

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS

Luiza Papparounis de Souza

O impacto do *Quantitative Easing* do *Federal Reserve* na Indonésia.

São Paulo

2022

Luiza Papparounis de Souza

O impacto do *Quantitative Easing* do *Federal Reserve* na Indonésia.

Monografia submetida à apreciação de Banca Examinadora do Departamento de Economia, como exigência parcial para a obtenção do grau de bacharel em ciências econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho

São Paulo

2022

O autor desta obra autoriza sua publicação eletrônica na Biblioteca Digital da PUC-SP.

Este trabalho é somente para uso privado de atividades de pesquisa e ensino. Não é autorizada sua reprodução para quaisquer fins lucrativos. Esta reserva de direitos abrange a todos os dados do documento bem como seu conteúdo. Na utilização ou citação de partes do documento é obrigatório mencionar nome da pessoa autora do trabalho e demais itens da referência bibliográfica.

Ficha Catalográfica

Souza, Luiza Paparounis.

O impacto do *Quantitative Easing* do Federal Reserve na Indonésia. / Luiza Paparounis de Souza – São Paulo, 2022

41 p.

Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação em Ciências Econômicas

Orientador: Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho

1. Indonésia 2. *Quantitative Easing*, 3. Impactos. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária

AGRADECIMENTOS

A elaboração desta monografia contou com o auxílio de diversas pessoas, dentre as quais agradeço:

Ao meu orientador, Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho, que me apoiou e me incentivou a realizar este projeto desde a construção da ideia do tema, dando todo auxílio necessário para a elaboração da pesquisa.

Aos professores do curso de Ciências Econômicas da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo que ao longo dos últimos anos, através de seus ensinamentos, permitiram que eu adquirisse capacidade analítica para desenvolver este trabalho.

Aos meus colegas de trabalho que além de contribuíram com bibliografias e debates com relação ao tema, também ajudaram no desenvolvimento da minha capacidade analítica sobre a macroeconomia global.

Por fim, aos meus pais, pelo amor, incentivo e apoio, em especial, a minha mãe, Eleni Paparounis, por ter sempre me incentivado a continuar e me ajudado sempre que possível, sem ela a tarefa com certeza teria sido ainda mais difícil.

RESUMO

A crise do *subprime*, que eclodiu no ano de 2008, levou à utilização de políticas monetária convencionais e políticas monetárias não convencionais. A primeira é conhecida como a política de juros, ou seja, a utilização da taxa básica de juros para estimular a economia, enquanto as medidas não convencionais são usualmente conhecidas como políticas de crédito e de compra de ativos pelo Banco Central. Nesse sentido, a crise que ameaçou o sistema financeiro internacional, acarretou na utilização de outros mecanismos além da taxa de juros, que provocaram uma forte expansão do balanço do Fed e fez com que as políticas não convencionais se tornassem um de seus principais instrumentos de política monetária, através de sua famosa política de *Quantitative Easing* (QE).

A adoção de programas de QE tiveram um enorme impacto nos mercados internacionais, especialmente para os países emergentes, nos quais a Indonésia se enquadra. O QE resultou em uma enorme quantidade de fluxo de capital no mercado, transformando os países emergentes com elevadas perspectivas de crescimento em ambiente mais atrativos.

Com isso em mente, esta análise buscou compreender os efeitos econômicos da política monetária de *Quantitative Easing*, acionada pelos maiores Bancos Centrais, e os impactos que estas medidas tiveram na Indonésia, país que registrou valorização de 17% da sua moeda no período.

Palavras-chave: Indonésia; *Quantitative Easing*; Impactos; Estados Unidos; Política Monetária; Banco Central

ABSTRACT

The subprime crisis, which broke out in 2008, led to the use of conventional monetary policies and unconventional monetary policies. The first is known as the interest policy, that is, the use of the interest rate to stimulate the economy, while unconventional measures are usually known as credit policies and asset purchases by the Central Bank policies. Hence, the crisis that threatened the international financial system, led to the use of other mechanisms besides the interest rate, which caused a strong expansion of the Fed's balance sheet and made unconventional policies become one of its main monetary policy instruments, through its famous Quantitative Easing policy (QE).

The adoption of the QE program has had a huge impact on international markets, especially for emerging countries in which Indonesia is a part of. QE has resulted in a huge amount of capital inflow into the market, transforming emerging countries with high growth prospects into more attractive environments.

Therefore, this analysis sought to understand the economic effects of quantitative easing monetary policy, triggered by the largest central banks, and the impacts that these measures had in the Indonesia economy, a country that recorded a 17% appreciation of its currency in the period.

Keywords: Indonesia; Quantitative Easing; Impacts; United States; Monetary Policy; Central Bank

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Barril do petróleo (USD) - Corrigido pela Inflação	15
Figura 2: Valorização do Dólar ante a Rúpia	16
Figura 3: Produto Interno Bruto (%)	18
Figura 4: Inflação (%)	18
Figura 5: Participação dos setores em % do PIB	19
Figura 6: PIB Per Capita US\$ (PPP) - 2019.....	21
Figura 7: Fed Fund Rates (% a.a.).....	23
Figura 8: Preço Médio das Casas EUA (US\$)	27
Figura 9: Balanço do Federal Reserve (US\$ milhões)	27
Figura 10: Juros (%) - EUA	30
Figura 11: Cotação do Ouro (US\$)	30
Figura 12: Taxa de Desemprego (%) vs Inflação (%)	31
Figura 13: PIB Indonésia (%)	32
Figura 14: Taxa de Juros (%).....	33
Figura 15: CRB - índice das principais commodities negociadas	34
Figura 16: Rúpia vs Força do Dólar (DXY).....	36
Figura 17: Juros de 10 anos (%).....	36
Figura 18: Dados do Setor Externo (US\$ milhões).....	37
Figura 19: Entrada de Capital Estrangeiro (US\$ milhões)	37
Figura 20: Inflação ao Consumidor (%).....	38
Figura 21: Déficit Orçamentário (% do PIB)	39
Figura 22: Enfraquecimento da Moeda Nacional vs Conta Corrente (% do PIB)	40
Figura 23: Desempenho Moedas Fragile Five (04-jan-13=100).....	41
Figura 24: Desempenho dos indicadores em 2013	41
Figura 25: PIB Anual (%)	44
Figura 26: Juros de 10 anos vs Índice Jakarta	45

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Medidas políticas adotadas pelo governo da Indonésia (até set/2013).....	42
---	----

Sumário

Introdução	9
1. Capítulo – Entendendo o Desenvolvimento e o Crescimento da Economia da Indonésia.	12
1.1. Colonização e Independência.	12
1.2. A Crise Asiática de 1997 e seus desdobramentos sobre a economia da Indonésia.	15
1.3. Entendendo a Economia Nacional	19
2. Capítulo – A Crise de 2008 e a reação do Banco Central dos Estados Unidos.	22
2.1. Fatores que levaram a crise	22
2.2. A Crise Financeira Mundial	22
2.3. Mecanismos para combater a crise	28
3. Capítulo – Os impactos da política monetária norte-americana na Economia da Indonésia	32
3.1. O impacto do <i>Quantitative Easing</i>	32
3.2. Os impactos do <i>tapering</i> , redução dos estímulos monetários.	38
Conclusão.....	46
Referências Bibliográficas	48

Introdução

As primeiras duas décadas do século XXI foram marcadas por crises, utilização de mecanismos alternativos de política monetária e o desenvolvimento e ascensão de economias emergentes. Neste interim, os mercados das nações em desenvolvimento têm contribuído cada vez mais com o crescimento global, respondendo por 58% do PIB global em 2016, em comparação com 36% em 1990 (FMI, 2017). A expansão desses países foi seguida por uma rápida elevação no volume de comércio e fluxos de capital, bem como uma crescente complexidade econômica, que emerge principalmente após as medidas que foram adotadas pelos Bancos Centrais para conter a crise do *subprime*.

A depressão que atingiu o mundo em 2008/2009 resultou em uma grave recessão que atingiu as principais economias globais. Como resultado, o *Federal Reserve*¹ passou a utilizar a política de QE como principal ferramenta para estabilizar o sistema financeiro mundial, bem como para aquecer a demanda interna. Dessa forma, a liquidez global passou por um processo de expansão exponencial desde que essas políticas passaram a ser implementadas. De acordo com o documento publicado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), *The Impact of Global Liquidity on Financial Landscapes and Risks in the ASEAN-5 Countries*:

This expansion and transmission of the global liquidity has dramatically changed the global financial landscape. This is evidenced by the growth of nonbanks and credit expansion in many jurisdictions. In addition, near-zero policy rates and large asset purchases by the Federal Reserve and other major central banks have boosted asset prices and fueled investor appetite for risk. (SUNG, 2015, p. 5).

A utilização das políticas monetárias não convencionais, foram transmitidas para estes países em desenvolvimento, especialmente, por três canais: macroeconômicos, comportamentais e financeiros. (Ehrmann & Fratzscher, 2008). O primeiro tem referência ao comércio internacional e a laços bancários e de capital entre os países em desenvolvimento e os países desenvolvidos, impulsionados, principalmente, pelos efeitos da política monetária dos principais Bancos Centrais do mundo no mercado.

Os canais comportamentais fazem referência a tópicos de confiança, tomada de risco e do sentimento dos investidores. O aumento da liquidez nos mercados globais aumenta o sentimento de *risk-on*² incentivando os agentes de mercado a buscar ativos de risco com maior

¹ Federal Reserve – Banco Central dos Estados Unidos da América

² Risk-on é uma expressão muito utilizada no mercado financeiro para se referir a momentos no qual os investidores estão dispostos a tomar mais riscos e buscar ativos que são considerados mais arriscados.

rentabilidade, aumentando a atratividade dos países emergentes. Além disso, o comportamento e a disposição dos agentes econômicos e sua disposição de gastar, assumir riscos e investir, depende da credibilidade do Banco Central.

Os canais financeiros estão associados ao preço dos ativos e suas variações. A política monetária adotada transborda para os emergentes a partir da inflação no preço dos ativos tanto no mercado local, quanto no internacional pelo maior apetite a risco. Por fim, a mudança no preço dos ativos também pode influenciar a atividade econômica, como mudanças nas taxas básicas de juros e valorização da moeda local.

Nesse sentido, a política de QE adotada pelo Fed, ou seja, a compra de títulos de dívida dos agentes de mercado, aumentou a quantidade de dólares em circulação na economia mundial, provocando o enfraquecimento da moeda norte-americana e, conseqüentemente, valorizando as moedas dos países em desenvolvimento, beneficiando o preço das *commodities*, as exportações e os fluxos de capital estrangeiro, impulsionando o crescimento dos países exportadores, com destaque para o Sudeste Asiático³.

QE is associated with appreciation of EM currencies vis-à-vis the currency of source country (in most cases, the US dollar) – despite the few exceptions of single countries in multi-country settings, this result can be seen as a consensus. (BARTKIEWICZ, 2018, p. 71)

O mecanismo utilizado pelo Fed teve impacto positivo na margem sobre as variáveis de atividade econômica, ou seja, crescimento do PIB, aceleração da produção industrial, do comércio e a redução na taxa de desemprego. Contudo, as estimativas de medição são altamente heterogêneas entre os autores.

(Chua et al.,2013) found that a positive shock to US money supply (one tandard deviation) raises EM GDP by 0.2%. Barroso et al. (2013) as well as Halova & Horvath (2015) estimate the impact of US QE on economic activity at 0.4%. QE in the US also raises inflation, while monetary tightening dampens it (Chua et al., 2013; Bhattarai et al., 2015; Barroso et al., 2016) – the per-unit impact is estimated at 0.2-0.4%. The presented sample of empirical studies also includes three studies measuring the effect of ECB's unconventional policies on the CEE region (Halova & Horvath, 2015; Bluwstein & Canova, 2016; Kucharcukova et al., 2016) – all found monetary tightening to be negative for GDP in the region (from -0.3 to -0.4%), industrial output (between -0.2 and -0.1%) and for inflation (from -0.3 to 0.1%). (BARTKIEWICZ, 2018, p. 72).

No curto prazo, os preços das ações e a taxa de câmbio apresentaram valorizações significativas. Já os resultados de médio prazo indicam que o aumento na liquidez pode levar a uma maior inflação nos países emergentes, um crescimento do endividamento e pressão no

³ Sudeste Asiático é uma das seis regiões da Ásia que engloba os seguintes países: Birmânia, Brunei, Camboja, Filipinas, Laos, Malásia, Singapura, Tailândia, Timor-Leste, Vietnã e Indonésia.

mercado cambial. Nesse sentido, o impacto dos mecanismos de QE se mostrou maior nos mercados financeiros do que na economia real.

In terms of magnitude, a liquidity shock in the US has a larger impact on financial markets (equity prices and EMP) compared to the real sector (GDP, inflation) and monetary conditions (credit). This evidence lends support to concerns that QE by the Fed could be one of the push factors for capital flows that has contributed to the build-up of financial imbalances in EMEs. (CHUA, 2013, p.4).

Com isso, percebeu-se que a liquidez global e as mudanças no cenário financeiro contribuíram para mudança no apetite de risco dos investidores. Além disso, por consequência desta política, ocorreu um aumento na emissão internacional de títulos de dívida, empréstimos e depósitos externos nestes países. Contudo, como resultado da volatilidade financeira global, associada ao risco de uma possível mudança na condução política monetária, estas economias ficaram expostas a riscos de crédito, liquidez e taxa de câmbio.

