos que buscam proteger o valor real das suas rendas frente à corrosão inflacionária. Para tanto, Neyra e Haines apresentam as principais características do regime de alta inflação – seguindo o trabalho pioneiro de Roberto Frenkel – tais como: curta duração dos contratos e revisão frequente dos preços, expectativas inflacionárias baseadas na inflação passada guiando reajustes futuros de preços, indexação dos contratos, intensificação do conflito distributivo e aceleração da inflação a partir de choques externos em bens *tradables*.

Para testar se um regime de alta inflação está presente no período recente, os autores estimam um modelo econométrico que havia sido construído originalmente para explicar a inflação argentina no período 1970-1988. Neste caso, a inflação seria explicada pelo comportamento de quatro variáveis: salários, taxa de câmbio, preços de serviços públicos, e preços em mercados flexíveis (mais especificamente, carne e vegetais):

$$IPC = \alpha W + \beta E + \gamma Pub + \delta Pflex$$

Em que, IPC = taxa de inflação, W = salários, E = taxa de câmbio nominal, Pub = preços de serviços públicos, $Pflex$ = preços de carnes e vegetais.

Em particular, a estimação busca verificar a presença de uma das características do regime de alta inflação, que é a importância de choques exógenos em preços de bens *tradables* para explicar o comportamento da inflação. Para o período 2018-2021, os resultados encontrados sugerem que o câmbio nominal e o preço de carnes são as principais variáveis a explicar a trajetória da inflação. A importância dessa última variável é característica de um regime de alta inflação, embora esse regime esteja atualmente restrito pela proibição legal de contratos indexados na Argentina.

Por fim, Neyra e Haines analisam alguns setores específicos – mercado imobiliário, mercado de trabalho e setores sujeitos a preços administrados e/ou subsídios públicos – para verificar a presença de outras características do regime de alta inflação. Neste caso, observa-se que a regulação dos contratos de aluguel imobiliário levou a uma redução da oferta de imóveis nos últimos anos, uma vez que os índices de reajuste ficaram, dada a legislação em vigor, abaixo das taxas de inflação. Quanto ao mercado de trabalho, verifica-se uma significativa elevação dos contratos de curta duração – reajustáveis em até 6 meses. Em relação a setores com preços administrados e/ou subsidiados, ocorreram elevações expressivas de preços de ração animal, pneus, eletricidade e óleos vegetais, o que indica a capacidade diferenciada de determinados setores em exercer pressão política sobre o governo para garantir ganhos reais em um contexto de intensificação do conflito distributivo. A principal conclusão do capítulo é que a persistência de taxas de inflação nos anos recentes tem levado ao retorno do regime de alta inflação.

O **capítulo 7** é escrito por **Juan Matías De Lucchi** e **Matías Vernengo**, intitulado *The new foreign debt trap and its long run consequences: The persistence of Monetarism as a social doctrine in Argentina*, e analisa a atual crise do setor externo da economia argentina. O argumento central dos autores é que tal crise é consequência da combinação de fatores estruturais com erros de política econômica cometidos pelo governo de Mauricio Macri (2015-2019).

Inicialmente, De Lucchi e Vernengo descrevem o comportamento de algumas variáveis macroeconômicas no período recente, como juros, câmbio, inflação, reservas internacionais e estoque de dívida pública, de modo a caracterizar a evolução da conjuntura econômica e mostrar como a trajetória do endividamento externo – em particular, dívida pública denominada em dólares – foi se deteriorando ao longo do tempo. Algumas das características marcantes da última década, tal como apontado no capítulo, são o alto patamar dos juros incidentes sobre a dívida pública, a forte correlação entre inflação e desvalorização

da taxa de câmbio, e a elevação da dívida denominada em moeda estrangeira – tanto em valores absolutos como em relação ao PIB e às exportações.

Segundo os autores, uma das origens da crise se encontra em um diagnóstico e em uma expectativa equivocados sobre a situação argentina no início do governo Macri. Em particular, o governo esperava um choque de confiança com a entrada de uma administração *market-friendly*, o que levaria a um grande influxo de capitais e, conseqüentemente, apreciação do peso e declínio rápido da inflação. De fato, nada disso ocorreu, e as dificuldades associadas à elevação da dívida denominada em dólares se tornaram crescentes.

