

Monografia de Final de Curso

João Pedro von Studnitz Araujo

Matrícula: 1920620

Orientadora: Maria Claudia Gutierrez



VULNERABILIDADES DAS ECONOMIAS EMERGENTES FRENTE À POLÍTICA MONETÁRIA DO FEDERAL RESERVE (*Fed*)

João Pedro von Studnitz Araujo

Matrícula: 1920620

Orientadora: Maria Cláudia Gutierrez

**VULNERABILIDADES DAS ECONOMIAS EMERGENTES FRENTE
À POLÍTICA MONETÁRIA DO FEDERAL RESERVE (*Fed*)**

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realiza-lo, a nenhuma fonte de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Rio de Janeiro, 1º de dezembro de 2023

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

Agradecimentos

À minha família, por me amarem e me aconselharem nas decisões mais importantes da minha vida. Ao meu pai, Ricardo, por me mostrar que tudo na vida é possível através do esforço e da dedicação. À minha mãe, Patrícia, por me ensinar que a vida é um conjunto muito grande de variáveis e que não temos o pleno controle sobre tudo. À minha irmã, Maria Antônia, por me mostrar diferentes perspectivas da vida. Ao meu irmão, Gabriel, por me mostrar que a disciplina é indispensável. À minha namorada, Izabel, por me ensinar o lado mais doce da vida e me apoiar constantemente.

Aos meus companheiros de trabalho por acreditarem e confiarem em mim. Ao Arthur, pelos valiosos conselhos. Ao Guilherme, por me mostrar que as ideias mais geniais devem ser simples de transmitir. Ao Kaio, por me instigar a sempre querer aprender mais.

Nada disso seria possível sem vocês.

Sumário

1. Introdução	9
1.2 Contexto Histórico	10
1.3 Motivação	13
2. Revisão de Literatura	14
3. Vulnerabilidades Fiscais	16
4. Vulnerabilidades Externas	27
4.1 Câmbio	35
5. Índice de Vulnerabilidades	39
6. Conclusão	44
7. Referências Bibliográficas	47

Lista de Figuras:

Figura 1. Taxa de Câmbio GBPUSD.

Figura 2. Índice do Dólar, DXY.

Figura 3. LATAM: Dívida pública como porcentagem (%) do PIB.

Figura 4. CEEMEA: Dívida pública como porcentagem (%) do PIB.

Figura 5. EM's: Não-residentes em posse da dívida pública como porcentagem (%) do total da dívida.

Figura 6. EM's: Total da dívida sobre a maturidade média, como porcentagem (%) do PIB.

Figura 7. EM's: Maturidade média da dívida, em anos.

Figura 8. EM's: Parcela da dívida que vai maturou/vai maturar em 2023 (somados), como porcentagem (%) do PIB.

Figura 9. EM's: Juros pagos ao longo de 2023, como porcentagem (%) do PIB.

Figura 10. EM's: Balança geral.

Figura 11. EM's: Necessidade de financiamento em 2023, como porcentagem (%) do PIB

Figura 12. LATAM: Dívida pública do setor privado, como porcentagem (%) do PIB.

Figura 13. CEEMEA: Dívida pública do setor privado, como porcentagem (%) do PIB.

Figura 14. LATAM: Saldo em conta corrente, acumulado 12 meses, como porcentagem (%) do PIB.

Figura 15. CEEMEA: Saldo em conta corrente, acumulado 12 meses, como porcentagem (%) do PIB.

Figura 16. LATAM: Balança Básica.

Figura 17. CEEMEA: Balança Básica.

Figura 18. LATAM: Dívida externa de curto prazo, como porcentagem (%) das reservas.

Figura 19. CEEMEA: Dívida externa de curto prazo, como porcentagem (%) das reservas.

Figura 20. LATAM: Reservas como meses de importações, média de 12 meses.

Figura 21. CEEMEA: Reservas como meses de importações, média de 12 meses.

Figura 22. LATAM: Dívida externa de curto prazo, como porcentagem (%) das exportações.

Figura 23. CEEMEA: Dívida externa de curto prazo, como porcentagem (%) das exportações.

Figura 24. EM's: Índice de câmbio real (jan/1998 = 100).

Figura 25. LATAM: Taxa de câmbio real efetiva, desvio da média (2014 – 2019)

Figura 26. CEEMEA: Taxa de câmbio real efetiva, desvio da média (2014 – 2019).

Figura 27. Função normal padrão.

Lista de Tabelas:

Tabela 1. EM's: Vulnerabilidades fiscais.

Tabela 2. EM's: Vulnerabilidades Externas.

Tabela 3. EM's: Vulnerabilidades totais.

Tabela 4. EM's: CDS de 5 anos.

1. Introdução

O Federal Reserve (*Fed*) é o banco central dos Estados Unidos, sendo responsável pela condução autônoma da política monetária dos EUA, com mandatos definidos e sem subordinação ao Poder Executivo. Sua independência é definida por legislação do Congresso Norte-Americano, e de acordo com o duplo mandato a ele atribuído, cabe ao Fed manter os preços estáveis e o máximo nível de emprego na economia. O próprio Fed deve definir suas metas para inflação ao consumidor e para taxa de desemprego a longo prazo

Nas últimas décadas, a maioria dos Bancos Centrais passou a definir metas para a taxa básica de juros como instrumento principal de política monetária. A autoridade monetária define uma meta para a taxa básica de juros e implementa seus diversos instrumentos (*tools*), sobretudo as operações de mercado aberto, para atingir essa meta. No caso do Fed, o FOMC (*The Federal Open Market Committee*) estabelece a meta intervalar para a taxa básica de juros *Fed Funds* (juro americano no mercado interbancário), visando atingir a estabilidade de preços e do nível de emprego no médio/longo prazo em suas reuniões de política monetária.

No entanto, dada a importância da economia norte-americana no cenário global, as decisões do Fed têm repercussões que se estendem além das fronteiras dos EUA, afetando todas as economias do mundo e, principalmente, economias emergentes. Sendo assim, quando por exemplo o banco central americano aumenta a meta para sua taxa básica, tudo mais constante, por uma questão de paridade de taxas de juros em escala global, fica marginalmente mais atrativo alocar capital nos Estados Unidos frente às outras economias. Ou seja, o dólar norte-americano se fortalece frente às outras moedas do mundo. Por outro lado, pela ótica dos países emergentes, com um câmbio doméstico mais fraco na margem,

ficaria mais caro importar, causando em algum grau, mais inflação para o país em questão, o que pode requerer aumentos nas taxas básicas de juros pelos bancos centrais das economias emergentes. O contrário também é verdade.

Sendo assim, para um banco central de país emergente, é importante sempre estar atento aos próximos passos do Fed para poder lidar com as flutuações do mercado financeiro global e ajustar a postura de sua política monetária. Dada a complexidade das economias emergentes e os seus riscos idiossincráticos, é natural que cada país tenha uma vulnerabilidade diferente frente aos Estados Unidos. Neste sentido, o objetivo desta monografia é entender qualitativa e quantitativamente como as decisões de política monetária do Fed podem ter impacto sobre a vulnerabilidade de determinadas economias emergentes, incluindo o Brasil.

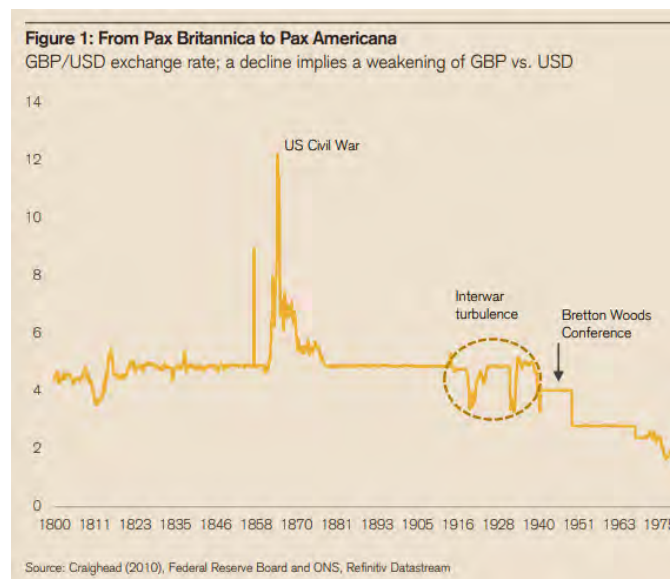
1.2 Contexto Histórico

Vivemos, hoje em dia, em um mundo aonde o dólar americano (*USD*) é a moeda central da economia mundial. Ou seja, exportadores, por exemplo, quando vão exportar seus produtos para outro país, em outras palavras, eles vão trocar este produto por uma quantia equivalente em unidade monetária. Esta troca acontece, naturalmente, em dólares americanos (*USD*). Após esta troca (retenção de dólares americanos pela ótica do exportador), o país em questão acumula dólares domesticamente. Tudo mais constante, a conta corrente do país em questão (e a balança de pagamentos por consequência direta) fica com uma variação positiva. Importante notar que dado $\Delta BP > 0 \rightarrow \Delta Reservas > 0$. Sendo assim, o país acumula riqueza. Essa riqueza, por sua vez, é administrada pelo Banco Central. Entretanto, essa troca sempre aconteceu em dólares? Ou melhor, o dólar sempre foi o ativo central do sistema monetário mundial? Para responder essa pergunta, devemos voltar no passado, especificamente no acordo de Bretton Woods.

Em 1944, uma conferência em Bretton Woods, *New Hampshire*, foi, na verdade, um acordo entre diversos países visando o futuro do sistema monetário internacional, que estava extremamente instável por conta de duas guerras (a segunda ainda em andamento),

hiperinflação (em alguns países) e uma crise financeira austera (crise da bolsa de Nova Iorque, em 1929). Sendo assim, ficou acordado um sistema de câmbio fixo dólar-ouro. Isso significa que os demais países tinham os seus câmbios fixados em dólares americanos que, por sua vez, era fixado no ouro, no valor de USD 35.00 por onça troy (*28.34 gramas*). Vimos que o dólar foi um ativo extremamente seguro (*safe heaven*) durante a validade do Bretton Woods. Abaixo, um gráfico do GBPUSD (GBP -> Great Britain Pound) desde 1800 até hoje.

Figura 1. Taxa de Câmbio GBPUSD.



Fonte: Credit Suisse

Seguindo, vamos, agora, observar como que o dólar se comportou após o término do acordo de Bretton Woods. Aqui, vamos utilizar o DXY, que é um índice que acompanha o preço do dólar no tempo. Quando maior esse índice, mais forte (mais valorizado) está o dólar frente ao mundo.

Figura 2. Índice do Dólar, DXY.