Desta forma, se tem como objetivo deste estudo, compreender os reflexos econômicos das políticas monetárias não convencionais expansionistas, *Quantitative Easing*, adotadas pelo Fed que, conseqüentemente, forneceram ao mercado mundial uma vasta liquidez e impactaram positivamente a economia da Indonésia, podendo ter servido como um dos vetores de crescimento para o país no período.

1. Capítulo – Entendendo o Desenvolvimento e o Crescimento da Economia da Indonésia.

1.1. Colonização e Independência.

A Indonésia, como país independente, é jovem, só conquistando a sua independência após o fim da segunda guerra mundial, após sofrer com a colonização de dois países distintos.

A nação que hoje é a quarta maior economia da Ásia - apenas atrás da China, Japão e Coreia do Sul - e a décima quinta maior do mundo segundo a Paridade do Poder de Compra, é um arquipélago entre o Oceano Índico e o Pacífico, com mais de treze mil ilhas, que abrigam centenas de grupos étnicos.

Semelhante a história dos países colonizados da América, só se tem consistente registro dos acontecimentos históricos a partir da chegada da primeira expedição europeia no país, em 1596, quando os veleiros holandeses chegaram em Banten, cidade no extremo oeste de Java (principal ilha do país). Pela configuração geográfica desafiadora, nos primeiros dois séculos de colonização, a Holanda se fazia presente em um número limitado de ilhas. Neste período, grande parte das regiões permaneceu engajada em suas próprias atividades locais, ligado a agricultura de subsistência e ao comércio regional.

No século XVIII, a agricultura do café e do açúcar tornaram-se os produtos mais importantes da economia do país, e a ilha de Java, onde hoje situa-se a capital Jakarta, tornou-se a área mais importante do arquipélago. Nesta mesma época, a Companhia Holandesa das Índias Orientais tomou o poder dos governantes da ilha, mantendo um firme controle sobre as partes produtivas de Java. Contudo, apesar da companhia alcançar grande sucesso e ser responsável pelo comércio da região, as dificuldades internas e o aumento da concorrência com a Inglaterra provocaram o seu fim em 1799.

Com a queda da Companhia, os postos foram ocupados por tropas britânicas, porém os holandeses logo em 1814 dominaram novamente as terras. Entre 1825 e 1830 ocorreu a primeira revolta dos Javanês, conhecido como a Guerra de Java, liderada pelo príncipe javanês Diponegoro. Contudo, a repressão deste movimento acabou sendo prejudicial financeiramente para os colonizadores, que como solução passaram a explorar ainda mais as terras da colônia, introduzindo o Sistema de Cultivo no país. Este sistema foi adotado com o intuito de aumentar a produção de açúcar e café em troca de uma pequena compensação financeira. Assim, os javaneses foram forçados a cultivar plantios para a exportação, enquanto os chefes de distritos

recebiam generosos incentivos para estimular a produção. A colheita era enviada para a Holanda, que exportava para seus parceiros.

“Although the profits (‘batig slot’) for the Dutch state of the period 1830-1870 were considerable, various reasons can be mentioned for the change to a liberal system: (a) the emergence of new liberal political ideology; (b) the gradual demise of the Cultivation System during the 1840s and 1850s because internal reforms were necessary; and (c) growth of private (European) entrepreneurship with know-how and interest in the exploitation of natural resources, which took away the need for government management” (Touwen, 2008)

Com o fim do sistema de cultivo em 1870, a iniciativa privada passa a ganhar espaço, mas as exportações de matéria-prima seguiram ganhando impulso e permaneciam como a principal atividade lucrativa do país. No início do século XX, a antiga pauta exportadora (açúcar, café, pimenta e tabaco), começou a ser complementada com a adição do comércio exterior de petróleo, borracha e o óleo de palma. As ilhas vizinhas de Java começaram a participar das crescentes exportações, o que levou a uma intensificação do comércio interno no país e geraram um fluxo de importações.

A introdução dos novos produtos na pauta, tornou as exportações ainda mais rentáveis, permitindo a expansão da atividade econômica, com a melhoria do sistema rodoviário, portuário e ferroviário, que permitiram uma maior integração das ilhas e, conseqüentemente, o avanço dos colonizadores.

Nos anos 30, a grande depressão derrubou o mercado exportador mundial, atingindo a indústria açucareira em Java, que não conseguiu se recuperar. Por outro lado, a produção de borracha e da polpa do coco precisaram ser impulsionadas para compensar o baixo preço dos produtos no mercado internacional. A crise acabou provocando medidas protecionistas na colônia, afastando-se das ideias liberais adotadas anteriormente.

“The Depression precipitated the introduction of protectionist measures, which ended the liberal period that had started in 1870. Various import restrictions were launched, making the economy more self-sufficient, as for example in the production of rice, and stimulating domestic integration. Due to the strong Dutch guilder (the Netherlands adhered to the gold standard until 1936), it took relatively long before economic recovery took place.” (Touwen, 2008)

A eclosão da Segunda Guerra Mundial impôs novos desafios para a Indonésia, a queda do comércio internacional e a chegada das tropas japonesas prejudicaram o crescimento da atividade econômica no período.

A ocupação japonesa perdurou de 1942 até 1945, que para ganhar a confiança e aceitação da população, colocaram diversos indonésios em cargos administrativos e buscaram

apoio de líderes nacionalistas e islâmicos. Com o passar do tempo, gradualmente se estabeleciam como “donos das terras”, com as suas políticas mudando de acordo com as exigências da guerra. Em suma, o principal objetivo dos japoneses era que a Indonésia atendesse as suas necessidades de batalha.

Apesar da conquista de uma organização que antedesse os interesses da população por parte dos líderes nacionais indonésios, em 1944, os japoneses sentiram seus interesses sendo atingidos, modificando a organização e adotando um modelo mais rígido. Em agosto de 1945, com a rendição japonesa na Segunda Guerra, os comandantes declararam que libertariam a Indonésia de suas tropas, a tornando independente.

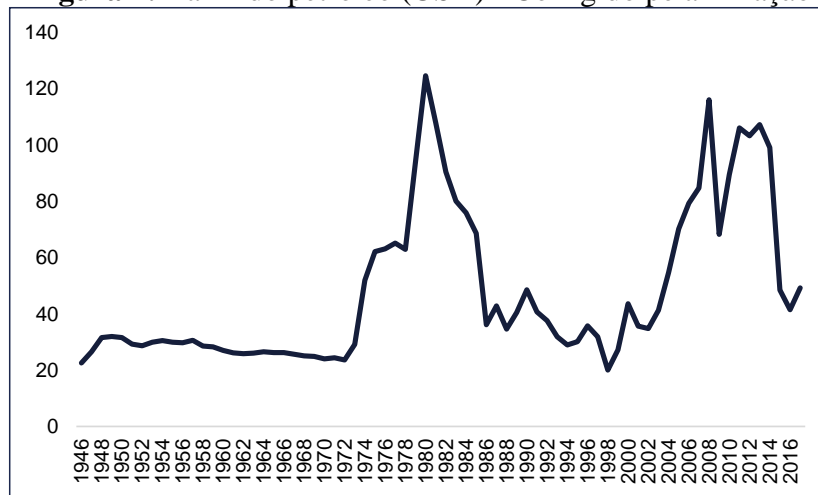
Após a independência, a economia nacional precisou se recuperar dos anos de ocupação que havia enfrentado. Nos primeiros 20 anos de sua independência (1945 -1965), o país enfrentou um período de baixo crescimento econômico e grandes disputas políticas entre o presidente, o exército, o partido comunista e outros grupos. A nova democracia enfrentava problemas cambiais e a baixa entrada de capital estrangeiro, o que dificultava o desenvolvimento econômico nacional. Por outro lado, no período, a busca pela suficiência agrícola provocou grandes investimentos no setor.

O segundo presidente do país, general Soeharto, retomou o fluxo capital com o ocidente e instaurou um longo período de estabilidade política, levando a Indonésia a um período de expansão econômica sob seu regime autoritário, que durou de 1966 até 1997, este período acabou conhecido como o Milagre do Leste Asiático. Ademais, durante seu regime a industrialização começou a ganhar espaço gradualmente na economia.

“In this period industrial output quickly increased, including steel, aluminum, and cement but also products such as food, textiles and cigarettes. From the 1970s onward the increased oil price on the world market provided Indonesia with a massive income from oil and gas exports. Wood exports shifted from logs to plywood, pulp, and paper, at the price of large stretches of environmentally valuable rainforest.” (Touwen, 2008)

A crise do petróleo nos anos 80, sinalizada pela forte queda nos preços da *commodity* obrigou o país a diversificar a sua economia em direção a produtos manufaturados, o que foi beneficiado pela redução das barreiras comerciais.

Figura 1: Barril do petróleo (USD) - Corrigido pela Inflação



Fonte: Macrotrends

1.2. A Crise Asiática de 1997 e seus desdobramentos sobre a economia da Indonésia.

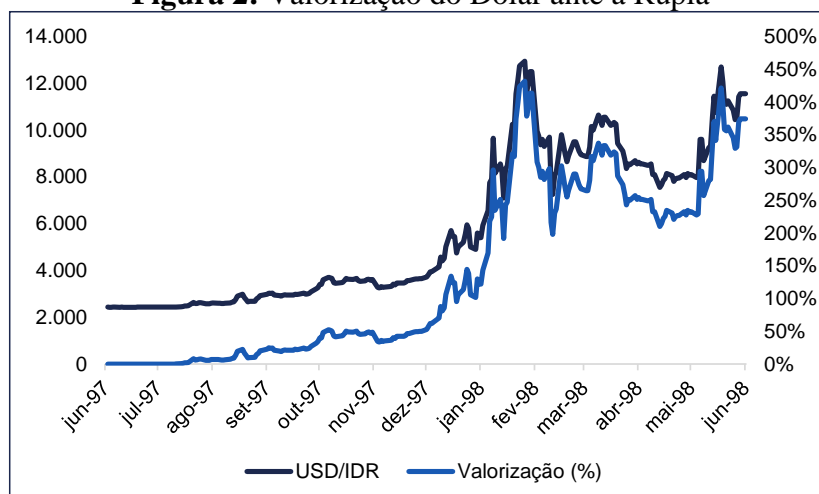
Em suma, a depressão teve início na Tailândia, com a decisão do país de mudar a política cambial para câmbio flutuante, como resposta aos intensos ataques especulativos que o país vinha sofrendo do mercado internacional.

Neste período, a região do Sudeste Asiático vivenciava um alto montante de investimento estrangeiro, decorrente de seu elevado crescimento anual e de suas taxas de juros mais vantajosas em comparação aos países desenvolvidos. Em um primeiro momento, os investidores acreditavam que a Indonésia seria capaz de superar esta crise sem muitos prejuízos, semelhante ao que ocorreu em 1970 e 1980. Contudo, a crise asiática de 1997 atingiu o país em maior magnitude do que seus pares, provocando além de problemas econômicos, revoltas sociais e instabilidades políticas.

A pressão cambial que a Tailândia enfrentou, atingiu Jakarta, forçando o país a adotar o câmbio flutuante em agosto de 1997. Esta mudança na política cambial teve impactos imediatos, provocando uma célere depreciação na moeda nacional, que em aproximadamente 12 meses levou o dólar a valorizar aproximadamente 388% ante a Rúpia. No período anterior à crise, a elevada confiança com o país permitiu que diversas empresas fizessem empréstimos de curto prazo em moeda estrangeira, sem nenhum *hedge*⁴.

⁴ Hedge é um mecanismo financeiro que tem como objetivo proteger um ativo.

Figura 2: Valorização do Dólar ante a Rúpia



Fonte: Bank Indonésia

Dessa forma, a desvalorização da moeda, além de provocar uma forte aceleração da inflação, elevou a dívida de diversas companhias do setor privado, que como resposta recorreram a compra de dólares, contribuindo para uma queda ainda maior do valor da Rúpia e, conseqüentemente, deteriorando ainda mais suas dívidas.

Diante da realidade de que diversas empresas nacionais, incluindo bancos, estariam prestes a vivenciar elevadas perdas e até a falência, sem a capacidade de conseguir novos empréstimos de investidores internacionais, o governo buscou a ajuda do Fundo Monetário Internacional, movimento realizado em outubro de 1997.

Com o intuito de retomar a confiança dos agentes de mercado com a Indonésia, o FMI determinou um resgate de US\$ 43 bilhões, anexado a diversas demandas para os comandantes do país. Em um primeiro momento, o acordo era: fechar 16 bancos privados, parte deles controlados pelo presidente vigente, o fim dos subsídios para alimentos e energia e aconselhou o Banco Central nacional a aumentar a taxa básica de juros da economia. Contudo, as demandas do Fundo acabaram acarretando em diversas conseqüências para a economia nacional, além de não atacar a raiz de boa parte dos problemas.