Cabe notar que, diferentemente do caso brasileiro, a Argentina não foi capaz de acumular um volume confortável de reservas internacionais como consequência do *boom* de commodities e da abundância de liquidez internacional que caracterizou os anos 2000. Assim, a economia da Argentina adentrou e percorreu a década de 2010 com elevado grau de fragilidade externa, que se agravou no final do período.

Por fim, De Lucchi e Vernengo descrevem o período mais recente, marcado por dois acontecimentos. Em primeiro lugar, a crise cambial de 2018, associada a um comportamento errático do Banco Central da Argentina em um contexto de elevada fragilidade, e que de certa forma representa o final do governo Macri. Em segundo lugar, a pandemia de COVID-19 e o conjunto de políticas adotadas em resposta a esse fenômeno. Particularmente, o afrouxamento monetário e creditício implementado pelo governo de Alberto Fernandez, considerando uma forte memória inflacionária e uma cultura de dolarização, acabaram levando a uma expansão da demanda privada por dólares e o conseqüente “descolamento” da cotação do dólar no mercado paralelo, pressionando a taxa de câmbio oficial e alimentando a taxa de inflação, que permaneceu elevada mesmo em um contexto de recessão. A conclusão do capítulo é que os erros de política econômica do governo Macri geraram um cenário de difícil sustentabilidade para a economia argentina, cujos efeitos tendem a ser sentidos ainda por um bom tempo.

No **capítulo 8**, intitulado *The monetary circuit and the credit channel in Mexico*, **Roberto Arriaga** e **Santiago Rodríguez** fornecem uma visão geral do circuito monetário e do canal de crédito no México. Os autores discutem com perspicácia a ligação entre o crédito e a economia real, bem como a importância de compreender os mecanismos de transmissão da política monetária. O objetivo do capítulo é desenvolver um modelo *Stock-Flow* e um modelo VAR (para o período 2002.4 a 2020.3, com dados trimestrais) que possa ser utilizado

como referência para compreender o funcionamento dos canais de crédito e de taxas de juros no México.

Os autores resgatam a teoria do Novo Consenso Macroeconômico (NCM) e argumentam que o crédito não é explicitamente modelado nesta teoria, mesmo sendo a chave que liga o lado monetário ao lado real da economia. De modo geral, essa questão é indiretamente remediada por meio do mecanismo de transmissão da política monetária, que mostra como as decisões do Banco Central impactam a demanda, a oferta e, finalmente, a inflação.

Assim, Arriaga e Rodriguez fazem uma breve revisão da literatura sobre mecanismos de transmissão da política monetária tendo como recorte de análise os canais de taxas de juros e de crédito. Os autores ilustram que a abordagem heterodoxa procura compreender de forma mais adequada o papel do crédito na relação entre os lados real e monetário da economia. Basicamente, a Teoria Monetária da Produção (TMP) explica a ligação entre a economia monetária e a real através do circuito monetário composto pelas fases de criação, circulação, destruição e motivação. Ou seja, o investimento provoca a demanda de crédito, e não o contrário, como sugere a NCM.

Em seguida, os autores constroem um modelo *Stock-Flow* para ilustrar o funcionamento do circuito monetário, detalhando como o crédito é demandado e criado na economia. A taxa de juros e os canais de crédito são analisados para compreender o seu impacto sobre o produto e a inflação no México. Os resultados indicam que uma redução na taxa de juros pode não necessariamente estimular diretamente o investimento.

Isto é, a relação entre taxas de juros, canais de crédito e investimento no México nem sempre pode seguir as expectativas convencionais da NCM. No período de taxas baixas - em 2020 (taxas do Banco Central e dos Bancos Comerciais) - não houve demanda de crédito por parte das empresas. Os principais motivos relatados pelas empresas foram a percepção econômica que tinham àquela altura, e o baixo nível de vendas e rentabilidade dos seus negócios.

No que concerne à evidência empírica, um modelo VAR é aplicado. Considera-se as seguintes variáveis: (i) taxa paga pelos títulos públicos (*proxy* para a taxa referencial do Banco Central); (ii) taxa de juros que os bancos comerciais cobram das empresas pelo crédito; (iii) taxa de juros que os bancos comerciais cobram às famílias pelo crédito ao consumo; (iv) taxa de juros que os bancos comerciais cobram pelos empréstimos hipotecários; crédito para

empresas; taxa de crescimento do investimento; taxa de crescimento do PIB; e taxa de inflação.