Fontes: Bloomberg, Formulação Própria

A movimentação do preço (*price action*) do dólar em alguns eventos relevantes na história é bem importante, onde, em grandes crises (econômicas e sanitárias), como a crise da Ásia, crise do Euro e na pandemia, por exemplo, foram eventos onde o dólar americano se fortaleceu frente às outras moedas. Importante notar, que, em períodos de crise, dado o grau elevado de incerteza, o fluxo de capitais internacionais naturalmente vai para os Estados Unidos, o que fortalece o dólar frente ao mundo. Além disso, em momentos onde a inflação dos Estados Unidos estava elevada (1980 e 2021, por exemplo), com a elevação do juro americano para combater a inflação, o dólar, naturalmente, se fortaleceu (obs: Paul Volker, nos anos 80 com a crise do petróleo e o aumento desenfreado dos preços, elevou o juro americano em dois dígitos, dando um choque de credibilidade para combater a inflação elevada que durou uma década o que fez com que o dólar dobrasse de valor em um curto período de tempo).

Ou seja, após Bretton Woods, o dólar continuou sendo um ativo seguro para o mundo. Pela ótica dos países emergentes, a saída de capital para os Estados Unidos, se traduz em um aumento de vulnerabilidade. Isso porque, com uma saída relevante de dólar na economia doméstica em questão, $\Delta BP < 0 \rightarrow (\text{isso implica em}) \Delta Reservas < 0$. Ou seja, perda de riqueza.

1.3 Motivação

Durante o curso de ciências econômicas, me identifiquei rapidamente com macroeconomia. Sendo assim, fui monitor de Macro I, lecionado pelo professor Rogério Werneck. Em seguida, tive aula de Economia Monetária com a professora Maria Claudia Gutierrez e a sua dedicação durante às aulas me fizeram gostar ainda mais de macroeconomia e política monetária. Hoje, trabalho com macroeconomia na TRUXT cobrindo países emergentes. A motivação para este tema de monografia é contribuir para a análise de países emergentes e entender os riscos e vulnerabilidades idiossincráticas de cada país a partir da construção de um índice de vulnerabilidades.

O mundo de maneira geral vivenciou 11 anos de “*bull-market*” pós o GFC (*Great Financial Crisis*) até a pandemia. Países desenvolvidos não vivenciaram a inflação nos níveis atuais há mais de 40 anos. Nos últimos três anos, vivenciamos uma pandemia e uma guerra que adicionaram mais incerteza e volatilidade nos mercados. Pela ótica dos países emergentes e seus formuladores de políticas, é crucial entender as fragilidades individuais para poder navegar as incertezas à frente. Para mim, uma das coisas fundamentais na cobertura de países emergentes é a análise comparativa entre países do mesmo bloco (LATAM e CEEMEA, por exemplo). Sendo assim, quero através desta monografia compartilhar e, possivelmente, melhorar, mesmo que marginalmente, o estudo de países emergentes.

2 Revisão de Literatura

A grande base para essa monografia é o controle fiscal realizado semestralmente pelo FMI (Fundo Monetário Internacional). Sendo assim, nada mais justo do que contar, brevemente, a sua história. O FMI foi fundado em 1944, mas o seu conceito começou um pouco antes, em 1930. Após a grande depressão (1929), em 1930, os Estados Unidos se encontravam em uma recessão profunda e os países do mundo buscavam competir internacionalmente. Dessa forma, os países depreciaram fortemente a sua moeda doméstica a fim de atrair mais exportadores para o mercado internacional. Ao mesmo tempo, um controle austero de capital foi realizado, a fim de mitigar a posse de moeda estrangeira. Entretanto, tais ações, na verdade, diminuíram o global trade (troca global) em 66% em apenas 3 anos. Este evento incentivou a criação do FMI, entidade responsável por fiscalizar o sistema monetário internacional, em 1944, na conferência de Bretton Woods.

Após o GFC (*Great Financial Crisis*) em 2008 com a crise do *subprime*, os países ao redor do mundo necessitavam de pacotes fiscais advindos dos seus respectivos governos para amenizar e impulsionar, fiscalmente, a atividade econômica doméstica, mitigando os impactos de longo prazo da recessão. Por outro lado, o alto endividamento preocupava os formuladores de política do FMI. Assim, em 2009, foi criado o *Fiscal Monitor* (Monitor Fiscal) do FMI. Inicialmente, o exercício constava em alertar a trajetória e o nível da dívida pública de muitos países a partir das projeções do fundo. Assim, o fundo estabeleceu uma rotina semestral de um controle fiscal entre países, com tópicos relevantes para o momento, em linha com o seu mandato de vigilância.

Olhando para a trajetória deste controle, podemos dizer que ele foi muito importante para alinhar e ancorar as expectativas dos agentes. Isso porque, as pessoas por trás deste controle são economistas renomados que fazem um trabalho excelente em passar um conhecimento sem fronteiras para diversos países. Nesse sentido, isso encorajou outros economistas de outros locais a fazerem algum controle fiscal comparativo. A partir de então, diversos artigos foram publicados sobre o assunto e cada instituição possui o seu. Após a leitura de

diversos artigos sobre eu escolhi, além do controle fiscal do FMI, o controle fiscal do *Morgan Stanley* e do *Nomura* para me auxiliar na construção desta monografia.

Hoje, o nível da dívida dos países é muito maior do que era em 2009, quando o primeiro controle fiscal foi publicado. Sendo assim, olhando para o futuro, o acompanhamento das variáveis e exercícios propostos pelo FMI vão ser de extrema importância. Um dos objetivos desta monografia é, também, acompanhar as principais variáveis propostas em cada controle.

3 Vulnerabilidades Fiscais

Vimos, anteriormente, que um fluxo negativo de recursos em um país emergente é uma forma de vulnerabilidade. Entretanto, seria muito simplório pensar em vulnerabilidade de um país somente por uma mesma ótica. Sendo assim, vamos abrir o leque do que é a vulnerabilidade de um país. Vulnerabilidade, na verdade, não é uma coisa única, e sim, um conjunto de fatores que podem levar à algum desequilíbrio. O Fundo Monetário Internacional (*FMI*) descreve a vulnerabilidade fiscal, por exemplo, como uma situação em que o governo é exposto à possibilidade do fracasso de honrar com as suas contas públicas. De forma geral, uma vulnerabilidade nada mais é do que uma condição em que os riscos de cauda (cenários de baixíssima probabilidade) podem se materializar.

Primeiramente, os títulos de dívida pública dos países emergentes não são livres de risco. Existe uma probabilidade, mesmo que pequena, do país em questão dar *default* (*não pagamento*). Quanto maior o risco de crédito, maior a taxa de retorno exigida nestes títulos para os investidores comprarem os títulos. Esses movimentos estão relacionados, majoritariamente, à saúde fiscal do país. Além disso, vamos observar as contas externas e suas aberturas para tentar capturar riscos relacionados ao fluxo de capital. Ou seja, a nossa análise, vai se basear em três grandes blocos: 1. Variáveis Fiscais. 2. Variáveis Externas. 3. Câmbio.

Vamos utilizar os seguintes países para a nossa análise: Argentina (*ARS*), Brasil (*BRL*), Chile (*CLP*), México (*MXN*) e Colômbia (*COP*) compondo a América Latina (*LATAM*). Para o bloco *CEEMEA* (*Central Europe Middle East Asia*), vamos utilizar os países: África do Sul (*ZAR*), Polônia (*PLN*), Hungria (*HUF*), Turquia (*TRY*, *TUR*). Eu escolhi esse conjunto de países para tentar capturar comportamentos de países emergentes em diferentes continentes.

Primeiramente, a relação $\frac{\text{Dívida Pública}}{\text{PIB}}$ é um bom começo da nossa análise fiscal. Isso porque, quanto maior essa proporção, mais endividado o governo do país está e,

consequentemente, maior a probabilidade de *default*. Além disso, com uma dívida muito alta, o custo dela (pagamento de juros, por exemplo), em nível, também é maior.

Figura 3. LATAM: Dívida pública como porcentagem (%) do PIB.

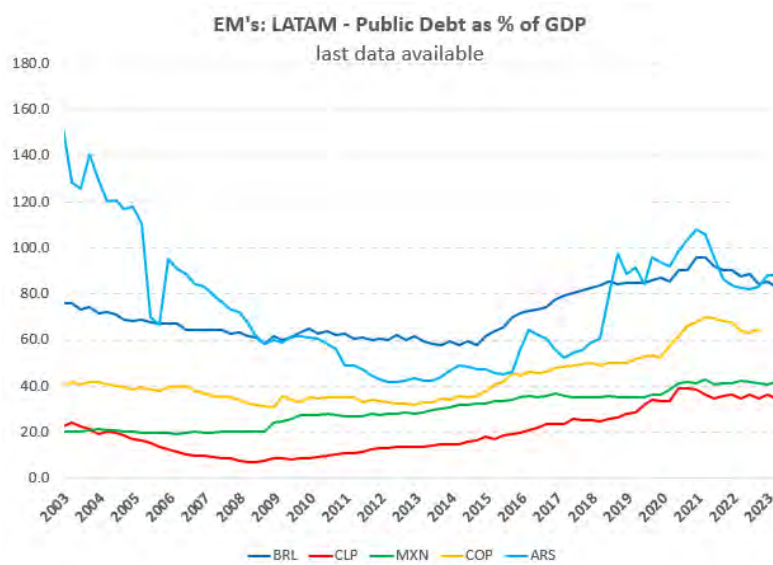
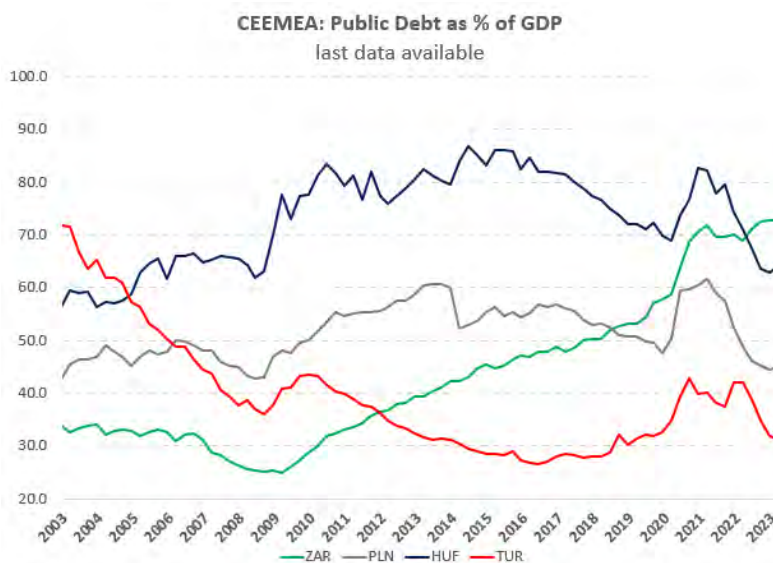


Figura 4. CEEMEA: Dívida pública como porcentagem (%) do PIB.