“Billions of rupiah were withdrawn from saving accounts, restricting the banks' ability to lend and forcing the Central Bank to provide large credits to the remaining banks to avert a complete banking crisis. Moreover, the IMF did not try to curb Suharto's system of patronage that was damaging the country's economy and undermining the IMF accord. This patronage system was Suharto's tool to maintain power; in exchange for political and financial support, Suharto gave powerful positions to his family, friends and enemies (thus becoming cronies).” (Indonesia Investments)

Para contribuir com a deterioração da situação doméstica, o país enfrentava uma grave seca, que provocaram intensos incêndios florestais e danificaram as colheitas, colaborando para a piora da situação inflacionária e o empobrecimento da população. Além disso, as especulações de piora na saúde do presidente Suharto elevaram as tensões, resultando em incertezas políticas.

Como resposta, outros dois acordos foram fechados com o FMI no primeiro semestre de 1998. Em janeiro, o Fundo adicionou ao contrato um detalhado plano de reforma para a economia, incluindo uma rede de segurança nacional, uma eliminação gradual de determinados subsídios e o combate a política de clientelismo do presidente, determinando o encerramento do monopólio de alguns de seus parceiros.

Entretanto, a relutância do Suharto em seguir o programa previamente estabelecido contribuiu para a manutenção da situação negativa no país. Por outro lado, críticos do FMI apontam que a tentativa do Fundo de impor muitas mudanças em um curto período de tempo também resultou na piora do cenário.

Em abril, um terceiro acordo foi costurado, contudo, o Fundo buscou ser mais flexível, permitindo a manutenção dos subsídios alimentícios para as famílias de baixa renda e o aumento na margem da dívida pública. Além disso, pediu que o governo promovesse a privatização de algumas empresas estatais, uma nova lei para as falências e buscou fazer um monitoramento mais próximo de sua implementação, levando em consideração que o governo não se mostrava muito convencido com cláusulas do tratado.

No âmbito social, a tensão aumentou ainda mais após a reeleição do Suharto no início de 1998. O gabinete convocado pelo presidente continha apenas seus aliados, dificultando a retomada da confiança no país. Além disso, o caos social se instalou após Suharto cortar completamente o subsídio sobre os combustíveis, enquanto o FMI havia recomendado que esta manobra fosse feita gradualmente.

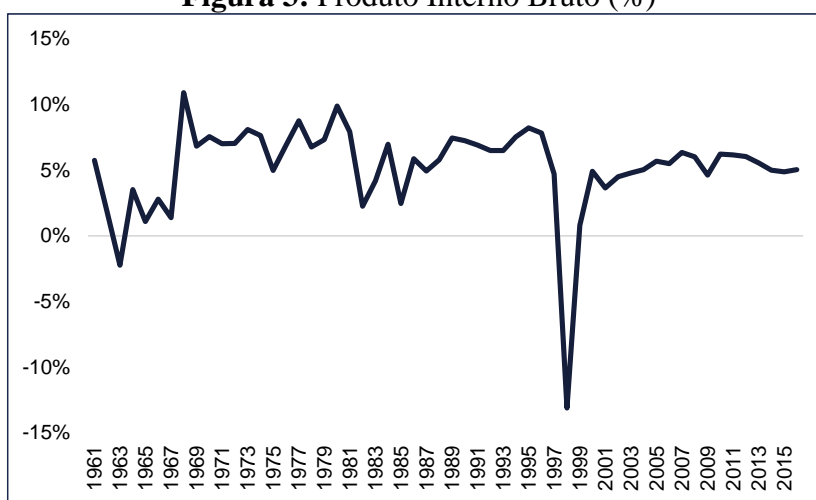
Após o óbito de quatro estudantes durante um protesto, a capital Jakarta, enfrentou as maiores manifestações de sua história, que foram fortemente reprimidas e levaram mais de mil pessoas a morte. No momento em que os políticos negaram fazer parte de seu gabinete, Suharto renunciou em 14 de maio de 1998.

Com a entrada do vice-presidente, Bacharuddin Jusuf Habibie, no posto, um quarto acordo foi combinado com o Fundo Monetário Internacional, que permitiu que o país elevasse

ainda mais o seu déficit público, enquanto a queda do ex-presidente reacendeu a entrada de capital no país.

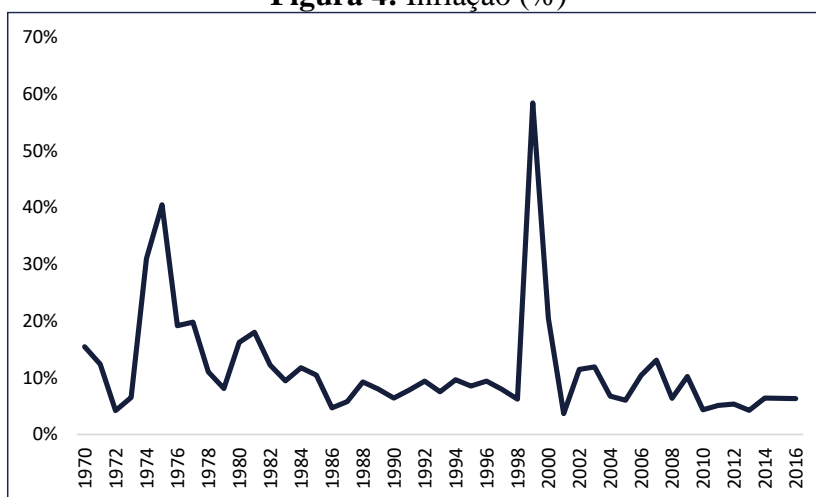
Nos meses seguintes, foi possível observar uma melhora gradual na economia, com a Rúpia voltando a apresentar valorização após atingir quase 14.000 rúpias por dólar, acarretando uma melhora da situação inflacionária, uma retomada da Bolsa de Valores local e a recuperação das exportações de outros itens de sua pauta. Apesar de permanecer frágil, a economia do país seguiu tendência de recuperação, guiado pela melhora do ambiente internacional, causando um aumento das receitas com exportações.

Figura 3: Produto Interno Bruto (%)



Fonte: Bank Indonésia

Figura 4: Inflação (%)



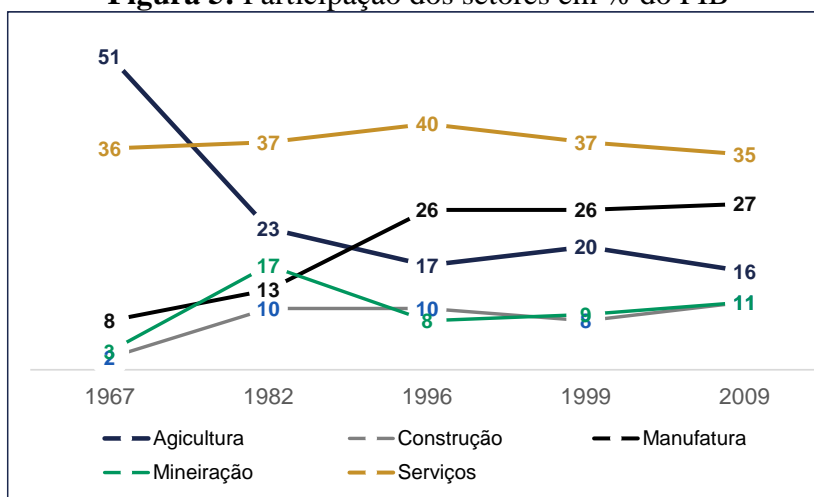
Fonte: Bank Indonésia

1.3. Entendendo a Economia Nacional

Podemos perceber em sua história, que a Indonésia foi, durante todo o seu período de colonização, uma economia voltada para a agricultura de insumos primários, sendo responsável, até 1967, por 51% do Produto Interno Bruto, enquanto a Manufatura tinha apenas 8% de participação, refletindo o estágio de desenvolvimento da economia nacional.

Com o início da ditadura do Soeharto, no final dos anos 60, começou o processo de industrialização do país, que só pegou tração após as crises do petróleo nos anos 70 e 80, momento no qual o governo focou em diversificar a sua pauta exportadora e dirigir os esforços nacionais para Bens Manufaturados. No final dos anos 90, o setor agrícola tinha perdido mais da metade de sua participação no crescimento do país, com 20%, e a Manufatura e o setor de Serviços ganharam seu espaço, com 26% e 37%, respectivamente.

Figura 5: Participação dos setores em % do PIB



Fonte: Bank Indonésia

Apesar da redução na participação da agricultura, ela ainda é responsável por 16% da produção nacional, o que comparado com os seus pares é considerado elevado. A média dos países pertencentes a ASEAN fica em 12%, enquanto na China fica na casa dos 10% e na Coreia do Sul abaixo de 5%.

Esta mudança do foco de produção também provocou uma forte urbanização no país, que até 1980 tinha apenas 20% da população vivendo nas cidades, o que com o foco da industrialização se tornou 53%.

Por outro lado, 47% da população segue vivendo em áreas rurais, ou seja, o setor agrícola continua como forte responsável pelo mercado de trabalho nacional, ou seja, quase metade da população, pela baixa produtividade do setor, tem acesso a baixas remunerações.

In provinces where employment is highly concentrated in the agricultural sector, incomes are considerably lower than in major urban centres such as Jakarta. In part, this reflects the low labour productivity of parts of Indonesia's agricultural sector. (Elias e Nonne, 2011)

No setor manufatureiro, apesar do forte desenvolvimento e aumento na participação da produção nacional, o setor, em contraste com os seus pares regionais, especializou a sua manufatura em bens como alimentos, tabaco e tecidos, ao invés de bens mais elaborados e com maior retorno. Por outro lado, o setor de Mineração e de *Utilities* é mais presente na economia nacional do que outros países da região e maior do que a média mundial, com o país sendo responsável por 27% de toda a extração global de estanho, 15% de níquel e 6% de cobre (minério essencial para a criação de baterias elétricas).

Além disso, a produção de óleo e gás é responsável por 40% do setor de Mineração e *Utilities*, encarregado por 1,5% de toda oferta global petróleo global e gás natural, além de ser um importante produtor de carvão.

No âmbito do comércio internacional, em linha com o período de mudança da pauta de produção e a aceleração dos preços das commodities, o comércio exterior passou de 30% para 60% do PIB nos anos 2000.

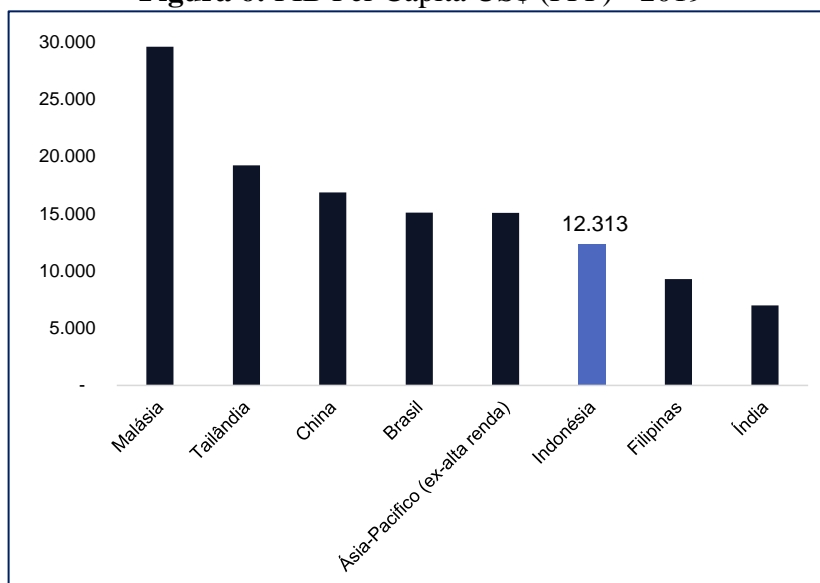
The value of Indonesia's exports rose rapidly in the early 1970s in line with the first oil price shock. With the world price of oil remaining elevated, oil exports continued to be an important source of revenue for the Indonesian economy through to the early 1980s and Indonesia's trade ratio rose in spite of the government's use of protectionist policies (ADB et al 2010).

Após a crise do petróleo dos anos 80, que provocou forte depreciação nos preços da *commodity* e, conseqüentemente, um recuo das exportações do país, a diversificação da pauta somada a novas políticas de abertura comercial permitiram uma forte aceleração das trocas internacionais e uma maior participação deste setor no crescimento da economia nacional. Dessa forma, com a grande participação do Setor Externo, a nação é impactada pela variação dos preços das *commodities* no mercado internacional.

O PIB per capita do país, apesar do crescimento nos últimos anos, segue extremamente baixo em comparação com outras economias emergentes. Utilizando a métrica da paridade do poder de compra, um mecanismo popular de análise macroeconômica que compara as moedas de diferentes países através de uma cesta de mercadorias, em 1990 o PIB per capita da Indonésia era US\$ 3.082, já em 2019 ele alcançou US\$ 12.313, um crescimento de aproximadamente 300%. Apesar da elevação impressionante, ficou abaixo do crescimento da China (1.605%),

da Tailândia (346%) e da Malásia (334%). Em 2019, ficou apenas na frente das Filipinas e da Índia, na comparação com seus principais pares.