O teste de resposta ao impulso no modelo VAR é aplicado considerando o canal da taxa de juros, e posteriormente, o canal do crédito. Para o primeiro caso, o canal da taxa de juros é parcialmente cumprido, porque uma queda da taxa do Banco Central tem um efeito de longo prazo na taxa de juro do crédito empresarial, enquanto o custo dos empréstimos hipotecários e do consumo acaba por se dissipar ao longo do tempo. Por outro lado, quando se assume alterações nas taxas dos bancos comerciais, não há efeito no investimento, enquanto o impacto no PIB é limitado.

No que concerne ao canal do crédito, os resultados mostram que não se observa resposta significativa do crédito às taxas de juros quando fazemos a análise para as empresas. Ou seja, uma redução na taxa de juro não incentiva a demanda por crédito, mas um aumento é capaz de contraí-la. Além disso, a demanda por crédito responde às necessidades de investimento, e não o contrário, pois confirma-se que uma maior oferta de crédito não é suficiente para aumentar o investimento. Por fim, nem a taxa de crescimento do investimento nem do PIB causam inflação, o que é compatível com a perspectiva pós-keynesiana.

A decomposição da variância, após uma alteração na taxa de juros do Banco Central, indica que a taxa cobrada pelo crédito às empresas é a mais imediatamente afetada, seguida das taxas dos empréstimos ao consumo e hipotecários. A taxa do Banco Central explica a variação do crédito às empresas, do investimento, do PIB e da taxa de inflação em graus variados ao longo do tempo.

Conclui-se que o canal da taxa de juro funciona principalmente através do crédito às empresas. Uma redução da taxa de referência poderia beneficiar os bancos através da obtenção de recursos mais baratos, mas não favoreceria a economia real. Pelo contrário, um aumento da taxa do Banco Central seria prejudicial para a economia real, uma vez que os bancos transfeririam estes custos para as empresas e, eventualmente, para as famílias.

Além disso, constata-se também que o canal de crédito não pode ser explicado seguindo a NCM, uma vez que o seu funcionamento é mais compatível com a Teoria Monetária da Produção. A razão é que, para o estímulo ao investimento, a existência de recursos não é condição suficiente, mesmo que sejam baratos. São necessários projetos atrativos e que gerem expectativas de retornos concretos. Sintetizando, os resultados do

capítulo põem em xeque a capacidade do Banco Central de regular o nível de demanda e, portanto, a inflação.

O **capítulo 9** é escrito por **Luiz Fernando de Paula, Paulo José Saraiva e Mateus Coelho Ferreira** e intitulado *Monetary policy in Latin America during the COVID-19 crisis: was this time different?* Os autores investigam a condução da política monetária durante a crise de COVID-19 na América Latina. Os autores examinam o uso de medidas convencionais e não-convencionais de política monetária em algumas das principais economias latino-americanas – Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru – com o intuito de verificar se este período apresenta características distintas em relação às políticas adotadas em crises anteriores, como a crise do *sub-prime* em 2008-2009.

Inicialmente, o capítulo apresenta uma introdução aos instrumentos não-convencionais de política monetária, vistos como alternativas utilizadas em cenários nos quais a política monetária convencional perde sua eficácia. Neste caso, os principais instrumentos de atuação do banco central passam a ser políticas de sinalização aos mercados e políticas de intervenção direta em mercados específicos – comprando e vendendo títulos públicos, atuando no mercado cambial, ou fornecendo crédito a setores específicos. Em linhas gerais, o objetivo de tais intervenções é controlar a volatilidade da taxa de câmbio, estabilizar o valor dos ativos financeiros e socorrer empresas em trajetória de inadimplência.

Embora o foco do capítulo seja as economias da América Latina, os autores dedicam uma seção para examinar a política monetária dos Estados Unidos no período da pandemia. Isso se justifica pelo fato de que a postura agressiva do banco central norte americano (FED) na flexibilização de sua política monetária permitiu que outros bancos centrais cortassem de forma mais expressiva suas taxas básicas de juros e adotassem outras medidas de expansão monetária, tirando proveito das baixas taxas de juros norte americanas e do cenário de liquidez mundial abundante.