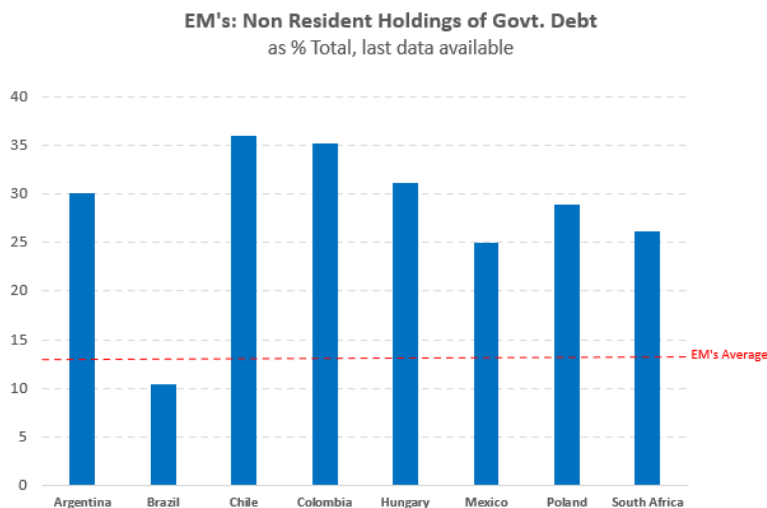
Fontes: Bloomberg, BIS, Formulação Própria

A partir da formulação dos gráficos, podemos inferir que, em momentos de recessão, essa razão tende a aumentar. Em momentos de um alto grau de incerteza, na maioria das vezes, os governos dos países tendem a gastar um montante maior de recursos. A pandemia (2020), é um ótimo exemplo, onde, os países em geral, se endividaram para fazer programas sociais/transferência direta de renda para a população (pacotes fiscais expansionistas). Ao mesmo tempo, por conta da falta de mobilidade social, o PIB dos respectivos países contraiu significativamente. Sendo assim, a razão $\frac{Dívida}{PIB}$, aumentou. Cabe ressaltar a África do Sul, que se endividou constantemente após a crise de 2008. Além disso, o México, foi um país que não fez pacotes fiscais expansionistas durante a pandemia.

Além do nível da dívida, a composição da dívida também é muito relevante. Sendo assim, temos basicamente dois tipos de tomadores de dívida (credores) soberana: 1. Residentes. 2. Não residentes. Quanto maior a proporção de credores não residentes, mais dependente de financiamento externo está o país em questão. Ou seja, um aumento desta proporção, claramente aumenta a probabilidade de uma fuga de capital repentina. Isso porque, o apetite para risco do investidor financeiro é volátil.

(Nos próximos gráficos de barra, vamos incluir uma média de quarenta (40) países emergentes para fins comparativos. Esta média foi realizada e divulgada pelo FMI para o período).

Figura 5. EM's: Não-residentes em posse da dívida pública como porcentagem (%) do total da dívida.

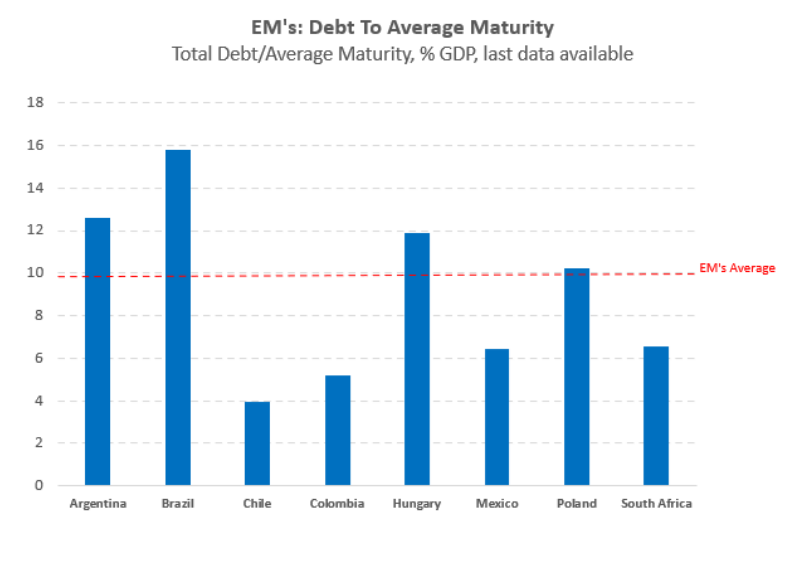


Fontes: FMI, Formulação Própria

Chama a atenção o Brasil, que possui uma parcela muito baixa em relação à média dos países emergentes e de seus pares propostos neste exercício.

Seguindo, além da composição da dívida em relação à composição dos tomadores deste passivo, é relevante incluir, também, a composição da maturidade (prazo de vencimento) da dívida. Caso eles sejam muito curtos, o país em questão corre riscos de não pagamento com muitos vencimentos, no curto prazo. Sendo assim, vamos pegar o estoque da dívida e dividir pela maturidade média. Esta variável representa qual é a parcela da dívida, como % do PIB, que deve ser paga, em média, anualmente. (Abaixo, um gráfico sobre).

Figura 6. EM's: Total da dívida sobre a maturidade média, como porcentagem (%) do PIB.



Fontes: FMI, Formulação Própria

Neste gráfico, o Brasil, por exemplo, deve pagar, em média, 16% do total da sua dívida anualmente. Por outro lado, o Chile, deve pagar, em média, menos de 4% do total da sua dívida anualmente.

Vamos incluir, também, a maturidade média da dívida e a parcela da dívida que venceu/vai vencer em 2023. Esse cálculo de quanto venceu + o quanto vai vencer, totalizando o total de vencimentos em 2023, foi realizado pelo FMI. (Abaixo, os gráficos em questão).

Figura 7. EM's: Maturidade média da dívida, em anos.

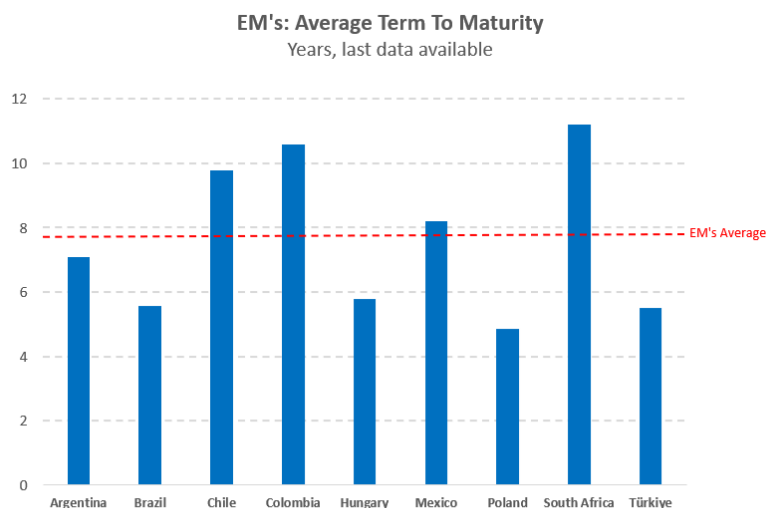
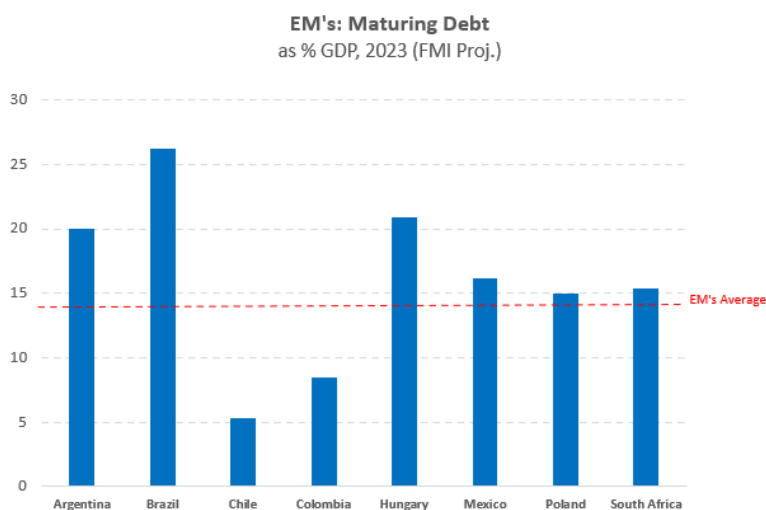


Figura 8. EM's: Parcela da dívida que vai maturou/vai maturar em 2023 (somados), como porcentagem (%) do PIB.

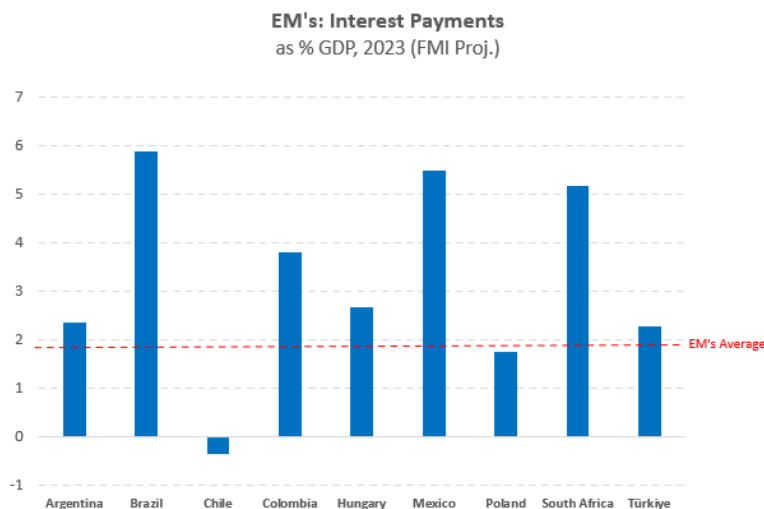


Fontes: FMI, Formulação Própria

Seguindo, estamos em um momento de taxas de juros muito elevadas, não só nas economias emergentes, como no mundo todo. Como juros é o custo do capital, com um

governo de um país não seria diferente. Então, quanto maior a taxa básica de juros, a rigor, maiores são os retornos dos títulos de dívida pública. Ou seja, mais recursos devem ser destinados para o pagamento dos credores, sem amortizar o principal da dívida.

Figura 9. EM's: Juros pagos ao longo de 2023, como porcentagem (%) do PIB.