Figura 6: PIB Per Capita US\$ (PPP) - 2019



Fonte: World Bank

A despeito do aumento da urbanização, a falta de infraestrutura para as pessoas deprime as perspectivas de crescimento da economia e impede maiores entradas de capital estrangeiro. A infraestrutura do setor de transporte, em particular, é considerada um problema significativo, com estradas, redes ferroviárias, portos marítimos e aeroportos de baixa qualidade. Além disso, uma pequena proporção da população do país tem acesso à eletricidade (apenas 61% em 2007, em comparação com 97% na Malásia) e as perdas na transmissão e distribuição estão entre as mais altas da Ásia. (Elias e Nonne, 2011)

A despeito do baixo PIB per Capita, o consumo doméstico nacional é bastante robusto, mantendo o país com crescimento elevado apesar dos choques externos. Esta resiliência pode ser atribuída a baixa correlação entre a demanda final e as exportações do país, possibilitando a manutenção da atividade econômica apesar da forte queda nas exportações. Nos últimos 10 anos, a correlação mencionada acima foi consideravelmente mais baixa na Indonésia do que na Malásia, Tailândia e Filipinas. (Elias e Nonne, 2011).

Dessa forma, considerando que a nação tem uma média de idade jovem, vivenciando um forte crescimento da população, com o objetivo de uma melhor qualidade de vida, a expansão da classe média nos últimos anos e os investimentos com infraestrutura mantiveram o consumo em patamares elevados.

Na política monetária, após enfrentar muita volatilidade em seus preços, o Banco Central da Indonésia, em julho de 2005, optou por adotar o regime de metas de inflação, mecanismo adotado por diversos países desenvolvidos e emergentes. Assim, buscar a meta de inflação se torna o principal objetivo do Banco Central, para esta finalidade é utilizada a taxa básica de juros da economia, no qual quando o BC julgar necessário eleva com a intenção de reduzir o consumo e, conseqüentemente os preços, e também reduz a taxa para impulsionar a atividade econômica nacional.

Indonesia has been experiencing relatively low and stable inflation for the last five years. Currently, inflation has switched to a low inflation regime, thanks mainly to better anchored inflation expectations owing to the more credible inflation targeting framework (ITF) adopted in July 2005. Nevertheless, building and maintaining credibility remain the key challenge, as credibility affects the behaviour of economic agents and anchors expectations. Further, the post-Global Financial Crisis monetary policy framework in Indonesia is characterised by the flexible ITF. (Working Paper, BIS)

2. Capítulo – A Crise de 2008 e a reação do Banco Central dos Estados Unidos.

2.1. Fatores que levaram a crise

Os fatores que levaram a recessão mundial em 2008 têm início nos anos 1980, com a mudança do rumo dos ideais econômicos mundiais, em meio a movimentação para o aumento da utilização dos princípios neoliberais, marcada pela eleição do Ronald Reagan nos Estados Unidos e pela entrada da Margaret Thatcher como primeira-ministra do Reino Unido. Neste período, a globalização financeira começou o seu processo de ascensão, segundo o autor Reinaldo Gonçalves, a globalização no âmbito financeiro pode ser entendida como a interação entre três processos distintos que ocorreram no período entre crises:

A expansão extraordinária de fluxos financeiros internacionais, o acirramento da concorrência nos mercados internacionais de capitais e a maior integração entre os sistemas financeiros nacionais.” (Gonçalves, 2015, p 221).

Os principais determinantes para a globalização financeira foram observados nos 30 anos que separaram o início da onda liberal e o tombo do sistema mundial em 2008. O primeiro foi de ordem ideológica, como mencionado anteriormente, impulsionado pela ascensão das ideias neoliberais pelas maiores potências globais. Em segundo lugar, a ruptura de Bretton Woods nos anos 70, somado as políticas monetárias e cambiais dos países desenvolvidos provocaram um processo de inovação dos produtos financeiros internacionais, permitindo a criação do produto foco da crise *subprime*, os derivativos. Além disso, o progresso tecnológico

possibilitou a redução de custos operacionais e permitiu a disseminação das operações nos mercados de capitais.

No mesmo período, as crises do petróleo que levaram a aceleração da inflação nos mercados globais, provocaram uma alteração na condução da política monetária das potências globais com a adoção de metodologias contracionistas, atraindo o capital da esfera produtiva para a financeira. Por fim, podemos destacar que o aprimoramento da tecnologia viabilizou um novo tipo de diversificação nas carteiras, com os gestores buscando um portfólio com uma maior dispersão global.

Além dos fatores macroeconômicos que contribuíram para a decolada do sistema financeiro, a dominação do governo norte-americano por parte dos economistas voltados ao mercado financeiro, aprofundaram ainda mais estas transformações.

A crise de 2001, conhecida como a bolha da internet, já sinalizava os problemas criados nos últimos anos e o que viria pela frente. Um dos pilares da instabilidade foi originado pelos próprios analistas das instituições financeiras, que, abertamente, recomendavam a aquisição de papéis de empresas de tecnologia nas quais eles sabiam que não eram promissoras.

A evolução dos produtos financeiros e a criação de aplicações sem nenhuma regulação, abriu caminho para movimentações financeiras de todos os tipos, com a sua principal sendo os derivativos, mercado que no final dos anos 1990 já concentrava US\$ 50 trilhões, sem nenhuma regulamentação.

Ademais, não se pode dizer que não houve tentativas de regular este mercado. O filme “*Inside Job*” relata que, em 1998, Brooksley Born, visualizou o problema que estes produtos poderiam causar na estabilidade dos mercados financeiros e tentou aprovar uma regulamentação, que foi barrada imediatamente pela Casa Branca, com o apoio do Larry Summers e dos maiores empresários do país. Com esta ofensiva de Born, o Congresso aprovou um projeto em 2000 que isentava o mercado de derivativos de qualquer regulamentação.

2.2. A Crise Financeira Mundial

No período de sete anos que separou as principais crises do século XXI até então, as grandes instituições financeiras buscavam uma melhor maneira de emprestar capital e cobrar juros sobre ele, sem correr o eventual risco de um calote. Desse modo, encontrou-se um meio de mitigar este risco: o problema passou a ser pulverizado entre vários investidores. Os bancos

tiveram a ideia de transformar grandes dívidas em vários pequenos títulos que seriam comprados no mercado.

O único conflito percebido no esquema dos títulos de dívida era de que não existiam tantas pessoas dispostas a assumir riscos de bancos, sendo assim, o produto só teria sucesso entre os investidores se o empréstimo possuísse um risco baixíssimo. A solução para esse problema foi colocar um bem material como garantia. Decidiu-se que a melhor garantia a ser oferecida era a hipoteca de um imóvel, uma vez que é praticamente impossível o devedor sumir com uma casa. Desse modo, a resolução tornou-se simples, se o calote se concretizasse, o prejuízo podia ser aliviado com a venda da casa.

Neste movimento surgiu o principal responsável pela desestabilização do mundo em 2008, o produto que permitia que as hipotecas fossem vendidas para bancos de investimentos, que transformavam esta transação, somado a diversos outros empréstimos em um derivativo, o CDO, Obrigação de Dívida Colateralizada, e, por fim, vendia aos investidores finais. Dessa forma, quando os proprietários das residências pagavam as suas hipotecas, eles estavam pagando diretamente os investidores ao redor do mundo.

Esses títulos de hipoteca ganharam um nome complicado: Collateralized Debt Obligations. “Debt obligation” é “nota promissória” – um pedaço de papel, um título que dá o direito de receber a quantia que está escrita ali numa data marcada. E “collateral” é “garantia” (um falso cognato, do mesmo jeito que “eventually” não significa “eventualmente”, mas “no fim das contas”...). A tradução menos estapafúrdia para a coisa, então, é “título de dívida com uma garantia por trás” (no caso, o imóvel é a garantia). Seja como for, vamos chamar esses títulos pela sigla em inglês mesmo, que fica mais fácil: CDOs. (Versignassi, 2011, p. 166)

Os títulos de hipotecas passaram a fazer um grande sucesso principalmente em função de dois fatores: 1) Com a recente crise da bolha da internet, muitas pessoas passaram a adquirir os CDO's com temor das ações; 2) As chamadas debêntures ou títulos de dívida corporativa estavam em derrocada, uma vez que muitas companhias consideradas indestrutíveis tinham acabado de quebrar.

Como a maior parte dos produtos financeiros, ele foi avaliado por agências de *Rating*⁵, que em sua maioria foram apontados como AAA, a maior classificação possível de investimento, o que tornou estas aplicações extremamente populares. Com o avanço do produto e o aumento da demanda pelos papeis, o cenário imobiliário norte-americano começou a passar por um processo de transformação. A aquisição de uma casa e a efetivação do empréstimo,

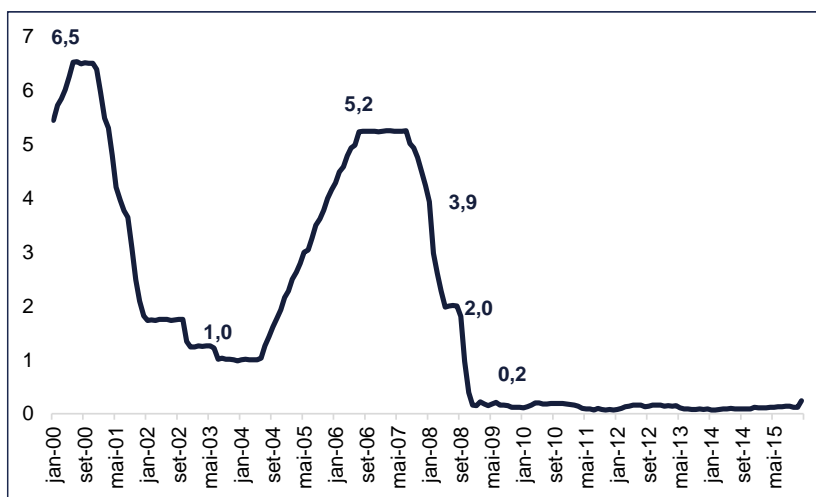
⁵ As agências de rating são responsáveis por avaliar o grau de risco em determinado investimento.

começou a se tornar cada vez mais fácil, e a preocupação com a saúde financeira do credor virou praticamente inexistente, possibilitando empréstimos de alto risco de inadimplência.

Como o risco não recaía diretamente sobre os bancos, estes passaram a conceder volumes elevadíssimos de crédito. Muitos cidadãos que não possuíam renda suficiente para obter um financiamento imobiliário, nesse período, conseguiram seus empréstimos com maior facilidade.

Além disso, a condução da política monetária do período pré-crise também foi um facilitador para o avanço destes empréstimos. Na crise de 2001, com o intuito de estimular o consumo interno e aliviar a recessão que sondava as economias no início do século, Alan Greenspan, presidente do Federal Reserve no período, passou a adotar uma política monetária extremamente estimulativa, reduzindo a taxa de juros de 6,5% para 1,0% em junho de 2003. Sendo assim, com uma política extraordinariamente expansionista, ocorre uma forte onda de liquidez, o que levou ao barateamento do crédito e permitiu que os bancos efetuassem fortes movimentos de alavancagem.

Figura 7: Fed Fund Rates (% a.a.)



Fonte: FRED

Apesar da elevação das *fed fund rates*, taxa de juros básica da economia norte-americana, do final de 2004 até meados de 2007, no período em que a crise estoura, a taxa já estava próxima de 2,0% ao ano, patamar bastante estimulativo.

Dessa forma, além da mitigação dos riscos dos empréstimos para os bancos, a política monetária expansionista permitiu maior acesso ao crédito, com os consumidores incentivados a adquirir empréstimos, tornando muito mais fácil adquirir uma casa. Assim, o aumento da

demanda por casas, sem o acompanhamento da oferta, resultou em uma forte alta nos preços das moradias.

Além disso, com a taxa de juros nas mínimas históricas, os investimentos em títulos públicos acabaram se tornando pouco atrativos, consequência dos reduzidos rendimentos advindos dos juros muito baixos, enquanto a facilidade de acesso ao crédito tornou as moradias um investimento que poderia propiciar altos rendimentos.

Com isso, a demanda por estes títulos seguia em ascensão e para que os bancos conseguissem acompanhar com o aumento da oferta, passaram a fazer hipotecas de baixa qualidade, para pessoas com pouca credibilidade de crédito, criando as hipotecas *subprime*. Assim, para aumentar cada vez mais a oferta destes títulos, a qualidade do produto passou a deteriorar e hipotecas de péssima qualidade passaram a ser criadas. Contudo, apesar de diversos CDO's estarem repletos destes acordos arriscados, as agências de *rating* ainda davam a maior nota para estes investimentos, AAA.

A sequência de eventos que antecede a depressão mundial, já premeditava o que viria adiante, as altas notas dos investimentos, somadas a maximização dos lucros e facilidade na aquisição de residências, acarretou uma forte demanda no mercado imobiliário, o que provocou um aumento astronômico nos preços das casas, uma alta de 196% em 10 anos. A construção de novas habitações não era capaz de acompanhar o ritmo de demanda por elas. A elevação dos preços fez aumentar ainda mais a quantidade de pessoas com condições de comprar uma casa.

Com a explosão nos preços das moradias, os bancos visualizavam uma oportunidade ainda maior de lucro e, para que os bancos de investimento conseguissem realizar a aquisição de mais hipotecas e mais CDO's, eles pegavam mais empréstimos, entrando em um elevado nível de alavancagem financeira, um movimento extremamente arriscado para ativos sem garantia.