Em seguida, Paula, Saraiva e Ferreira apresentam alguns indicadores macroeconômicos para caracterizar a crise associada à pandemia de COVID-19 na América Latina, bem como as respostas dos bancos centrais das maiores economias da região. A adoção concomitante de políticas fiscais e monetárias expansionistas foi recorrente. No caso da política fiscal, observam-se tanto renúncias fiscais como expansão do gasto público, com destaque para programas de transferência direta de renda, em caráter emergencial. Quanto à política monetária, destacam-se os expressivos cortes na taxa básica de juros e as medidas

não-convencionais, como a concessão de crédito subsidiado e a compra de títulos públicos e privados.

Por fim, o capítulo mostra que a reação dos bancos centrais das principais economias sul-americanas foi diferente da resposta adotada durante a crise financeira do subprime de 2007-2008. Segundo os autores, durante a crise da COVID-19 os bancos centrais implementaram e flexibilizaram a política monetária de forma mais agressiva, cortando as taxas básicas de juros e introduzindo alguma política monetária não-convencional. Três razões para tal comportamento são apontadas: (i) a rápida flexibilização da política monetária por parte do FED e de outros bancos centrais de economias avançadas, que proveu liquidez e acalmou as condições financeiras em nível global; (ii) a posição cíclica das economias sul-americanas no momento do choque da COVID-19 abriu mais espaço para a flexibilização da política monetária em comparação com outras crises; e (iii) a queda acentuada da produção e da inflação, ocorrida em decorrência do fechamento das atividades econômicas durante a pandemia, que agravou as posições deprimidas do ciclo econômico e exigiu maior esforço anticíclico da política monetária.

No **capítulo 10**, intitulado *The central bank of Brazil in the face of the COVID-19 economic crisis*, **Isabela Andrade do Carmo** e **Fábio Henrique Bittes Terra** analisam e interpretam a política monetária adotada pelo Banco Central do Brasil (BCB) durante a crise da Covid-19, em 2020. Os autores focam as medidas não convencionais de política monetária, adotadas também no resto do mundo.

Conforme Carmo e Terra, nos momentos de crise econômica a política monetária convencional perde eficácia, fazendo-se necessária a adoção de política monetária não convencional (PMNC). A PMNC vem sendo adotada nas economias avançadas desde a Crise Financeira Global de 2008. No Brasil, ela foi adotada apenas durante a crise da Covid-19.

Outrossim, os autores apontam a ausência de consenso sobre a definição da PMNC e seus canais de transmissão. Eles chamam a atenção para o fato de que o que é não convencional para um país depende do seu arcabouço de política monetária e seus instrumentos, específicos em cada economia.

Para realizar sua análise, Carmo e Terra usam a classificação do FMI para os canais de PMNC, que são três. O canal de sinalização (*forward guidance*), que se refere à comunicação do banco central com os agentes, visando ancorar as expectativas sobre a política monetária futura. Os canais de escassez e *duration*, que são, em geral, fundidos no canal do balanço

(*balance sheet* ou *portfolio channel*), associado à concessão de liquidez para as instituições financeiras, às compras de ativos públicos e privados, à oferta de crédito e ao gerenciamento das reservas cambiais. Este canal é usado quando o banco central deseja agir em mercados específicos, fornecendo liquidez e modificando a curva de juros do sistema financeiro. As políticas relacionadas ao *balance sheet channel* podem ser classificadas em quatro categorias: cambial, administração da dívida pública, crédito e reservas bancárias.

Com base na PMNC, Carmo e Terra analisam a estratégia do BCB para rapidamente responder à crise a partir de dois objetivos: conceder liquidez ao sistema financeiro e reduzir os requerimentos de capital para aumentar os recursos disponíveis para os bancos. Alcançar esses objetivos seria necessário para satisfazer o aumento esperado da demanda por liquidez em momento de crise aguda, seja por parte do próprio sistema financeiro, seja do setor não financeiro, como também garantir aos bancos capacidade de responder ao crescimento da demanda de crédito oriunda das empresas e famílias, impactadas pela crise da Covid-19.

Para garantir a provisão de liquidez ao sistema financeiro, o BCB: i) reduziu a taxa de depósito compulsório - parte dos recursos liberados deveriam financiar micro e pequenas empresas; ii) mudou o cálculo do índice de liquidez (*Liquidity Coverage Ratio*) para viabilizar o aumento da oferta de crédito; iii) criou as Linhas Especiais Temporárias de Liquidez, inovando em relação aos colaterais exigidos pelo BCB para empréstimos às instituições financeiras; iv) instituiu regras mais flexíveis para as Letras de Crédito do Agronegócio (LCA); v) criou programa para tomar recursos externos emprestados por meio de Acordo de Recompra de um ano, que foram transferidos para instituições financeiras brasileiras para fortalecer sua posição em recursos externos. Para os autores, essas medidas de PMNC garantiram liquidez para o sistema financeiro brasileiro.