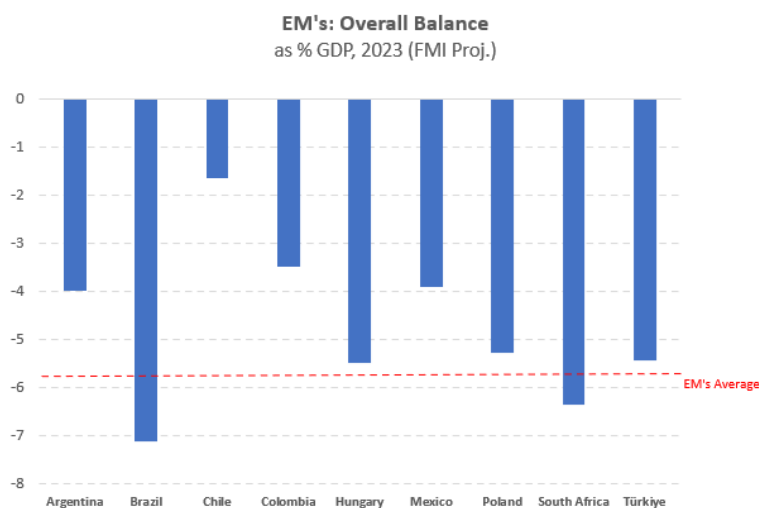


Fontes: FMI, Formulação Própria

Algumas coisas me chamaram a atenção nesse gráfico. A primeira delas, é que o Brasil, como % do PIB, gasta mais com o pagamento de juros da dívida do que a África do Sul.

As receitas de um país, muitas vezes, não são suficientes para cobrir, por completo, as despesas que um país possui em um determinado ano. Ao pegar o total da receita e diminuir da despesa no mesmo período de tempo (no nosso exemplo, em um ano), ficamos com o déficit primário. Entretanto, o déficit primário não contabiliza o montante destinado ao pagamento de juros. Sendo assim, vamos somar o déficit primário com pagamento de juros (*Overall Balance*). (Abaixo, um gráfico sobre)

Figura 10. EM's: Balança geral.

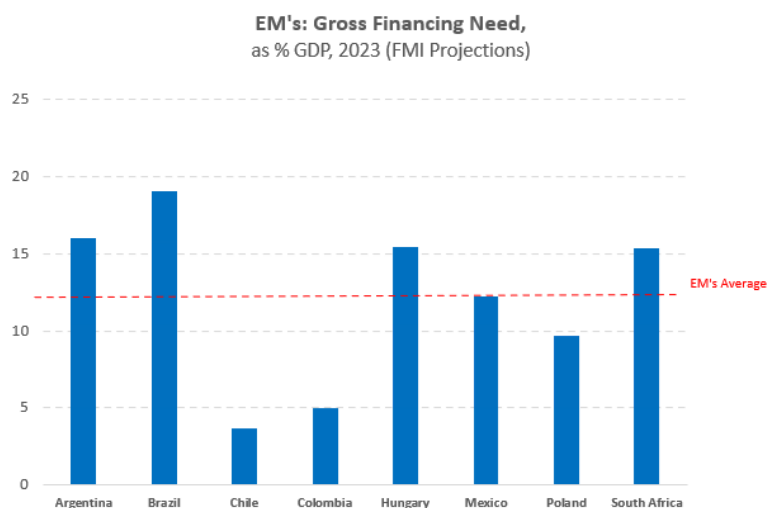


Fontes: FMI, Formulação Própria

Neste métrica, o Brasil, comparativamente, está em uma posição mais vulnerável.

À medida que o tempo vai passando, os governos dos países dão continuidade aos projetos em andamento, como por exemplo: obras públicas, incentivos fiscais, transferência direta para a parcela da população mais vulnerável, pagamentos de salários aos servidores públicos, investimentos em diferentes setores (educação, saúde, transporte, segurança pública, entre outros). Ou seja, ao longo do tempo, os governos precisam continuar se financiando. Com uma necessidade alta de financiamento, o país em questão deve se endividar ainda mais. De acordo com o FMI, a necessidade de financiamento é o déficit para aquele ano mais o montante que vai maturar/maturou (vencer/venceu, expirar) naquele ano (abaixo, um gráfico sobre)

Figura 11. EM's: Necessidade de financiamento em 2023, como porcentagem (%) do PIB



Fontes: FMI, Formulação Própria

Até então, analisamos diferentes métricas fiscais em relação ao setor público. Sendo assim, faz sentido incluir, também, a relação $\frac{\text{Dívida do Setor privado}}{\text{PIB}}$. Quanto maior essa razão, mais ativo é o canal de crédito na economia (mais sensível é o crédito em relação à política monetária). Ou seja, as empresas tomadoras de crédito (atrelados à taxa de juros básica) são sensíveis à movimentos na curva de juros, principalmente, na parte longa da curva (empréstimos para as empresas, normalmente, são realizados em prazos mais longos). Esse movimento na parte longa da curva de juros reflete, majoritariamente, uma percepção de risco fiscal maior (curva abrindo → juros longos ficando maiores → maior custo de crédito → maior aperto das condições financeiras → menor investimento) ou menor (curva fechando → juros longos ficando menores → menor custo de crédito → menor aperto das condições financeiras → maior investimento). (Segue abaixo dois gráficos separados por região).

Figura 12. LATAM: Dívida pública do setor privado, como porcentagem (%) do PIB.

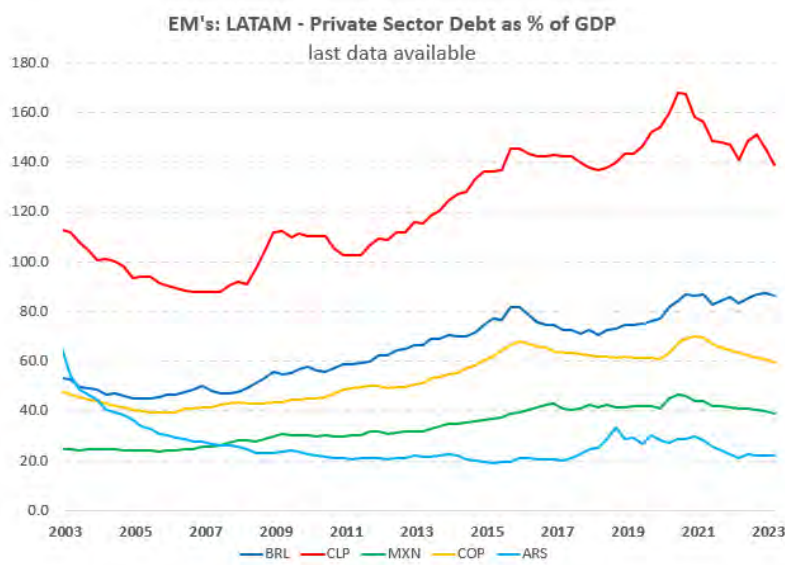
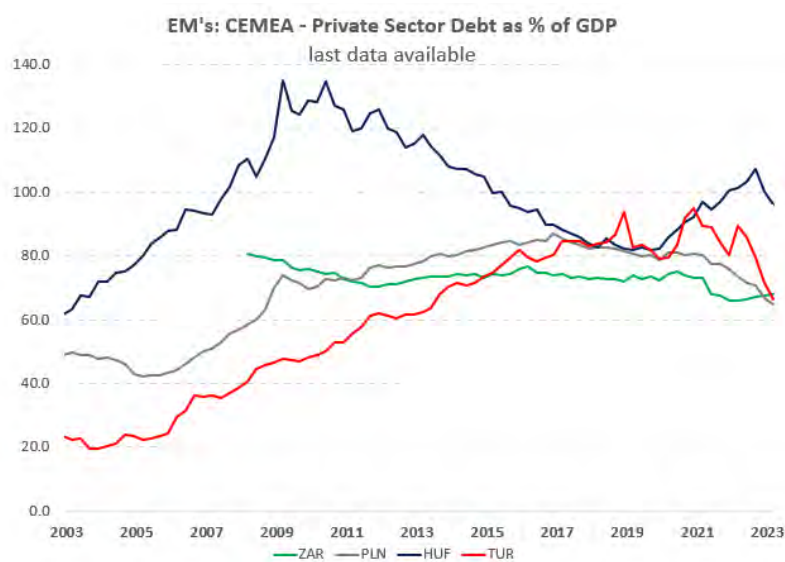


Figura 13. CEEMEA: Dívida pública do setor privado, como porcentagem (%) do PIB.



Fontes: Bloomberg, BLS, Formulação Própria.

Podemos perceber que o Chile, por exemplo, possui uma relação $\frac{\text{Dívida do Setor privado}}{\text{PIB}} > 1$.

Ou seja, além de uma maior vulnerabilidade nesse aspecto, o Chile possui um canal de

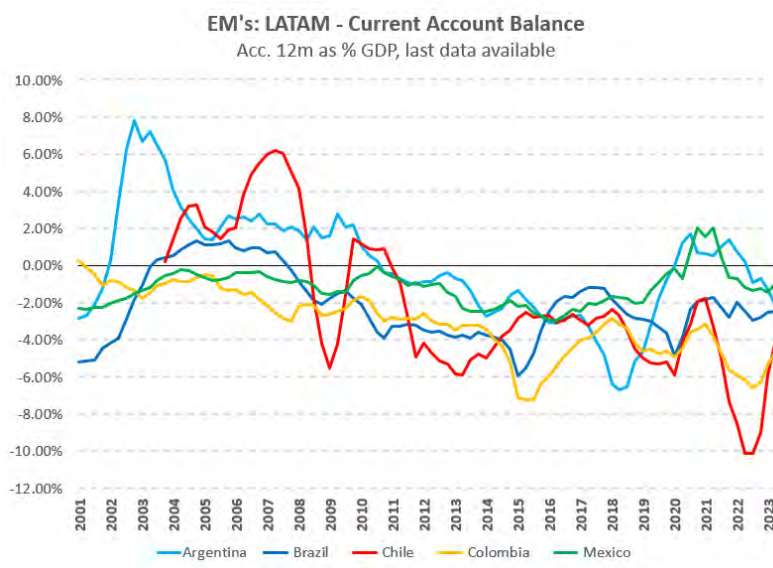
crédito mais ativo (sensibilidade maior às flutuações na curva de juros → passthrough mais forte da política monetária). Por outro lado, o México, por exemplo, possui um canal de crédito menos sensível aos movimentos na taxa básica de juros, definido pelo seu Banco Central. Isso porque o México é um país menos alavancado no setor privado.