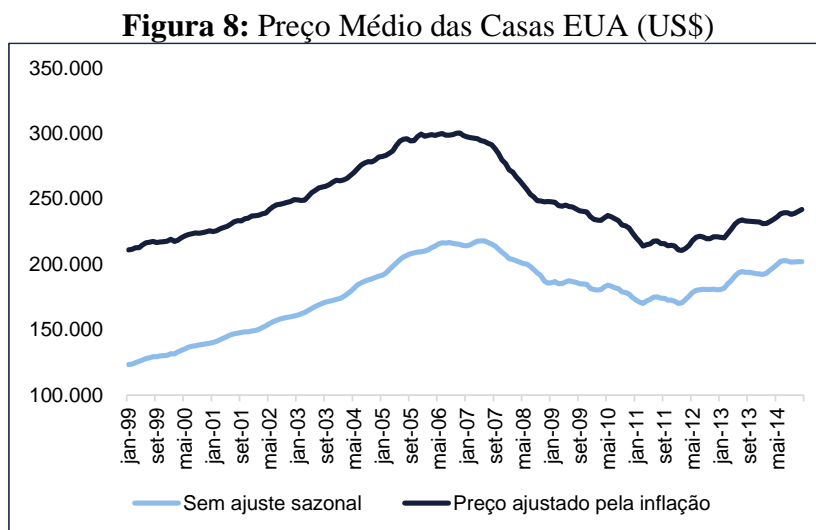
Contudo, pelas leis da oferta e da demanda, apesar das curvas não se movimentarem na mesma velocidade, em um momento elas voltam ao ponto de equilíbrio, ou seja, em algum momento o preço seria equilibrado, ou pelo aumento na quantidade de moradias ou pela queda na procura.

Contudo, apesar dos indícios ainda em 2007, a crise só estourou em 2008, com a declaração de falência de um dos principais bancos da época, o Lehman Brothers. Assim, um

mercado que já estava com a confiança abalada, afundou, levando ao pânico das bolsas de valores globais.

Nesse período, observava-se um ciclo vicioso, os CDO's pareciam ser livres de risco, as casas subiam de preço sem parar e era “impossível” deixar de ter lucro. Desse modo, quanto maior o preço das habitações, mais pessoas queriam aplicar nos títulos.

Após uma alta de aproximadamente 70% nos preços das moradias, as pessoas não conseguiam mais pagar por suas casas ou manter o pagamento de suas hipotecas. Com isso, as moradias voltaram para o mercado e como não havia demanda, os preços dos imóveis passaram a sofrer uma forte desvalorização, o que fez com que inúmeros investidores ficassem com uma hipoteca muito mais cara do que o preço de sua própria casa, o que contribuiu para uma pressão baixista ainda maior sobre os preços. O impacto dessas inadimplências foi sentido em todo o sistema financeiro, uma vez que muitas das hipotecas foram agrupados e vendidas a bancos e investidores.



Fonte: FRED

A queda inicial nos preços dos imóveis, tornou impossível a realização dos refinanciamentos. Nenhum banco estava disposto a arcar com a quitação de uma hipoteca quando o valor da garantia passou a ser menor que o do refinanciamento. Assim, iniciou-se uma corrida entre os bancos para leiloar os imóveis. Esse fato fez com que a oferta de casas no mercado explodisse e os preços caíssem drasticamente.

Desse modo, com a desvalorização dos preços das casas, o mesmo efeito se concretizou nos títulos: “Nisso, os CDOs mostraram o que realmente eram: uma aposta extremamente

arriscada, com uma garantia que só parecia sólida, mas era tão vulnerável quanto um castelo de areia.” (Versignassi, 2011, p. 171)

Além disso, com a euforia no mercado, grande parte dos investidores optou por vender seus títulos, fazendo com que perdessem valor com mais força e mais rapidez que as casas.

Para compreender como as grandes instituições financeiras quebraram, é necessário compreender que estes eram responsáveis pela emissão dos CDO's e ganhavam uma comissão por esse serviço. No auge do aumento de preços dos imóveis, esses bancos decidiram manter os títulos em sua posse para que se valorizassem e assim pudessem auferir mais lucros. Quando o desastre ocorreu, os bancos estavam cheios de CDO's em seus cofres.

Desse modo, averiguou-se que as grandes instituições financeiras não estavam agindo com prudência, mas sim como investidores comuns. Quando os CDO's perderam seu valor, os bancos começaram a quebrar. Em maio de 2008, o primeiro grande banco a admitir a crise foi o Bear Stearns com uma dívida de US\$ 100 bilhões. Logo em setembro, o Lehman Brothers anunciou sua falência com uma dívida bem maior, US\$ 613 bilhões.

2.3. Mecanismos para combater a crise.

Em meio ao caos, o governo dos EUA passou a buscar soluções de longo prazo, levando-o a socorrer o sistema financeiro com um pacote fiscal de US\$ 700 bilhões. Adicionalmente, esta crise fez com que o Banco Central norte-americano precisasse utilizar mecanismos convencionais e não convencionais de política monetária.

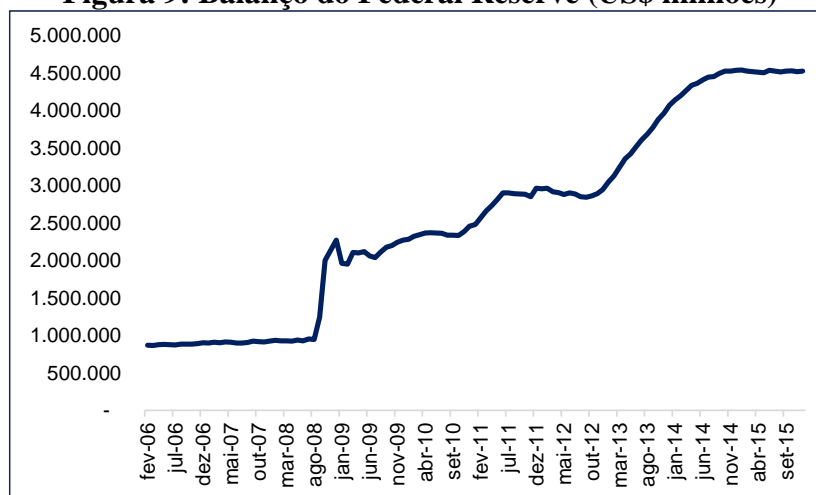
O primeiro mecanismo utilizado pelo Fed foi a redução da taxa de juros de curto prazo do país (*fed fund rates*), o que costuma resultar na queda das taxas de juros de longo prazo, que tem como objetivo baratear o crédito, impulsionando o consumo de bens duráveis e os investimentos na economia real. Assim, a redução das taxas para o intervalo de 0,00% - 0,25% estimulam a economia real e o investimento nos mercados de capitais, ações das empresas.

Contudo, como mencionado anteriormente, a taxa de juros básica da economia já estava próxima de 2,0% antes do início da crise, um patamar já considerado bastante expansivo. Assim, mesmo com as taxas no patamar próximo de 0%, a atividade econômica seguia muito enfraquecida, o que levou a decisão de que os mecanismos convencionais de política monetária estavam exauridos e que seriam necessárias novas medidas.

Neste cenário, o *Federal Reserve* anunciou um mecanismo não convencional para impulsionar a economia, o *Quantitative Easing* (QE). O QE é um programa de compra de ativos de larga escala, no qual em novembro de 2008, o Fed passou a adquirir no mercado financeiro títulos conhecidos como *mortgage-backed securities* e *treasury notes*. Esta nova maneira de condução da política monetária aumentou a base monetária da economia, enchendo o mercado com liquidez e impulsionando ainda mais a queda das taxas de longo prazo, enfraquecendo o Dólar, movimento que incentiva o mercado de ações, principalmente das empresas de *growth*⁶ e tecnologia.

O QE aumentou em quase US\$ 4 trilhões a oferta de moeda e o balanço do Fed, sendo a maior expansão de qualquer programa de estímulo econômico na história dos EUA até a crise da Covid-19. No início de 2008, o balanço do Fed tinha aproximadamente US\$ 800 bilhões em ativos. Após a primeira rodada de QE, em março de 2009, o balanço do banco já estava em US\$ 2,1 trilhões, em outubro de 2014, estava na casa de US\$ 4,4 trilhões.

Figura 9: Balanço do Federal Reserve (US\$ milhões)

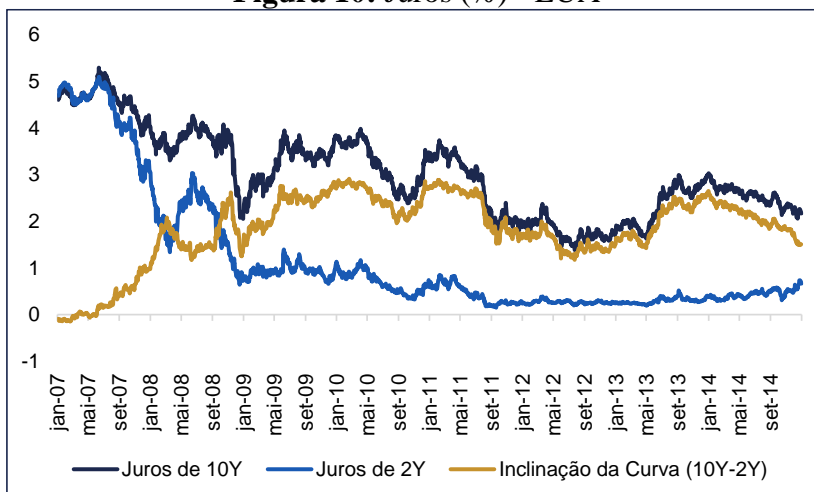


Fonte: FRED

A política monetária não convencional perdurou de novembro de 2008 ao final de 2014, passando por 3 rodadas de estímulos. No final do primeiro ano da crise, o Fed anunciou a primeira rodada de estímulos, com a aquisição de US\$ 600 bilhões em *mortgage-backed securities* (MBS) e *treasury notes*. O Fed comprou US\$ 1,25 trilhão em MBS até 24 de fevereiro de 2010 e US\$ 700 bilhões em títulos do Tesouro de longo prazo, como notes de 10 anos.

⁶ Empresas de *Growth*: Empresas com grande potencial de crescimento, normalmente com preço das ações mais elevadas.

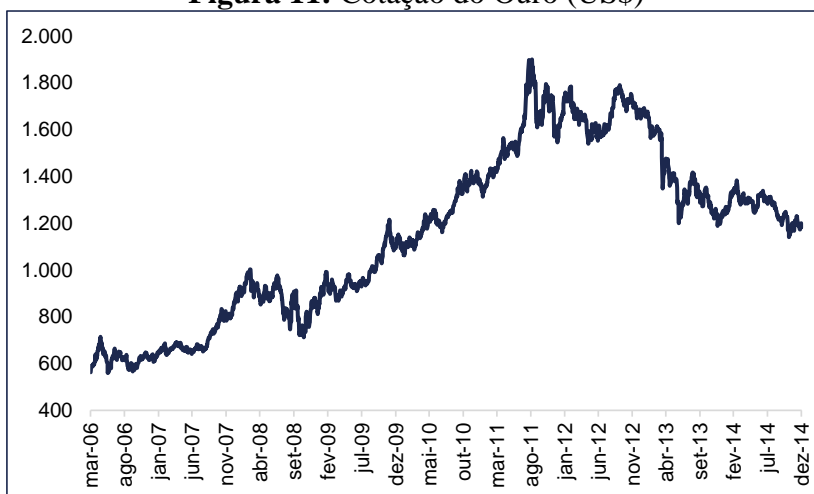
Figura 10: Juros (%) - EUA



Fonte: FRED

Em novembro de 2010, O Fed anunciou que aumentaria suas compras de ativos com o QE2. A instituição compraria US\$ 600 bilhões em títulos do Tesouro no final do segundo trimestre de 2011, o que manteria as participações do Fed no nível de US\$ 2 trilhões. Alguns investidores temiam que o QE criasse um movimento de redeflação, aceleração da inflação advinda de extensivos estímulos monetários e fiscais após um período de deflação em uma crise econômica, e começaram a comprar títulos protegidos contra a inflação (TIPS). Uma outra parcela dos investidores passou a aplicar em ouro, uma proteção padrão contra a inflação. Isso fez com que os preços do ouro disparassem para uma alta recorde de \$1.917,90 a onça em agosto de 2011.

Figura 11: Cotação do Ouro (US\$)

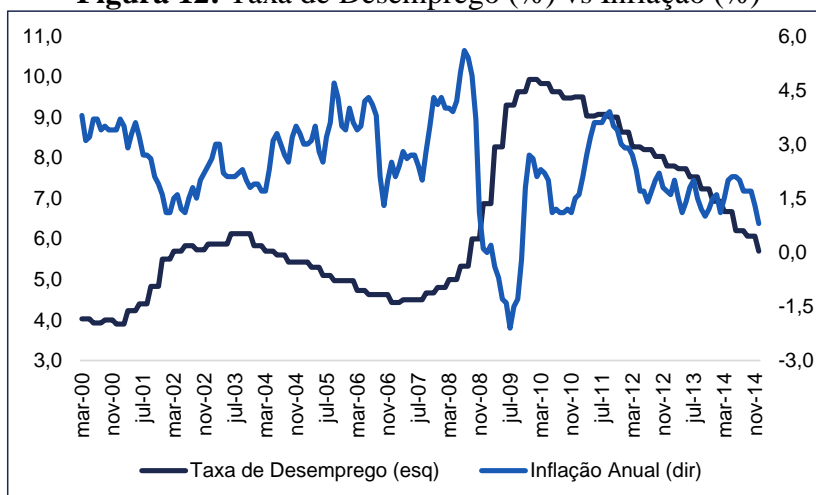


Em setembro de 2011 o Fed anunciou a operação *twist*, que era semelhante ao QE2, com duas exceções: (i) comprou notas de longo prazo quando seus títulos do Tesouro de curto prazo expiraram; e (ii) intensificou suas compras de MBS. Ambas as mudanças foram projetadas para suportar e dar mais incentivos ao ainda fragilizado mercado imobiliário.