Com relação aos requerimentos de capital, destaca-se a Redução do Adicional de Conservação do Capital Principal, permitindo que as instituições financeiras recorressem a uma reserva (*buffer*) de capital sem precisarem restringir o crédito para melhorar suas condições financeiras. Outras medidas adotadas relacionadas aos requerimentos de capital também são apontadas pelos autores.

No que diz respeito à administração da dívida pública, o BCB não pode atuar nos mercados de dívida pública e privada. Entretanto, a Emenda Constitucional 106, de maio de 2020, permitiu ao BCB administrar a dívida pública brasileira e adotar esta política de *balance sheet*, de modo a afetar a curva de juros do sistema financeiro e fornecer liquidez aos mercados de dívida pública e privada. Porém, esta ferramenta não foi usada pelo BCB.

Por fim, Carmo e Terra explicam que a novidade da *forward guidance* no contexto da PMNC está na intenção mais direta e explícita dos bancos centrais em ancorar as expectativas dos agentes em tempos de crise. Os autores explicam o Delphic *Forward Guidance*, o Odyssean *Forward Guidance* e suas especificidades, como também seus canais de transmissão.

O *Forward Guidance* foi implementado pelo BCB no segundo semestre de 2020 como mais uma ferramenta de política monetária de combate à crise decorrente da Covid-19. Seu objetivo era ajudar o BCB a comunicar melhor suas futuras ações e contribuir para o ajuste das expectativas e para a administração da curva de juros do sistema financeiro. Ademais, no caso brasileiro, sua adoção teve caráter assimétrico, pois deveria ocorrer apenas nos períodos de queda da taxa de juros básica (Selic).

Na sua conclusão, os autores enfatizam a importância da PMNC praticada, pois enquanto o BCB adotou medidas de provisão de liquidez na casa de 3,5% do PIB durante a Crise Financeira Global de 2008, na crise da Covid-19 ela foi de 17,5% do PIB. Medidas de requerimento de capital não foram adotadas na crise de 2008, e alcançaram 15,8% do PIB durante a crise da Covid-19. Ademais, os autores apontam o acerto das medidas de PMNC do BCB, visto que os indicadores de solvência e liquidez do sistema bancário doméstico estavam já no segundo semestre de 2020 melhores do que estavam no final de 2019, período que antecedeu a crise.

Carmo e Terra realizam ótima síntese das medidas de política monetária implementadas pelo BCB para combater a crise decorrente da Covid-19 e brindam o leitor com sua interpretação dessas medidas de PMNC que, por seu turno, foi adotada no Brasil pela primeira vez.

No **capítulo 11**, intitulado *The Financial Aspects of the COVID-19 Crisis in Brazil: a Minskyan Approach*, **Norberto Montani Martins**, **Ernani Teixeira Torres Filho** e **Luiz Macahiba** analisam a dimensão financeira da crise brasileira provocada pelo advento da Covid-19. Uma abordagem minskyana é adotada, visto que o choque produzido pela crise da Covid afetou dramaticamente o que Minsky denominou “restrição de sobrevivência” das unidades econômicas – firmas, famílias, instituições financeiras e governo. Após apresentar as medidas de combate à crise adotadas pelo Ministério da Economia e pelo Banco Central do Brasil (BCB), em 2020 e 2021, os autores analisam seus impactos no sistema financeiro do país, como também sobre empresas e famílias e avaliam as formas que a recuperação da economia pode tomar.

Para realizar sua análise, Martins, Torres Filho e Macahiba chamam a atenção para a diferença entre fragilidade financeira e instabilidade financeira. A primeira implica um aumento contínuo de unidades que estão se defrontando com uma ‘restrição de sobrevivência’ mais severa, isto é, unidades “especulativas e *ponzi*”, que dependem de condições favoráveis no mercado financeiro para cumprirem seus compromissos por meio do refinanciamento das suas obrigações. A instabilidade financeira emerge quando o crescimento da fragilidade financeira torna o sistema disfuncional (“Momento Minsky”) ao ter dificuldade ou mesmo incapacidade em fornecer liquidez e crédito para empresas e famílias e precificar ativos. Neste caso, o *mix* de posições financeiras (*hedge*, especulativas e *ponzi*) deixa de ser validado pelo sistema financeiro, deflagrando-se severa crise de contágio que se transforma em corrida para a liquidez e em crise de deflação de ativos, se o Estado não intervir.