4 Vulnerabilidades Externas

Agora, vamos observar algumas aberturas nas contas externas do país. Desequilíbrios nas contas externas se traduzem em riscos de fuga de capital que é uma vulnerabilidade que tem como consequência variações na taxa de câmbio. Vimos, anteriormente, que $\Delta BP > 0 \rightarrow \Delta Reservas > 0$. A balança de pagamentos (BP), possui três grandes aberturas: 1. Conta corrente. 2. Conta Financeira. 3. Conta Capital (não vamos analisar todas as aberturas nesta monografia). Vale frisar que todos os dados que estamos utilizando das contas externas estão de acordo com as normas importadas pelo FMI no BPM6 (*Balance of Payments and International Investment Position Manual - Sixth Edition*). Nesta edição, os resultados nas contas financeiras são expostos da seguinte forma: Sinal positivo para os ativos externos e sinais negativos para os passivos externos. Nesse sentido, fazemos (ativos – passivos) para encontrar o saldo da conta financeira. Entretanto, de acordo com a métrica do FMI, um sinal negativo no saldo da conta financeira implica em uma entrada de dólares (passivos externos no país em questão). O contrário também é verdade \rightarrow sinais positivos na conta financeira implicam em uma saída de dólares da economia (ativos externos). Sendo assim, nas contas que vamos fazer a seguir, multipliquei por -1 (menos um) as aberturas propostas na conta financeira presentes nesta monografia. Essa manipulação vale, somente, para a conta financeira. A conta corrente, por sua vez, é expressa de uma maneira mais intuitiva: sinais positivos nos saldos implicam em uma entrada de dólares na economia e vice versa.

Vamos começar analisando a conta corrente. É interessante capturar movimentos mais longos desta variável. A rigor, a divulgação da conta corrente é dada em trimestres. Vamos então, somar quatro trimestres deste saldo e dividir pelo PIB anual nominal do país (soma móvel de 4 trimestres sobre o PIB do ano t , em questão). Fazemos essa soma, por dois motivos. O primeiro deles é para tentar capturar a tendência do movimento. O segundo, é para tirar a sazonalidade do dado, o que prejudica a análise.

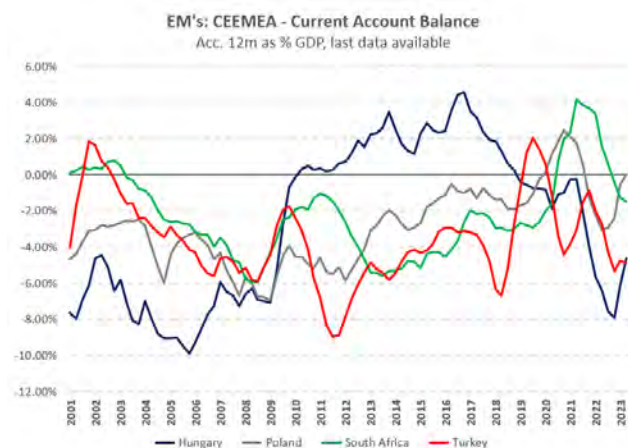
Figura 14. LATAM: Saldo em conta corrente, acumulado 12 meses, como porcentagem (%) do PIB.



Fontes: Bloomberg, Formulação Própria.

Vemos no gráfico acima que todos os países analisados da América Latina, na margem, estão com contas correntes deficitárias (pela métrica proposta, acc. 12m. como % do PIB).

Figura 15. CEEMEA: Saldo em conta corrente, acumulado 12 meses, como porcentagem (%) do PIB.

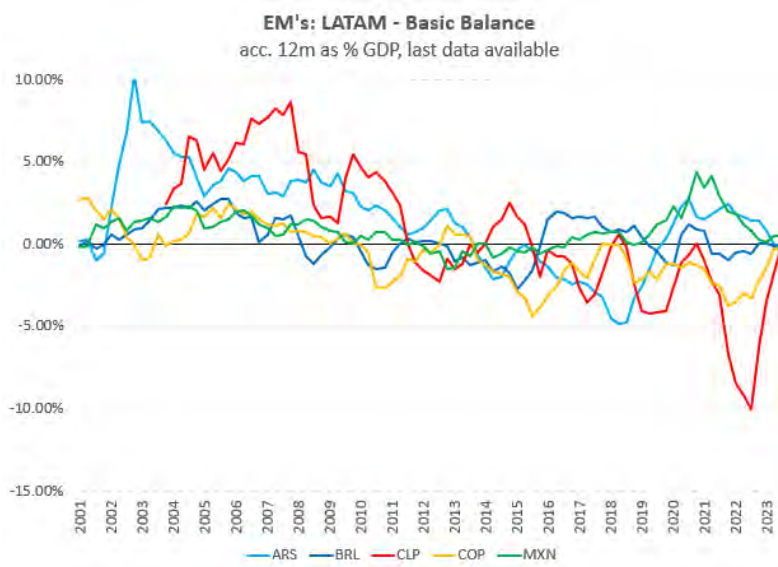


Fontes: Bloomberg, Formulação Própria.

Vemos no gráfico acima que a Polônia, por exemplo, está com o seu déficit em conta corrente zerado, pela métrica proposta.

Dando continuidade, uma análise do déficit/superávit da conta corrente pode nos induzir a tirar conclusões rasas. Isso porque, um déficit em conta corrente pode ser compensado por superávit no investimento direto (uma das aberturas da conta financeira → parte da balança de pagamentos do país). Isso se chama *Basic Balance* (Balança Básica). Esse saldo é justamente a soma desses dois fluxos (conta corrente + investimento direto). Vamos, novamente, somar quatro trimestres deste saldo e dividir pelo PIB anual nominal do país.

Figura 16. LATAM: Balança Básica.

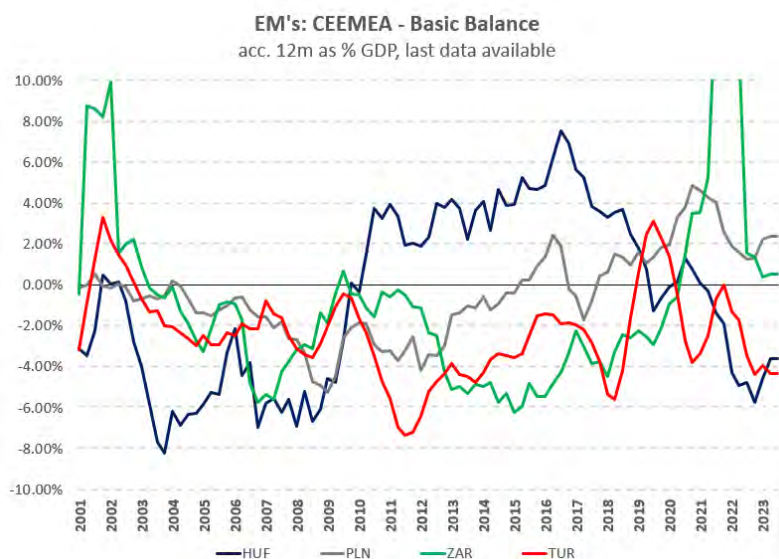


Fontes: Bloomberg, Formulação Própria.

Vemos, um quadro diferente do anterior (saldo em conta corrente somente). Agora, vemos alguns países superavitários nessa métrica, como o México, por exemplo, que

possui uma quantidade, em % do PIB, relevante em investimento direto, o que mitiga o déficit em conta corrente do país.

Figura 17. CEEMEA: Balança Básica.



Fontes: Bloomberg, Formulação Própria.

Para *CEEMEA*, mais países são superavitários no saldo da balança básica.

Em geral, na margem, temos uma balança básica menos deficitária (ou mais superavitária) para os países que estamos analisando. Isso nos diz que tais países possuem um fluxo positivo de dólar no investimento direto.

Seguindo, outra variável interessante de ser analisada, é a $\frac{\text{Dívida Pública Externa}}{\text{PIB}}$. Dentro da dívida externa, para esse exercício, nos interessa somente a $\frac{\text{Dívida Pública Externa de Curto Prazo}}{\text{Reservas}}$. Eu escolhi utilizar as reservas como denominador, pois, em um cenário de muito estresse, no limite, o país poderia quitar toda a dívida externa de curto prazo com suas reservas caso essa fração seja menor do que 1. Ou seja, quanto maior

essa relação, maior a probabilidade de não pagamento da dívida externa de curto prazo do país. (Seguem abaixo os gráficos separados por região)

Figura 18. LATAM: Dívida externa de curto prazo, como porcentagem (%) das reservas.

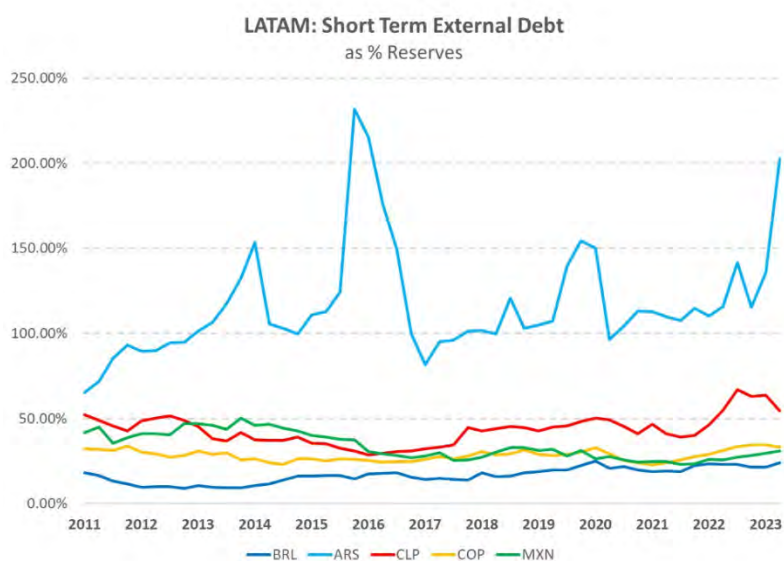
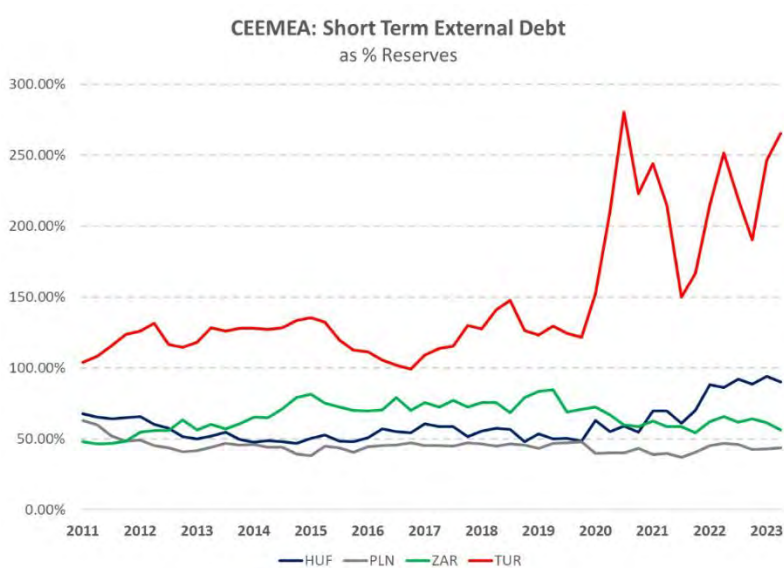


Figura 19. CEEMEA: Dívida externa de curto prazo, como porcentagem (%) das reservas.



Fontes: Bloomberg, Formulação Própria.