De setembro a dezembro de 2012, anunciou que compraria US\$ 40 bilhões em MBS e continuaria a Operação *Twist*, adicionando um total de US\$ 85 bilhões de liquidez por mês. Nesta reunião, o comitê anunciou que manteria a taxa dos *fed fund rates* em zero até 2015 e que continuaria comprando títulos até que o mercado de trabalho melhorasse "substancialmente".

Em dezembro de 2013, o FOMC, Comitê de Política Monetária do *Federal Reserve*, anunciou que iniciaria um processo conhecido como *tapering*, que consistiu na redução gradual da compra de ativos na medida em que os objetivos da instituição fossem alcançados (melhora no mercado de trabalho e aceleração da inflação).

Figura 12: Taxa de Desemprego (%) vs Inflação (%)



Fonte: FRED

A partir do início da redução de estímulos a reação dos mercados globais não foi positiva, o dólar ganhou força, provocando a desvalorização das moedas de países emergentes, o que reduziu a enxurrada de liquidez presente nos mercados globais, fazendo com que os investidores comesçassem um processo de reversão dos fluxos financeiros mundiais com uma forte aversão a risco, retirando seus investimentos de países emergentes, como a Indonésia.

Com essa declaração do Bernanke, o mercado de ações americano caiu aproximadamente 4,8% (S&P 500) nos dias seguintes. Além disso, os yields dos títulos de 10 anos do governo americano saíram de 2,18% a.a., no dia 18 de junho, para 2,61% a.a., em 25 de junho de 2013. Em 18 de setembro de 2013, o Fed decidiu não começar a retirada dos estímulos – que só ocorreu em fevereiro de 2014, com a então (e atual) presidente do Federal Reserve, Janet

Yellen. As compras mensais só foram terminadas em 29 de outubro de 2014, após as compras terem acumulado 4,5 trilhões de dólares. (RIBEIRO, 2015, pag. 19)

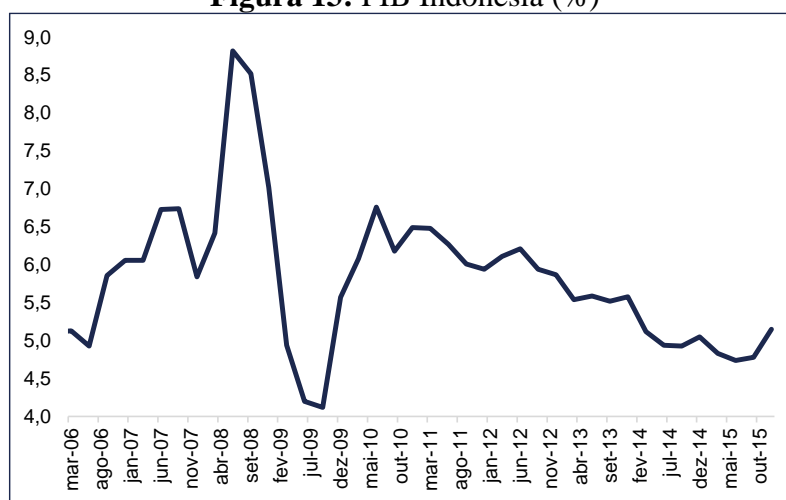
3. Capítulo – Os impactos da política monetária norte-americana na Economia da Indonésia

3.1. O impacto do *Quantitative Easing*

Com a eclosão da crise do *subprime* em 2008, as economias do mundo todo foram atingidas e a Indonésia não foi exceção. Nos meses seguintes do início da crise, o país asiático já estava experienciando os primeiros impactos econômicos. Usualmente, o primeiro setor afetado por uma crise global é o setor externo, assim, ao final de 2008, a Indonésia vivenciou uma forte queda em suas exportações, o que consequentemente, afetou a moeda nacional. Assim, diante da redução da entrada de dólares pelo canal comercial, no mercado de capitais, a Rúpia e o principal índice de ações do país (*Indonesia Stock Exchange*) sofreram acentuadas desvalorizações.

Em contraponto ao decréscimo do produto interno bruto visto em muitas nações, a Indonésia foi um dos países que conseguiu manter o seu crescimento em patamares relevantes, em 7,0% e 5,6% em 2008 e 2009, respectivamente.

Figura 13: PIB Indonésia (%)



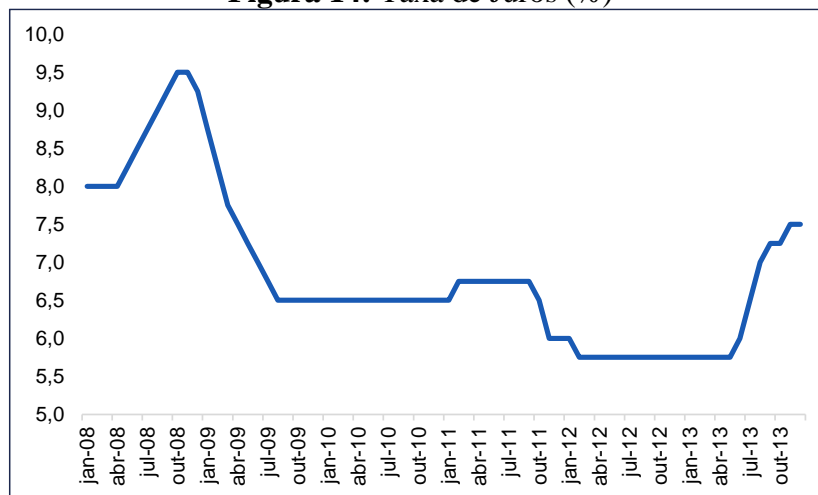
Fonte: Bank Indonesia

Segundo o artigo *The Analysis on The Impact of Quantitative Easing Policy by the Federal Reserve During the Global Financial Crisis to Indonesia Economy* o que manteve o crescimento para a economia do país foi a rápida ação do Banco Central em elevar as taxas de juros para 9,5%, em uma tentativa de conter a elevada saída de capitais estrangeiros da

economia nacional, e a adoção de uma política fiscal expansionista, com redução de impostos e novos gastos governamentais, incentivando o consumo interno.

As medidas adotadas foram capazes de reduzir a forte volatilidade de seus ativos, permitindo que o BC reduzisse a taxa de juros para 7,5% em abril de 2009 e para 6,5% no final do mesmo ano, agora buscando impulsionar a economia pelo canal monetário.

Figura 14: Taxa de Juros (%)



Fonte: Bank Indonesia

Adicionalmente, como mencionamos anteriormente, apesar da Indonésia ser um país exportador, aproximadamente 65% de sua economia vem do consumo interno, enquanto 32% de investimentos e apenas 21% das exportações. Esta estrutura da economia permitiu que o país se mostrasse mais resiliente ao choque externo, pela sua menor dependência a Balança Comercial.

With the quick measures by the government including tighten the capital market by raise interest rate to 9,5 percent in October 2008, implementing fiscal policy such as tax cut and government spending Indonesia showed resilient towards the crisis. These measures that was taken by the government success to calm the market, Indonesia decrease its interest rate to 7,5 percent in April 2009 and the interest rate go down to 6,5 percent by the end of 2009. Other than those measures there is another factor that makes Indonesia able to maintain modest growth which is consumption. Consumption expenditure both private consumption and general government consumption is quite high, it contributes about 66 percent of GDP with household or private consumption contribute about 57 percent of GDP. (GEPIS, 2014, p.38)

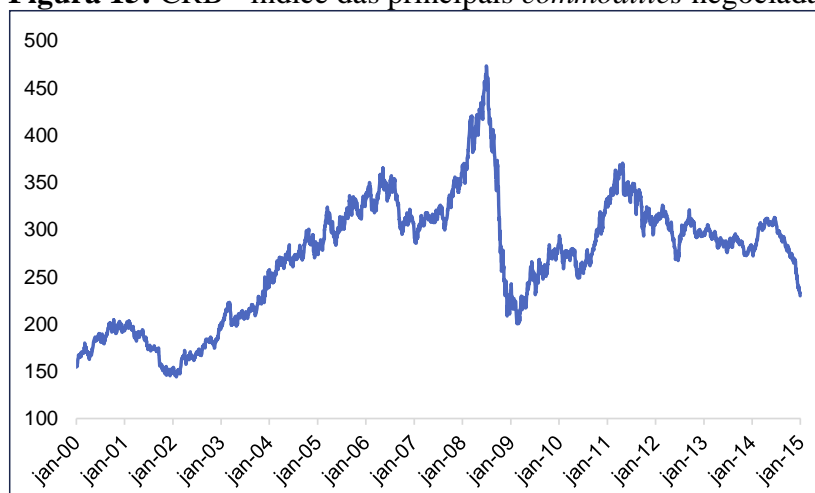
Parte desta resiliência apresentada pela economia do país é decorrente dos projetos implementados após a crise Asiática de 1997 que reforçaram a necessidade de que o país fortalecesse a base de sua economia. Com isso, foi introduzida uma lei que limita o déficit orçamentário tanto do setor público consolidado, quanto do governo central em 3% do PIB. Além disso, a independência do Banco Central foi aprovada, dando autonomia ao BC da

Indonésia para buscar seu principal objetivo, a estabilidade dos preços, sem intervenções políticas. Com a adoção destas novas medidas, a economia do país se mostrou mais preparada para os choques externos, possibilitando que enfrentassem a crise de 2008 de maneira mais amena. Vale ressaltar que um Banco Central independente usualmente é associado a baixas interferências do meio político, o que aumenta a credibilidade do comitê com os agentes de mercado.

Em meio à crise financeira mundial, o Banco Central estadunidense adotou novos mecanismos monetários. Além da redução da taxa de juros para patamares próximos de zero, o Federal Reserve, precisou adotar políticas monetárias não convencionais, fazendo a compra de ativos para aumentar a liquidez na economia. A compra de *treasuries* mantiveram os juros destes títulos em patamares baixos, incentivando o investimento em ativos mais arriscados e com maiores rentabilidades, beneficiando principalmente os países emergentes.

Adicionalmente, o aumento de liquidez reflete no enfraquecimento do dólar, que somado ao crescimento acelerado da China no período, impulsionou os preços das *commodities*, sendo este um dos principais impactos positivos sobre a Indonésia nos anos seguintes.

Figura 15: CRB - índice das principais *commodities* negociadas



Fonte: Trading Economics

Assim, com o crescimento de quase quatro vezes do balanço do Fed, o acúmulo maciço de liquidez, a desvalorização do dólar, somado a busca por maiores rendimentos e a lenta recuperação dos países desenvolvidos provocaram um forte fluxo de capital estrangeiro nas economias emergentes, dadas as suas perspectivas de crescimento mais favoráveis e taxas de retorno mais elevadas.

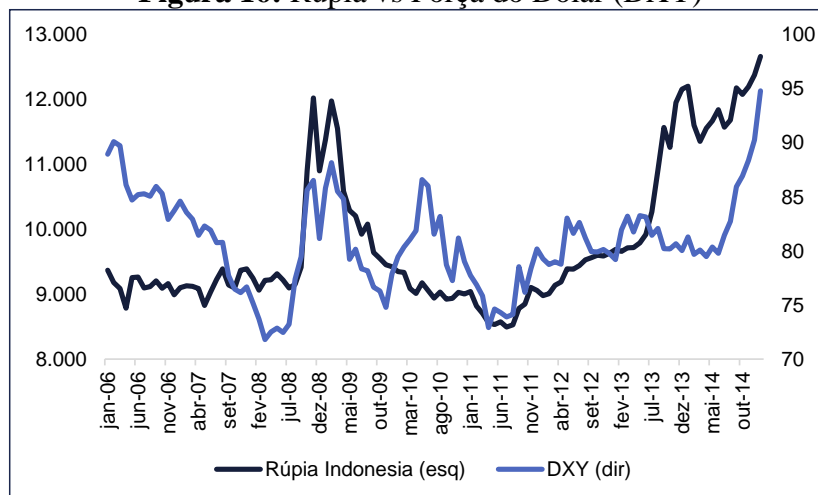
Entre 2009 e 2013, a Ásia recebeu entradas de capital no valor de aproximadamente US\$ 597,7 bilhões, equivalente a 2,4% de seu PIB. A Indonésia, objeto de estudo desta pesquisa, recebeu US\$ 49,6 bilhões no período, aproximadamente 5,4% de seu produto interno bruto. A excessiva entrada de dólares na Indonésia provocou impactos significativos na moeda, no mercado acionário e nos juros do país. Este cenário levou a Indonésia a reduzir a sua taxa de juros para 5,75% em 2012, o que contribuiu para a redução do custo de crédito no país, incentivando o consumo da população. Adicionalmente, a melhora do cenário para a economia interna contribuiu para a melhora na percepção de risco do país, assim como mencionado no documento *Spillovers of Quantitative Easing on Asia*:

The decline in bond yields, in tandem with that of the advanced economies, contributed to a reduction in the domestic cost of financing. The lower interest rate environment and ample liquidity conditions may have contributed to the underpricing of risks, thereby encouraging excessive investments in risky assets and led to the build-up of financial imbalances. As a result, several Asian economies experienced high credit growth and rising property prices. (BANK NEGARA MALAYSIA, 2013)

Apesar da redução da taxa de juros básica do país, o que com diminuição do diferencial de juros levaria a desvalorização da moeda local, a enxurrada de liquidez no mercado global manteve o dólar enfraquecido, fortalecendo a Rúpia da Indonésia, valorizando-se aproximadamente 17% entre 2009 e 2013. Além disso, a bolsa de valores de Jakarta, valorizou 245% no período.