Ao contrário da crise financeira global de 2008, a crise de 2020-2021 não foi deflagrada a partir do sistema financeiro. Porém, as medidas sanitárias de combate à pandemia resultaram em queda profunda e abrupta das receitas de famílias, empresas e governos, pressionando a estrutura financeira do sistema e acelerando a fragilidade financeira das economias.

Os autores ainda relacionam à crise um processo que pode ser considerado uma extensão da hipótese de fragilidade financeira de Minsky: a reestruturação de ativos e passivos (reestruturação de balanços), ligada à persistência de desequilíbrios críticos dos balanços, que implica grande número de unidades com patrimônio líquido negativo, mas fluxos de caixa positivos. A persistência desses desequilíbrios decorre de um processo de mão dupla: o crescimento da fragilidade financeira desemboca em crise e recessão que, por sua vez, realimenta a fragilidade financeira da economia, podendo gerar uma depressão econômica. Neste caso, para evitar uma situação de elevado potencial de insolvências e falências, torna-se necessário uma reestruturação duradoura das margens de segurança assumidas pelas unidades.

Ao analisar o choque da pandemia na economia brasileira, Martins, Torres Filho e Macahiba apontam a intensa fuga de capitais e forte depreciação cambial, no país. Além disso, a fragilidade financeira das firmas, famílias e instituições financeiras cresceu de modo explosivo e rapidamente se transformou em instabilidade financeira, afetando duramente o mercado de ações e de títulos de dívida privada. O crédito, as vendas, a renda, o emprego e a riqueza desabaram no primeiro semestre de 2020.

Para os autores, esse processo original de fragilidade e instabilidade financeira poderia ser realimentado no âmbito da reestruturação de balanços, gerando a “Ponzificação” de famílias, firmas e instituições financeiras. Todavia, a despeito do aumento da pressão sobre a “restrição de sobrevivência” das unidades, os efeitos do choque foram rapidamente revertidos. No mercado financeiro, a recuperação teve início no segundo trimestre de 2020. No mercado de bens, embora mais morosa, ela foi verificada a partir da melhora de diversos indicadores no terceiro e quarto trimestres daquele ano. Esse quadro de reversão da crise resultou da adoção de políticas contracíclicas pelo BCB, Tesouro Nacional e Congresso Nacional.

Os autores analisam com base na abordagem minskyana os vários canais por meio dos quais as respostas de política econômica relaxaram a restrição de sobrevivência das famílias, empresas e instituições financeiras. Para conter a deflação de ativos e restaurar a liquidez do sistema financeiro doméstico, a taxa de juros básica (Selic) foi reduzida pelo BCB, alcançando o piso histórico de 2% a.a. no terceiro trimestre de 2020, enquanto o Conselho Monetário Nacional (CMN) reduziu os requerimentos de reserva dos bancos e reduziu o índice de cobertura de liquidez.

Um segundo conjunto de ações correspondeu a programas de assistência à liquidez e à criação de instrumentos especiais de financiamento para instituições financeiras, especialmente bancos de médio porte. As medidas facilitaram a rolagem dos passivos das instituições financeiras, evitando a escassez de recursos financeiros observada na crise de 2008. Usando a terminologia de Minsky, os autores apontam que a fragilidade financeira e a instabilidade financeira foram contidas pelas ações do *Big Bank*, no Brasil.

Paralelamente, o mercado de crédito desempenhou papel precípua no combate ao aumento da fragilidade financeira de firmas e famílias. Ao contrário do ocorrido na crise financeira de 2008, as medidas de apoio ao crédito foram orientadas por critérios alocativos de mercado, mas não pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Destacam-se o relaxamento de requerimentos de capital e dos requerimentos regulatórios para empréstimos (incluindo regras para provisionamento de crédito), como também a criação de linhas especiais de financiamento de pequenas e médias empresas com fundos de garantia públicos. Além disso, as instituições financeiras ficaram isentas de aumento do provisionamento para empréstimos renegociados e a classificação dos novos empréstimos se deu de acordo com os parâmetros pré-crise (*credit scores*).