Na margem, vemos alguns países que possuem essa razão > 1 . Sendo assim, a Argentina e a Turquia, por exemplo, são países que chamam muito a atenção por possuírem um problema claro de reservas (das duas, uma: ou as reservas são muito baixas, ou a dívida externa de curto prazo que é alta. De qualquer forma, ambos os países citados estão vulneráveis nesta métrica).

Faz sentido, também, incluir as reservas como meses de importações. Essa manipulação com os dados nos diz: quantos meses de importação podemos pagar com o nível atual de reservas. Entretanto, por conta da sazonalidade do dado, vamos fazer a média móvel de 12 meses, para mitigar esse efeito sazonal. (Segue abaixo dois gráficos, separados por região).

Figura 20. LATAM: Reservas como meses de importações, média de 12 meses.

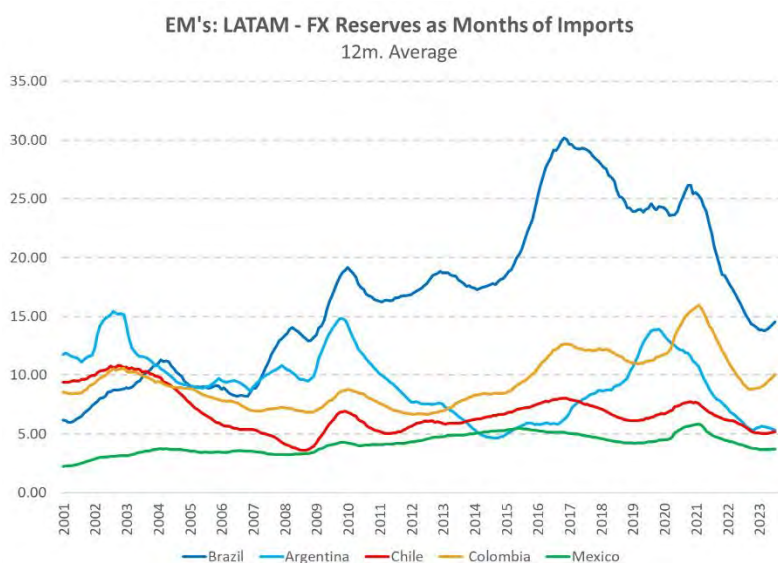
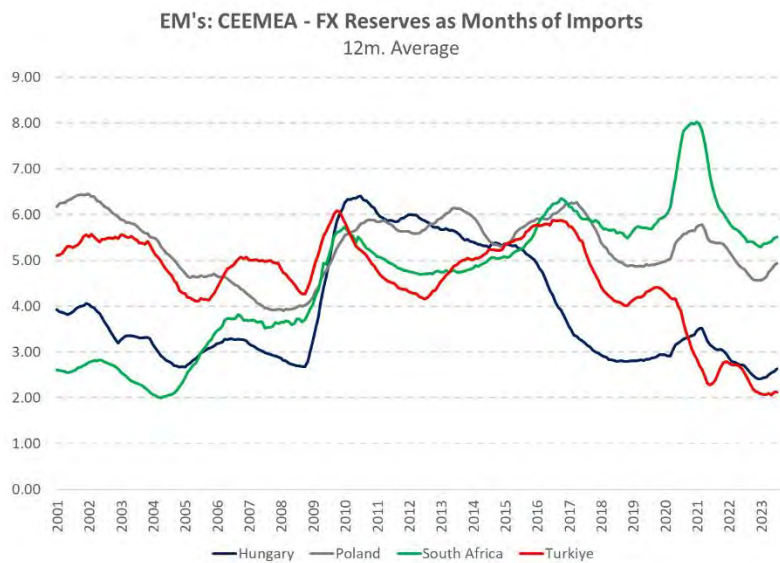


Figura 21. CEEMEA: Reservas como meses de importações, média de 12 meses.



Fontes: Bloomberg, Formulação Própria.

Chama a atenção os países da *CEEMEA* por possuírem, na média, menos meses de importações dado o nível de reservas.

Por fim, faz sentido, também, incluir alguma métrica com as exportações, sendo assim, vamos adicionar dívida externa de curto prazo como porcentagem das exportações. Vale comentar que as manipulações envolvendo as contas externas levam em consideração os fluxos e o colateral (garantia → Tudo mais constante, mais importações implicam riscos para o nível de reservas. Ao mesmo tempo, comparativamente, as exportações aliviam os riscos advindos da dívida externa de curto prazo). Para a construção do gráfico, a fim de anular a sazonalidade das exportações, vamos utilizar uma soma móvel de doze (12) meses.

Figura 22. LATAM: Dívida externa de curto prazo, como porcentagem (%) das exportações.

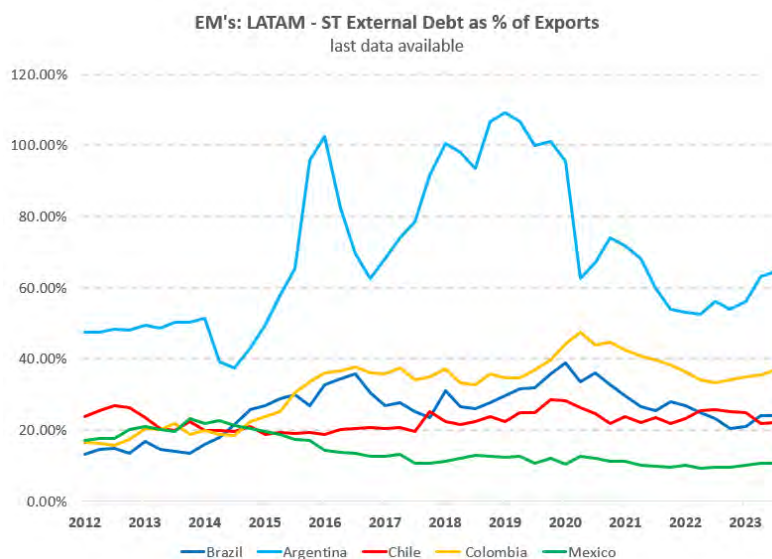
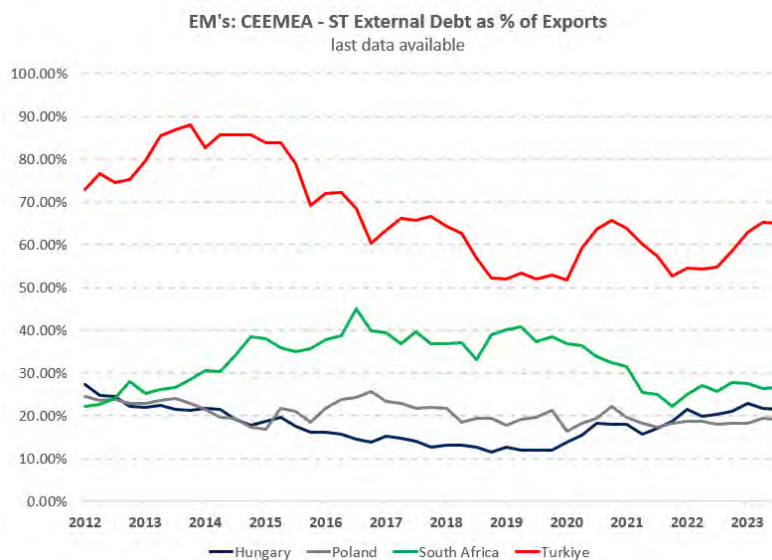


Figura 23. CEEMEA: Dívida externa de curto prazo, como porcentagem (%) das exportações.



Fontes: Bloomberg, Formulação Própria.

Mais uma vez, a Argentina e a Turquia estão destoando dos demais países (em direção à mais vulnerabilidade externa)

4.1 Taxa de Câmbio

“A taxa de câmbio foi inventada por Deus para humilhar os economistas” – Edmar Bacha.

Em outras palavras, a frase acima quer dizer que os movimentos nas taxas de câmbio entre as economias são muito imprevisíveis. Sabemos, que a taxa de câmbio é uma variável majoritariamente explicada por fluxo (capturado na balança de pagamentos). Entretanto, ainda existem erros e omissões no cálculo da balança de pagamentos. Ademais, esses dados são trimestrais, o que prejudica as explicações de movimentos de curto prazo nas taxas de câmbio. As flutuações do câmbio nominal ocorrem por diversos motivos, podemos citar aqui alguns deles: 1. Diferencial de inflação com os Estados Unidos. 2. Diferencial de Juros com os Estados Unidos. 3. Aversão ao risco. 4. Crescimento Doméstico. 5. Crescimento Mundial, entre outras variáveis.

Em relação ao câmbio, primeiramente, vamos avaliar os movimentos conjuntos reais, agregados por regiões e ponderados pelo respectivos PIB's. Primeiramente, para este tipo de comparação, precisamos colocar todos os câmbios em índice, na mesma base temporal. Escolhi o dia 1º de janeiro de 1998 como base 100 para todos. Além disso, devemos colocar a inflação dos respectivos países em índice, também, tudo na mesma base de comparação (1/1/1998 = 100). Como a inflação é divulgada mensalmente, vemos ter uma observação a cada mês. A partir disso, vamos encontrar a variação real a partir da equação, onde:

$$FXReal_t^a = FXNominal_t^a \cdot \frac{Inflação_t^{Estados Unidos}}{Inflação_t^a}$$

($FXReal_t^a \rightarrow FXReal = \text{Câmbio Real}$; a = país doméstico; t = tempo em meses)

Agora, precisamos ponderar os resultados encontrados pelos respectivos PIB's, dessa forma:

$$FXReal_{LATAM,t} = \sum_{n=1}^4 \frac{FXReal_t^n \cdot PIB_t^n}{PIB_{LATAM,t}};$$

$$PIB_{LATAM,t} = \sum_{n=1}^4 PIB_t^n$$

$n = [Brasil, Chile, Colômbia e México]$, excluímos a Argentina por conta do Peso Argentino, que foi fixado durante um tempo.