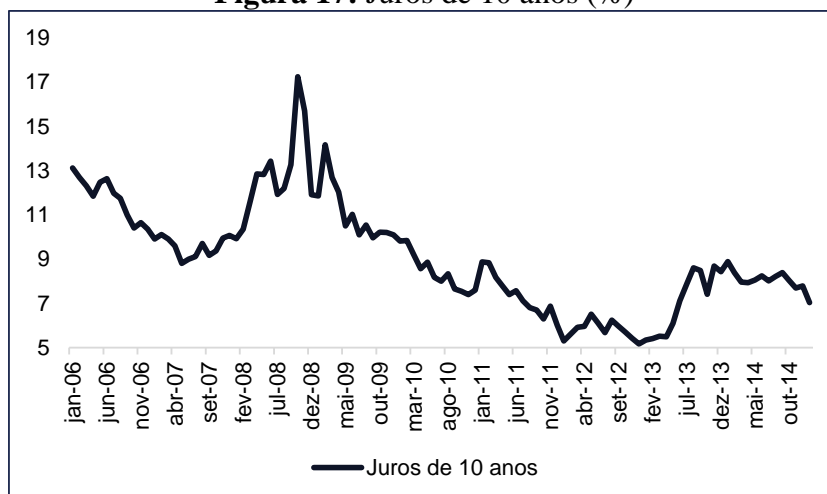
Nesse sentido, diante destes vetores citados acima e das perspectivas positivas para o crescimento do país nos anos seguintes, o juro do título governamental de 10 anos recuou para menor patamar histórico em 2012. Como resultado, o custo de financiamento de novos projetos e investimentos sofreu uma forte redução e assim, relevantes investimentos produtivos foram proporcionados. (Basri, 2016)

Figura 16: Rúpia vs Força do Dólar (DXY)



Fonte: Investing

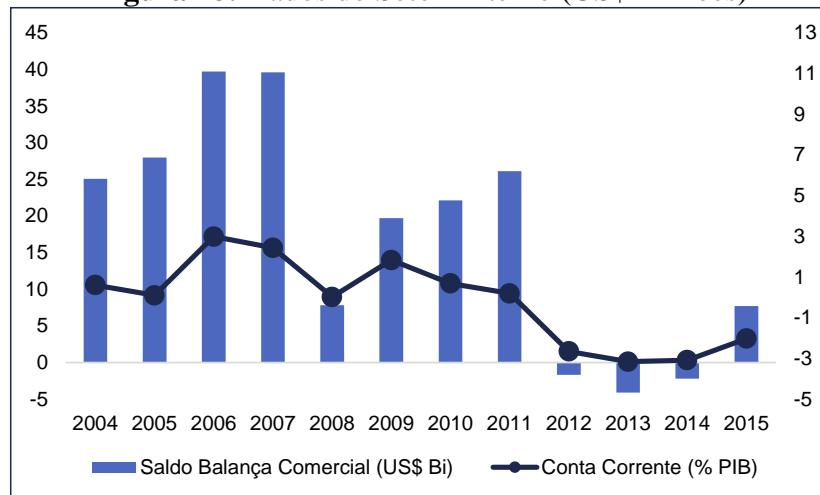
Figura 17: Juros de 10 anos (%)



Fonte: Investing

No setor externo, a forte demanda advinda da China, principal vetor para a valorização dos preços das *commodities*, propiciou a manutenção da balança comercial do país em patamar elevados nos anos seguintes, o que refletiu em um período de superávits na conta corrente. Em 2009, a conta corrente do país atingiu um resultado positivo de US\$ 10.628 milhões, impulsionada por um superávit na Balança Comercial de US\$ 32.267 milhões.

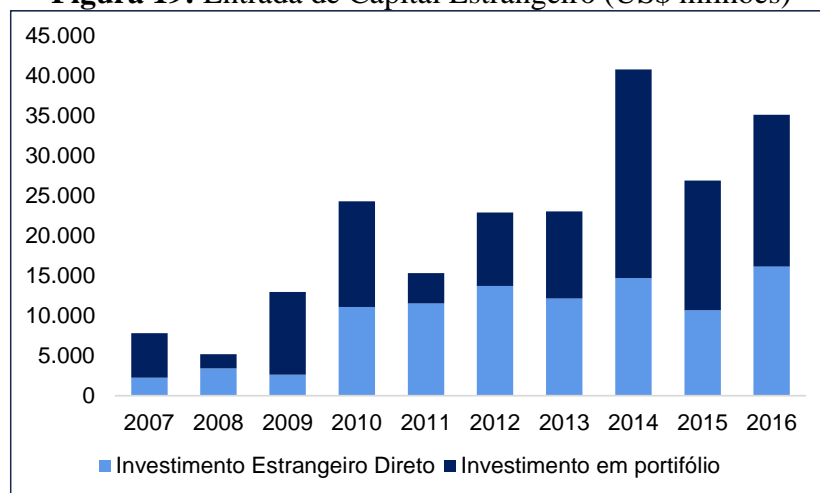
Figura 18: Dados do Setor Externo (US\$ milhões)



Fonte: Bank Indonesia

Ainda no âmbito externo, o país se beneficiou com uma forte entrada de capital estrangeiro. A entrada de capitais no período se concentrou nos investimentos em portfólio, especificamente em *bonds* governamentais, títulos do Banco Central e no mercado de ações. Como podemos observar no gráfico abaixo, de 2008 para 2009, os investimentos em portfólio no país passaram de US\$ 1.764 milhões para US\$ 10.336 milhões, enquanto os investimentos estrangeiros diretos vivenciaram apenas um aumento marginal. Este movimento é reflexo do mecanismo de QE adotado pelo Fed, que impulsionou as aplicações financeiras nos mercados emergentes.

Figura 19: Entrada de Capital Estrangeiro (US\$ milhões)



Fonte: Bank Indonesia

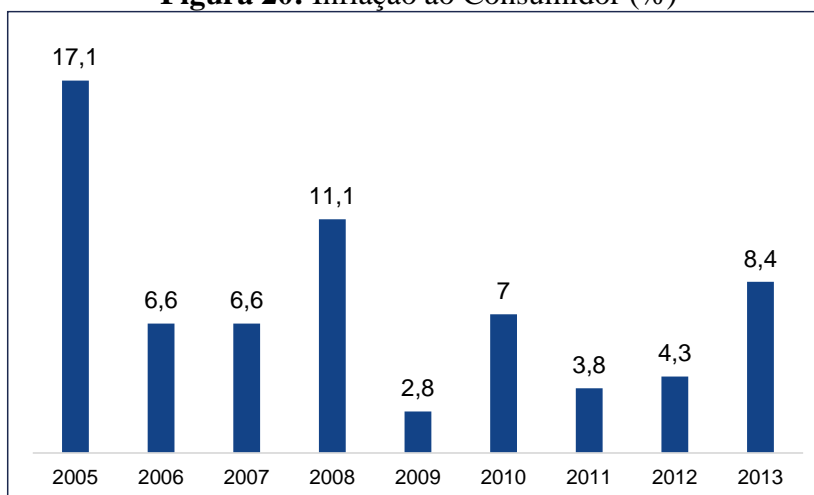
O elevado fluxo de capital propiciou um relevante otimismo com relação a economia da Indonésia, com estudos apontando continuidade do crescimento nos anos seguintes, o que

tornaria o país a sétima economia do mundo, contando que as reformas continuassem melhorando a produtividade do país, especialmente as ligadas aos projetos de infraestrutura (McKinsey, 2012).

No cenário inflacionário, mesmo com a forte aceleração dos preços das *commodities*, o que usualmente pressionaria a inflação doméstica, a manutenção da valorização da moeda local, consequência da forte entrada de capital estrangeiro, permitiu que os preços permanecessem ancorados e não apresentassem risco para a economia no curto prazo.

On price stability, except in the event of increase in domestic subsidized fuel price and other administrative prices, the CPI inflation has been under control within the target ranges. It was on the downward trend from 6.9% at the end of 2010 to 3.8% in 2011 and 4.3% in 2012, within its target range of $4.5 \pm 1\%$. The core inflation has been kept under controlled at below 4.5% during the period while the impacts of global commodity prices were muted with Bank Indonesia letting the appreciation of Rupiah, benefiting from huge capital inflows at that time. (WARJIYO, 2015, p. 5)

Figura 20: Inflação ao Consumidor (%)



Fonte: Bank Indonesia

3.2. Os impactos do *tapering*, redução dos estímulos monetários.

O relevante fluxo de capital estrangeiro no período do QE, além de provocar um impacto positivo nos investimentos e no crescimento econômico, também levou a apreciação da taxa de câmbio nacional, causando uma redução na competitividade das exportações do país. Além disso, no sentido contrário, diante do aumento do investimento e da queda na cotação Dólar, as importações foram fortemente incentivadas.

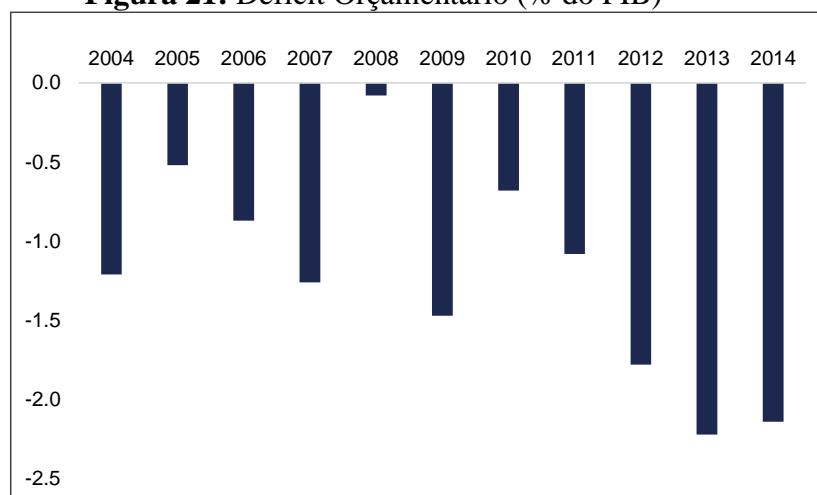
A situação dos dados de setor externo foi deteriorada com o aumento da necessidade de importação de petróleo como resultado dos subsídios adotados para “controlar” os preços dos

combustíveis, o que combinada com uma moeda valorizada, dificultou leituras positivas para a balança comercial. Nesse sentido, a continuidade do uso dos subsídios desencadeou em uma piora do déficit público e na balança comercial. Esta combinação de fatores provocou uma queda no saldo em conta corrente nacional em 2011.

Como consequência da piora do saldo em conta corrente, a moeda nacional começou a se desvalorizar ante o dólar, apesar da manutenção do QE neste período (2010-2012). Para Barsi, este movimento se deu pelo forte crescimento econômico que ocorreu no país no mesmo período. Além disso, a decisão do Banco Central de reduzir as taxas de juros e usar suas reservas de capital estrangeiro para defender a Rúpia, ao invés de frear o crescimento econômico com taxas de juros mais elevadas, provocou uma deterioração no déficit em conta corrente, depreciando a moeda nacional e reduzindo suas reservas.