Portanto, não houve injeção de recursos públicos nos bancos, mas redução no custo do capital e criação de espaço nos balanços dos bancos, a fim de acomodar o aumento de empréstimos e promover a demanda por ativos financeiros. Porém, o aumento do crédito dependia da preferência pela liquidez dos bancos. No contexto de forte incerteza, apenas os bons devedores, como grandes firmas, tiveram acesso a mais crédito como resultado dos incentivos regulatórios citados.

Deste modo, um conjunto adicional de medidas foi implementado para viabilizar o acesso a recursos financeiros pelas famílias e pelas micro, pequenas e médias empresas (PMEs). Foram estruturados fundos de garantia públicos para o crédito às PMEs com taxas de juros reduzidas e elevados prazos de carência, no âmbito de três programas de linhas de crédito com distintos objetivos relacionados às PMEs, sendo a garantia de empregos e o pagamento da folha de salários um desses objetivos. Para estes programas, foram centrais a atuação, capilaridade e *expertise* de bancos públicos, como o BNDES e o Banco do Brasil, e de bancos privados.

No caso das famílias, a criação pelo Congresso Nacional do Auxílio Emergencial, um programa temporário de transferência de renda para famílias com renda menor que três salários-mínimos, foi fundamental para evitar um desastre no que se refere à pobreza e à fome. Inicialmente com um valor de R\$ 600,00 mensais durante cinco meses e de R\$ 300,00 por mais quatro meses, o programa, que foi suspenso no final de 2020, teve que ser reeditado em meados de 2021 e amenizou a restrição de sobrevivência e a fragilidade financeira das famílias.

Os autores avaliam que este conjunto de medidas mitigou o choque de liquidez decorrente da crise e evitou que o sistema financeiro nacional se tornasse disfuncional, isto é, evitou a instabilidade financeira de Minsky. Porém, a recuperação do sistema foi desbalanceada, com os preços dos ativos ultrapassando os níveis anteriores à crise, mas com as PMEs e as famílias ainda sob muita pressão, devido à pequena recuperação dos níveis deprimidos da demanda agregada e à precarização do mercado de trabalho.

Ademais, a busca, por meio da política econômica, de redução da fragilidade financeira das unidades não foi renovada em 2021, seja pelo retorno à austeridade fiscal, em particular a contenção de gastos públicos, seja pelo aumento da taxa de juros básica (Selic), naquele ano. Os autores concluem que este quadro pode levar a um aumento da fragilidade financeira das famílias, que poderá ter efeitos deletérios sobre a pobreza e a insegurança alimentar no país, como também sobre o mercado de crédito e a rentabilidade dos bancos.

Para Martins, Torres Filho e Macahiba, a reversão progressiva das medidas monetárias e financeiras não deve gerar uma situação de instabilidade financeira no país, na ausência de uma grande turbulência nos mercados financeiros globais. Porém, unidades não financeiras como as famílias e pequenas empresas poderão ter desequilíbrios cada vez maiores em seus balanços, enquanto a concentração de capital no país deve avançar, no âmbito do crescimento das fusões e aquisições.

Os autores apontam que a inflação, a estagnação econômica e turbulências no mercado financeiro doméstico associadas à má condução das políticas fiscal e monetária são desafios para a evolução da fragilidade financeira no país após 2021. Ações combinadas do *Big Bank* e do *Big Government* são requeridas para se alcançar os objetivos de vida digna para todos, segurança financeira e justiça social, mas, tais aspirações dificilmente serão concretizadas se o quadro de política econômica adotada até 2021 não for modificado. Martins, Torres Filho e Macahiba concluem, nesta ótima análise de cunho minskyano, que as chances de uma recuperação desigual e desequilibrada se transformar em depressão ou estagflação no Brasil não são desprezíveis.

Portanto, trata-se de livro que traz análises profundas e alternativas à visão convencional da economia, investigando aspectos instigantes dos regimes monetários dos principais países da América Latina e das políticas implementadas por seus bancos centrais, em especial aquelas voltadas para combater a inflação e a crise econômica decorrente da Covid-19. Por isso, o livro *Central Banks and Monetary Regimes in Emerging Countries: Theoretical and Empirical Analysis of Latin America* é muito útil e interessante para diversos grupos de pessoas: economistas, inclusive professores e alunos de graduação e de pós-graduação em economia, e pessoas de outras áreas de formação, inclusive jornalistas especializados e formuladores de políticas públicas.