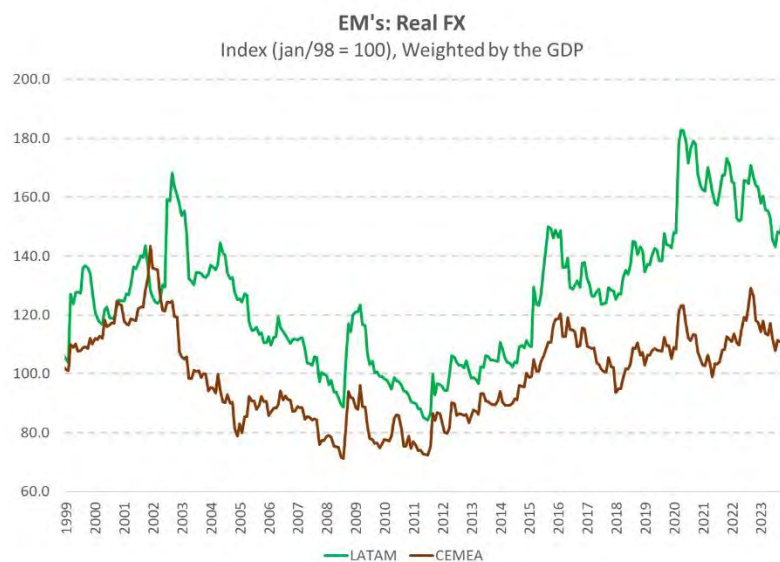
Analogamente, para a região *CEEMEA*, temos:

$$FXReal_{CEEMEA,t} = \sum_{n=1}^3 \frac{FXReal_t^n \cdot PIB_t^n}{PIB_{CEEMEA,t}};$$

$$PIB_{CEEMEA,t} = \sum_{n=1}^3 PIB_t^n$$

$n = [África do Sul, Hungria e Polônia]$, excluímos a Turquia por conta da Lira turca, que foi fixada durante um tempo.

Figura 24. EM's: Índice de câmbio real (jan/1998 = 100).

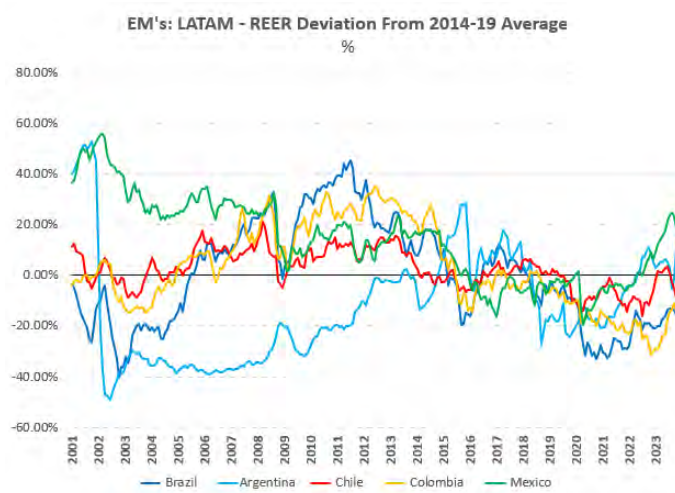


Fontes: Bloomberg, BLS, Autoria Própria

Interessante destacar aqui que em momentos de recessão, como visto anteriormente no capítulo 1.2, o dólar, em geral, se valoriza frente às economias emergentes. Ademais, a partir do gráfico acima, vemos que essa desvalorização, geralmente, é mais expressiva em países da América Latina. Um dos possíveis motivos, é uma aversão maior ao risco entre as economias da América Latina do que nas economias da *CEEMEA*. Por fim, cabe comentar que o $FXReal_{LATAM,t}$ voltou para o nível registrado no pré pandemia.

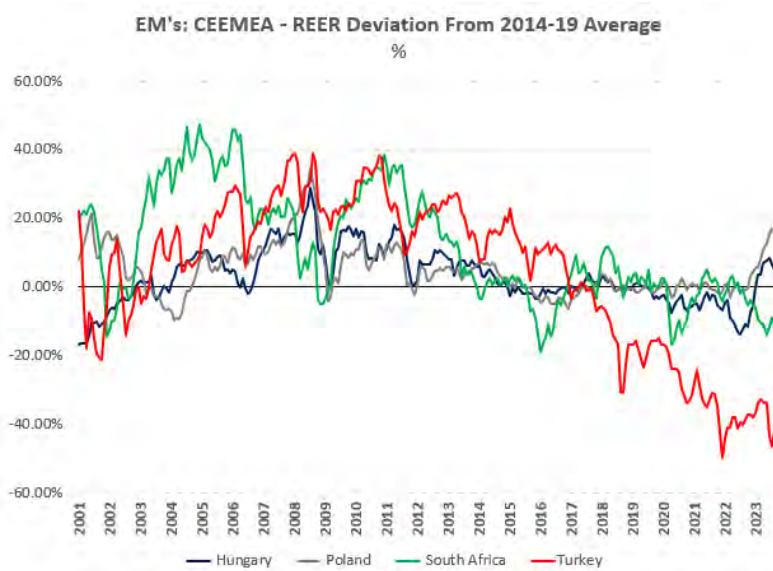
Vamos aprimorar a nossa análise neste bloco. Vamos utilizar, agora, o REER (*Real Effective Exchange Rate*). Esta variável leva em consideração o valor da moeda doméstica frente aos seus maiores pares comerciais (maiores parceiros comerciais, países em que mais se exporta/importava e vice-versa). Além disso, é levado em consideração os movimentos em termos reais, ou seja, descontando a inflação no período. Todas as moedas analisadas estão contra o dólar americano (USD), ou seja, quanto que 1 dólar consegue comprar da moeda doméstica em questão. Vamos utilizar a base de dados do *JPMorgan Chase* distribuídos pela plataforma *Bloomberg*. A ideia neste exercício, é capturar quais países estão acima/abaixo da média imposta no período pré pandemia (2014-2019). Para assim, poder inferir quais moedas estão caras (acima da média proposta) e quais estão baratas (abaixo da média proposta).

Figura 25. LATAM: Taxa de câmbio real efetiva, desvio da média (2014 – 2019)



Na América Latina, vemos que o México está com o seu câmbio mais valorizado do que os seus pares. Assim, o peso mexicano é a moeda, a partir do *REER*, mais cara da região. Por outro lado, o Real Brasileiro é a moeda mais barata da região.

Figura 26. CEEMEA: Taxa de câmbio real efetiva, desvio da média (2014 – 2019).



Chama a atenção no gráfico acima, o quão barata está a lira turca, aproximadamente 30% abaixo da média imposta no período entre 2014-2019. Isso quer dizer que a lira turca é um bom investimento? Não! Não podemos fazer essa inferência a partir da análise de uma variável somente. Como vimos neste capítulo, as movimentações no câmbio são extremamente difíceis de se prever. Dito isso, a lira turca está em constante desvalorização desde 2010, onde passou pelo ponto mais alto da série. Por outro lado, o florim húngaro e o zloty polonês estão acima da média.

5 Índice de Vulnerabilidades

A partir do entendimento das diferentes variáveis e das diferentes dinâmicas entre os países, vamos realizar a construção de um índice de vulnerabilidade baseado nos capítulos anteriores, em dois grandes blocos: 1. Vulnerabilidades Fiscais. 2. Vulnerabilidades Externas (incluindo o câmbio). Nossa amostra de países emergentes é de, somente, nove (9) países. Entretanto, como visto anteriormente, de acordo com o FMI, existem quarenta (40) países classificados como países emergentes. Vamos utilizar uma métrica sugerida pelo *NOMURA*, banco japonês. Entretanto, o banco não dá muitos detalhes em relação à metodologia. Sendo assim, vamos adaptar a metodologia sugerida pelo *NOMURA* para essa monografia.

A partir da análise dos quarenta (40) países emergentes para cada variável proposta nessa monografia, vamos pegar a média de todos para cada linha de análise. Precisamos de um intervalo para a nota neutra (país que se encontra razoavelmente próximo da média). Embora muitos países, quarenta é um número razoavelmente baixo para uma amostra estatística. Dessa forma, vamos utilizar um intervalo usualmente curto para a zona neutra. O primeiro passo é encontrar o desvio padrão de cada uma delas. Em seguida, vamos calcular a zona neutra desta forma:

$$Zona\ Neutra_a = \frac{\sum_{i=1}^n a_i}{n} \pm \frac{1}{2} * \sigma_a ; a = \text{variável desejada}, \sigma_a = \text{desvio padrão de "a"}, n = 40$$

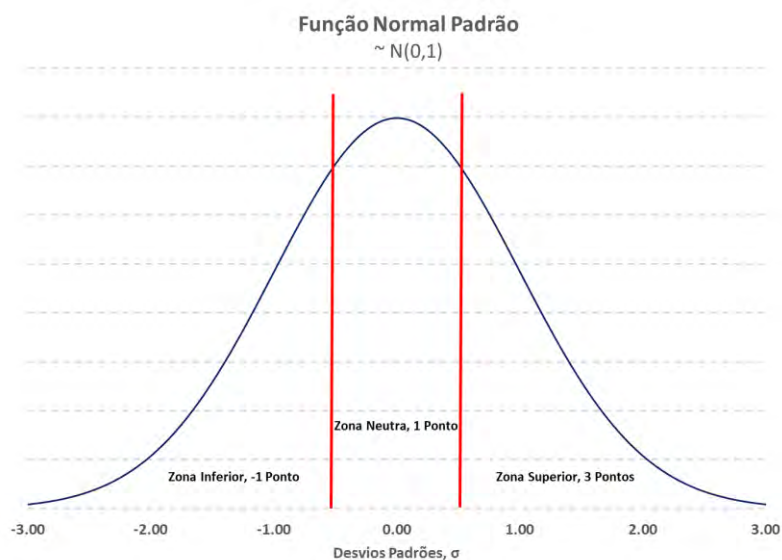
países

Os países que se encontram dentro da zona neutra, vão receber um (1) ponto de vulnerabilidade.

Dando continuidade, países que estiverem acima da zona neutra (em direção à uma maior vulnerabilidade) vão receber três (3) pontos de vulnerabilidade. Por fim, países abaixo da

zona neutra (em direção à uma menor vulnerabilidade) vão receber menos um (-1) ponto. Visualmente, temos:

Figura 27. Função normal padrão.



Sendo assim, vamos aplicar esta metodologia para o primeiro bloco de vulnerabilidade, as vulnerabilidades fiscais. Ficamos com:

Tabela 1. EM's: Vulnerabilidades fiscais.

	Debt as % GDP (Last Data)	Gross Financing Need, 2023	Nonresident Holding of General Government Debt (last data)	Average Term to Maturity, 2023	Debt to Average Maturity, 2023	Overall Balance, 2023	Interest Payments, 2023	Maturing Debt, 2023	Fiscal Score	Ranking
Argentina	3	3	1	1	3	1	1	3	16	2
Brazil	3	3	-1	3	3	3	3	3	20	1
Chile	-1	-1	1	-1	-1	1	-1	1	-2	9
Colombia	1	-1	1	-1	-1	1	3	1	4	8
Hungary	1	3	1	3	1	1	1	3	14	4
Mexico	-1	1	1	1	1	1	3	3	10	6
Poland	1	1	1	3	1	1	1	3	12	5
South Africa	3	1	1	-1	1	3	3	3	14	4
Turkey	-2	0	0	6	0	2	2	0	8	7

Primeiramente, o *Fiscal Score*, é a soma de todos os pontos de vulnerabilidade. O ranking, é a posição de vulnerabilidade fiscal do país em questão. Ou seja, pelas nossas métricas, o Brasil é o país mais vulnerável fiscalmente falando, com um total de 20 pontos de vulnerabilidade. Outra observação importante neste exercício, é que a Turquia não possuía alguns dados. Sendo assim, colocamos a nota 0 nas colunas em que o país não possuía o dado em questão. Entretanto, para ponderar isso, multiplicamos por dois (2), os dados que a Turquia possuía (4 de 8 dados disponíveis para Turquia, ponderando, devemos multiplicar por dois as notas disponíveis).

Dando continuidade, agora, vamos para o segundo bloco da nossa análise: as vulnerabilidades externas. Sendo assim, ficamos com:

Tabela 2. EM's: Vulnerabilidades Externas.

	Basic Balance acc. 12m % GDP	ST External Debt as % Reserves	Reserves as months of impots avg. 12m	ST External Debt % Exports (acc. 12m)	REER deviation from 2014 - 19 Average	External Score	Ranking
Argentina	1	3	3	3	3	13	1
Brazil	1	-1	-1	1	-1	-1	18
Chile	1	1	1	-1	1	3	8
Colombia	1	1	-1	1	-1	1	16
Hungary	3	3	3	-1	1	9	4
Mexico	1	1	3	-1	3	7	11
Poland	-1	1	1	-1	3	3	14
South Africa	1	1	1	1	-1	3	14
Turkey	3	3	3	3	-1	11	1

O *External Score*, é a soma de todos os pontos de vulnerabilidades externas. Da mesma forma do exercício anterior, o ranking é a posição de vulnerabilidade externa do país em questão. A partir da análise da tabela, vemos que a Argentina, Turquia e a Hungria destoam dos demais em relação às vulnerabilidades externas (muito vulneráveis). Por outro lado, o Brasil é o país mais saudável.

Finalizando o exercício, vemos compilar os dois blocos de vulnerabilidades para, finalmente, ter uma nota de vulnerabilidade geral dos países propostos. A nota final de vulnerabilidade é a soma das notas obtidas nos blocos anteriores. Assim, temos:

Tabela 3. EM's: Vulnerabilidades totais.

Vulnerability Ranking	Country	Fiscal Score	External Score	Vulnerability Score
1	Argentina	16	13	29
2	Hungary	14	9	23
3	Brazil	20	-1	19
4	Türkiye*	8	11	19
5	South Africa	14	3	17
6	Mexico	10	7	17
7	Poland	12	3	15
8	Colombia	4	1	5
9	Chile	-2	3	1

Ou seja, de acordo com as nossas regras, a Argentina é o país mais vulnerável e, ao mesmo tempo, o Chile é o país menos vulnerável.

Por fim, vemos comparar os resultados obtidos com o indicador mais utilizado para medir o risco de um país, o *CDS (Credit Default Swap)* de 5 anos. O *CDS* é um derivativo que foi criado como uma forma de seguro em relação ao emissor de um título (*bond*). Ou seja, um agente pode se proteger contra o risco de default, pagando um prêmio pré-definido. Sendo assim, quanto maior o prêmio pago pelo assegurado, maior o risco embutido no país em questão. Dito isso, vamos ordenar, do maior para ao menor, os países em relação aos seus *CDS*.

Tabela 4. EM's: CDS de 5 anos.

CDS Ranking	Country	CDS 5Y
1	Argentina	1812.41
2	Turkey	338.82
3	South Africa	241.49
4	Colombia	197.98
5	Brazil	148.14
6	Hungary	143.37
7	Mexico	97.47
8	Poland	66.93
9	Chile	58.08

Podemos perceber que, os resultados obtidos pelo nosso exercício se assemelham com os resultados propostos pela análise do *CDS*. Isso porque, o país mais vulnerável, a Argentina, é o país com o maior prêmio exigido pelo *CDS*. Ao mesmo tempo, o país menos vulnerável, o Chile, é o país com o menos prêmio exigido pelo *CDS*.

6 Conclusão

Vimos, nos capítulos anteriores, que os países possuem riscos idiossincráticos distintos. O Brasil, por exemplo, destoa dos demais países em relação aos riscos fiscais. Ao mesmo tempo, o Brasil é um país muito saudável em relação aos riscos externos. Com um nível de reservas elevado, o risco de não pagamento das suas dívidas externas é mitigado. Vale lembrar o conceito apresentado no capítulo 1: $\Delta BP > 0 \rightarrow \Delta Reservas > 0$. Nesse sentido, diante das métricas apresentadas ao longo da monografia, o Brasil não tem um problema de financiamento externo.

Nesta monografia, estamos analisando, basicamente, uma foto no tempo com as últimas divulgações disponíveis para cada variável. Além disso, muitas variáveis propostas por esta monografia são divulgadas trimestralmente, o que prejudica o acompanhamento *real time* dos riscos. Esse é o principal motivo para o *CDS* não encaixar perfeitamente com o ranking proposto. Entretanto, o exercício é ótimo para encontrar os polos: o país mais vulnerável e o país menos vulnerável. Mesmo mudando a metodologia das notas de cortes, iríamos obter a Argentina como o país mais vulnerável e o Chile como menos vulnerável. A grande questão é que os países do meio da tabela iriam mudar de posição. Ou seja, a sensibilidade é alta para países que estão muito próximos um do outro no *Ranking* de vulnerabilidades.

Atualmente, com os juros americanos em níveis muito elevados, o controle deixa claro algumas medidas que podem ser tomadas pelos formuladores de política em relação ao cenário externo. Nesse sentido, a Argentina, por exemplo, claramente está com um nível muito baixo de reservas e, por consequência, um risco elevado de não pagamento ao credor externo. Esse é o principal motivo pelo qual a Argentina, atualmente, está tomando empréstimos do FMI (incapacidade de atrair dólares para a economia). Importante adicionar que com a abertura da curva de juro americana, naturalmente, por efeito preço, o nível de reservas cambiais dos países diminui. Isso porque, boa parte dessas reservas dos países ficam alocadas em *Treasuries* americanas (Títulos de dívida do tesouro americano).

Sendo assim, quanto maior as oscilações para cima na curva de juros, menor o preço unitário das *Treasuries* e menor é o nível de ativos dentro da balança de reservas internacionais de um país.

Em relação ao controle fiscal, também. O Brasil, é o país com a maior vulnerabilidade fiscal no nosso controle. Atualmente, uma das grandes discussões sobre o Brasil é a capacidade de fechar 2024 com déficit primário zerado (indicado previamente pelos os formuladores de políticas). Sendo assim, com problemas claros em relação aos âmbitos fiscais, rapidamente a discussão sobre a mudança nesta meta veio à tona. Nesse sentido, o *price action* recente na curva de juros Brasileira demonstra esse medo constante com as contas públicas.

Em geral, o controle proposto funciona bem para pegar um contexto geral de um país emergente e suas respectivas vulnerabilidades. Além disso, o controle consegue capturar bem as maiores fragilidades de cada um. Entretanto, comparativamente, para países que estão muito próximos um do outro, o nosso sistema não funciona bem. Exemplo: A África do Sul, dentro das métricas propostas, é um país menos vulnerável do que o Brasil. Entretanto, é muito precipitado fazer esta afirmação. Isso porque as variáveis utilizadas não levam em consideração, por exemplo, a solidez das instituições políticas, a estabilidade e liquidez do sistema financeiro, o PIB per capita, a robustez da regulação das atividades financeiras, entre outras variáveis.

Hoje, estamos passando por um momento de inflação elevada no mundo todo. Por conta disso, as taxas de juros no mundo estão, também, estão muito elevadas. Tudo bem que alguns bancos centrais, como o o Banco Central do Brasil, Chile, Polônia e Hungria já começaram o ciclo de cortes de juros. Entretanto, o nível de aperto monetário ainda segue muito elevado. Ao mesmo tempo, o *Federal Reserve* ainda não cortou juros e, olhando para frente, isso pode acabar freando os Bancos Centrais de países emergentes a pausar o corte/cortar os juros em menor magnitude. Esta combinação de juros elevados nos Estados Unidos e países emergentes começando o ciclo de afrouxamento monetário antes dos

Estados Unidos, podem exacerbar tais vulnerabilidades exploradas por esta monografia. Sendo assim, pela ótica dos formuladores de política monetária dos países emergentes, é importante ter essas vulnerabilidades em seus controles de risco, pois, são em momentos de estresse que crises severas acontecem. Hoje, dia 1º de dezembro de 2023, o mercado não está colocando mais no preço uma alta de juros americano. Entretanto, os membros do *Federal Reserve*, na margem, explicitam a sua vontade de manter o juro elevado por mais tempo. Nesse caso, um cenário improvável seria mais uma alta nos juros americanos, provocando movimentos relevantes em todos os ativos do mundo e, possivelmente forçando os Bancos Centrais de países emergentes a reagirem de acordo. E, o que seria agir de acordo? Seria, por exemplo, utilizar, as reservas cambiais para, pelo menos no curto prazo, apreciar a moeda doméstica artificialmente em casos de depreciações muito agressivas. Nesse caso, países com elevadas vulnerabilidades externas não teriam essa flexibilidade toda. Em um cenário de uma segunda onda inflacionária no mundo, por exemplo, os Bancos Centrais emergentes seriam forçados à elevar ainda mais os juros. Nesse caso, países que pagam um nível elevado com os juros da dívida, como o Brasil, teriam que emitir ainda mais títulos públicos a fim de se financiar, elevando o montante pago com juros (o que é danoso para as contas nacionais). Por fim, em um cenário de uma recessão nos Estados Unidos provocada pelo elevado nível de aperto monetário ia exigir, possivelmente, que as economias emergentes realizassem mais pacotes fiscais para evitar que a atividade econômica colapse. Neste cenário, economias mais vulneráveis fiscalmente iam ter mais dificuldade, comparativamente, de se financiar.

7 Referências Bibliográficas

1. Board of Governors U.S. Monetary Policy Spillovers to Emerging Markets: Both Shocks and Vulnerabilities Matter Shaghil Ahmed, Ozge Akinci, Albert Queralto
2. What shapes spillovers from US monetary policy shocks to emerging market economies? Prepared by Erik Andres Escayola, Peter McQuade, Christofer Schroeder and Marcel Tirpák. Published as part of the ECB Economic Bulletin, Issue 2/2023.
3. World Economic Outlook, October 2023: Navigating Global Divergences (IMF, Outubro de 2023)
4. Cooperation and reconstruction (1944-71, IMF)
5. The State of Public Finances: A Cross Country Fiscal Monitor (IMF, Novembro de 2009)
6. The Future of the Monetary System (Leading perspectives to navigate the future, Credit Suisse Research Institute)
7. Asia Economic Monthly (Asia's Vulnerability scoreboard, Nomura)
8. Quantifying Fiscal Risk Premia in EM Fixed Income Markets, Morgan Stanley
9. Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition (BPM6), IMF.