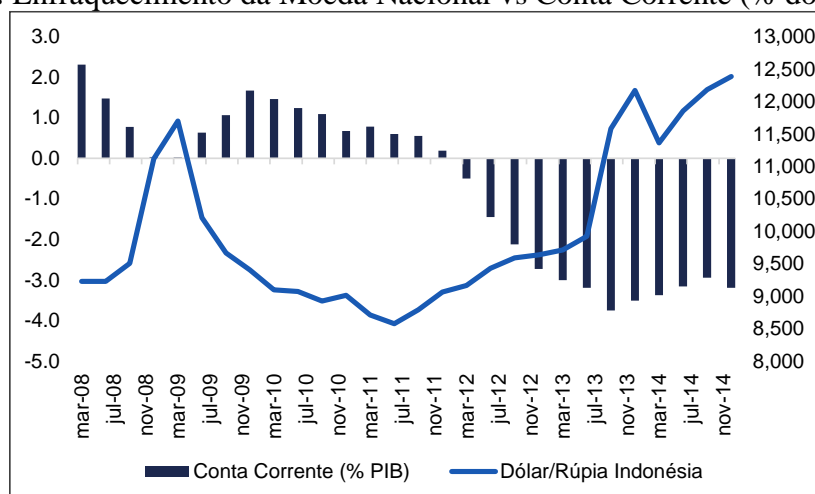
One important issue to note is that although the Fed continued its QE policy from 2010-2012, the rupiah's exchange rate began to show signs of weakening. Why did this happen? The answer is that the current account deficit began to worsen in the second quarter of 2011 at the same time that economic growth increased sharply. It is interesting to analyze Bank Indonesia's response. Instead of raising rates to slow down the economic growth to address the current account deficit, Bank Indonesia lowered rates and used foreign exchange rates to defend rupiah. As a result, the current account deficit continued to rise, the rupiah weakened, and foreign exchange reserves fell. (Basri, 2016, p.9)

Figura 21: Déficit Orçamentário (% do PIB)



Fonte: Bank Indonésia

Figura 22: Enfraquecimento da Moeda Nacional vs Conta Corrente (% do PIB)



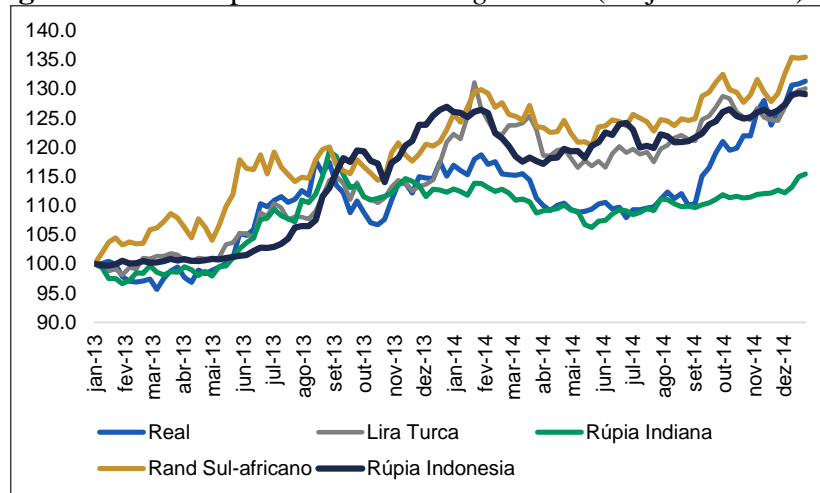
Fonte: Bank Indonésia

Diante de um ambiente desafiador para os indicadores de contas externas, em maio de 2013, o Ben Bernanke, presidente do Federal Reserve no período, surpreendeu os agentes de mercado, dando a primeira sinalização de que a política de *Quantitative Easing* poderia ser concluída no curtíssimo prazo, ou seja, que o *tapering*, redução gradual da compra de ativos, poderia ter início a qualquer momento. Esta comunicação do presidente do Fed provocou um episódio que ficou posteriormente conhecido como o “*Taper Tantrum*”, uma forte reação negativa ao anúncio de uma possível redução de estímulos, provocando uma relevante aversão a risco nos mercados globais, com fuga de capital dos países emergentes, valorização do Dólar global e alta nos juros dos títulos norte-americanos, causando um pânico coletivo nos agentes de mercado.

O impacto da possibilidade de uma redução na liquidez global foi mais relevante nos países conhecidos como “*Fragile Five*”, que registraram no período uma abertura da curva de juros, queda expressiva em seus índices acionários, retirada de capital estrangeiro e, conseqüentemente, depreciação das moedas locais. Em 2013, o Morgan Stanley classificou o Brasil, a Índia, a Indonésia, a África do Sul e a Turquia como os *Fragile Five*, esta classificação se deu, principalmente, pela elevada dependência das nações de elevados investimentos estrangeiros para a manutenção do crescimento econômico. Na época, os países foram determinados a partir das seguintes características: situação da conta corrente, razão das reservas internacionais pela dívida externa, detenção de *bonds*⁷ de governos estrangeiros, dívida externa, inflação e diferença real das taxas de juros.

⁷ *Bonds* são títulos de dívida que podem ser emitidos por governos ou empresas privadas.

Figura 23: Desempenho Moedas *Fragile Five* (04-jan-13=100)

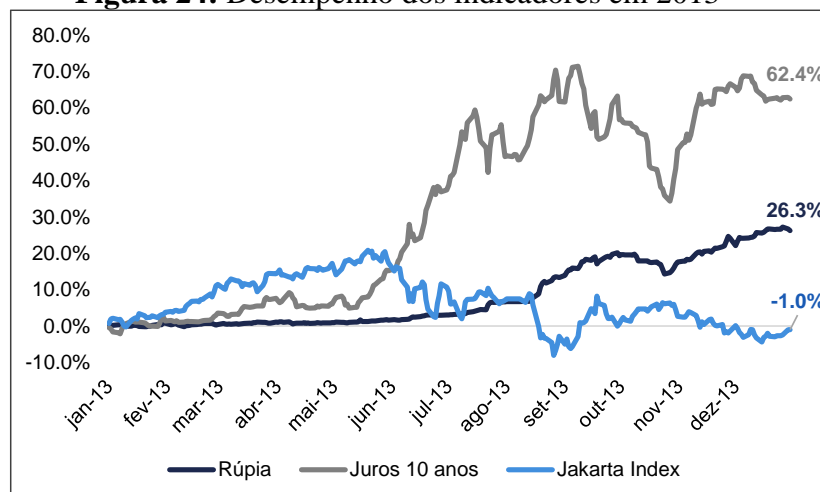


Fonte: Investing

Com isso em mente, na medida que aumentava a incerteza no mercado global, as moedas nacionais destes países começaram a sofrer relevantes processos de depreciação, o que dificultou ainda mais o financiamento dos déficits em conta corrente e o pagamento de suas dívidas externas. Além disso, com a redução dos investimentos estrangeiros, as perspectivas de crescimento foram prejudicadas, deixando a economia desses países em um cenário vulnerável a possíveis novos choques externos.

Na Indonésia, a situação foi fortemente agravada após a divulgação de que o déficit em conta corrente do país havia atingido 3,8% do PIB. A reação dos mercados não foi positiva, a rúpia apresentou forte recuo, seguido do índice de ações local e da forte aceleração dos juros de longo prazo.

Figura 24: Desempenho dos indicadores em 2013



Fonte: Investing

Após o primeiro anúncio de uma possível mudança na condução de política econômica do FOMC⁸, o Banco Central da Indonésia e o governo federal executaram diversas medidas citadas pelo FMI em uma tentativa de atenuar os impactos da redução da liquidez nos mercados globais.

Tabela 1: Medidas políticas adotadas pelo governo da Indonésia (até set/2013)

Desde maio de 2013, o governo e o Banco da Indonésia anunciaram ou implementaram uma série de medidas destinadas a reduzir os desequilíbrios macroeconômicos, neutralizar as pressões inflacionárias e manter a estabilidade financeira, além de conter as perdas de emprego.

Política Monetária e Gestão de Liquidez

Banco Indonésia (BI)

Aumentou, tanto a taxa de juros, como a taxa de depósitos a partir de junho de 2013, em 150 bps para 7,25% e 5,5%, respectivamente.

Introduziu depósitos negociáveis em rupias do banco central com prazos de um e seis meses em setembro para facilitar desenvolvimento do mercado monetário e permitiu que esses instrumentos fossem tratados como reservas obrigatórias.

Encurtou o período mínimo de retenção de títulos do banco central (SBIs) de seis meses para um mês a partir de meados setembro para aumentar a liquidez.

Política de Taxas de Câmbio e Operações no Mercado de Câmbio

Iniciou leilões quinzenais de swaps cambiais (FX) com bancos residentes em julho de 2013; derivado permitido posições detidas pelos bancos junto dos seus clientes a serem repassadas ao BI através dos leilões de swap a partir de agosto de 2013.

Ampliou os vencimentos dos depósitos a prazo em dólares norte-americanos colocados pelos bancos junto ao BI a partir de agosto.

Afrouxou as regras em agosto sobre compras de câmbio por exportadores que converteram suas receitas de exportação.

Regulamentos relaxados em agosto sobre empréstimos estrangeiros de curto prazo dos bancos (atualmente limitados a 30% de seu capital) principalmente isentando depósitos à vista de não residentes usados para atividades de investimento na Indonésia e depósitos à vista depósitos de não residentes que contenham fundos de desinvestimento.

Política Fiscal

⁸ FOMC: Comitê de política monetária do Federal Reserve, banco central norte-americano.

Aumentou o preço da gasolina subsidiada em 44% e o preço do diesel subsidiado em 22% em meados de junho de 2013, e aprovou no orçamento revisado de 2013 um regime temporário de compensação em financeira para grupos vulneráveis.

Anunciou em agosto o abono de deduções temporárias e pagamentos diferidos do imposto de renda para o resto de 2013 para certas indústrias intensivas em mão-de-obra e orientadas à exportação.

Eliminou impostos de luxo sobre bens de uso mais comuns anteriormente classificados como itens de luxo (certos televisores e eletrodomésticos) em agosto.

Aumentou a quantidade de uso de biodiesel para 10% no diesel para reduzir as importações de petróleo em agosto.

Outras Medidas

Mudou o mecanismo de importação de carne bovina e de produtos hortícolas em setembro de 2013, afastando-se de cotas estritas para um sistema que interromperá as importações quando o preço interno cair abaixo do preço de referência e permitir que as importações retomem se o preço interno exceder o preço de referência.

Expandiu a participação das vendas que determinadas indústrias podem derivar no mercado interno em agosto para 50% de 25%, revertendo uma decisão de 2011 de restringir essas vendas.

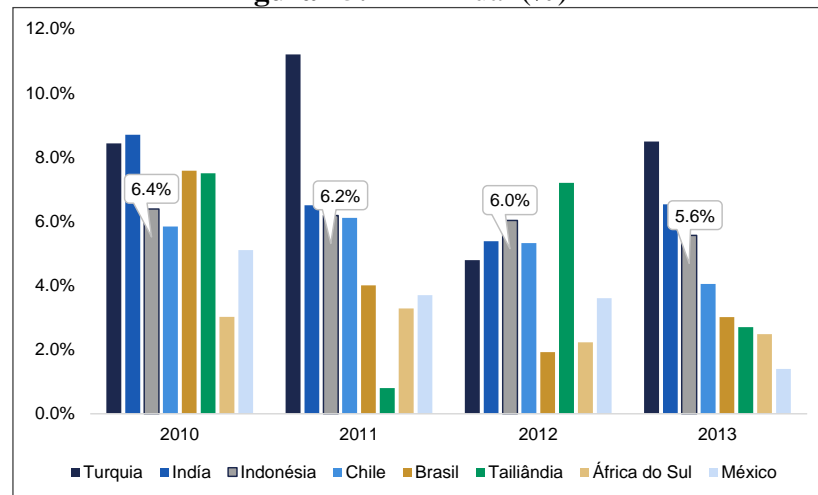
Anunciou planos em agosto para emitir um decreto presidencial orientando a fixação do salário mínimo regional em 2014.

Fonte: FMI, 2014. Box 1, página 6. (Tradução livre do autor)

As medidas adotadas pelas esferas governamentais logo começaram a surtir efeito, com melhora nos dados da balança comercial a partir do último trimestre de 2013, a despeito de enfrentar alguns empecilhos em meio a adoção de restrição de exportações de alguns insumos.

O déficit em conta corrente mostrou seus primeiros sinais de recuperação no mesmo período, recuando de 3,8% do PIB para 3,5% do PIB, até atingir 2,9% do PIB no 3T14. Por outro lado, o crescimento econômico mostrou sinais de desaceleração, com avanço de 5,6% em 2013 ante 6,2% em 2011, apesar da leve perda de ímpeto, a leitura registrada ainda se mostrava bastante elevada e acima de seus pares emergentes.

Figura 25: PIB Anual (%)



Fonte: World Bank e Bank Indonesia

Além disso, como resposta a melhora nos dados do setor externo, os juros de 10 anos do país começaram a mostrar sinais de desaceleração, apontando um fechamento da curva de juros diante da redução do risco com a rápida ação das esferas públicas nacionais. O índice de ações, Jakarta Index, volta a mostrar valorização conforme a redução da parte longa da curva de juros impacta positivamente a perspectiva das empresas presentes no índice.

Assim, a Indonésia se mostrou bem sucedida na melhora do ambiente macroeconômico, ante seus pares emergentes, no período de redução de liquidez mundial, com o movimento de elevação da taxa de juros em harmonia com o início a redução da compra de ativos pelo FOMC, enquanto outros pares emergentes só promoveram estes ajustes no início de 2014 e de maneira mais agressiva, além de engajar em um projeto de aperto fiscal, buscando estabilidade ao invés de crescimento econômico, reduzindo e modificando as políticas atuais de gastos públicos. Ademais, a decisão do Banco Central da Indonésia de adotar câmbio flutuante, com intervenções mínimas, possibilitou a prevenção de uma piora do déficit em conta corrente.

Figura 26: Juros de 10 anos vs Índice Jakarta



Fonte: Investing

Conclusão

O sistema financeiro mundial passou por muitas transformações na primeira década dos anos 2000, enfrentando duas importantes crises que emergiram da mesma localidade, os Estados Unidos. O período também foi marcado por importantes evoluções na condução de política monetária, especialmente, após a percepção dos Bancos Centrais dos países desenvolvidos de que os mecanismos convencionais, como a utilização da taxa de juros, não seriam mais suficientes, sozinhos, para estimular a economia de volta para o patamar pré-crise.

O início da compra de ativos em grande escala por parte dos principais Bancos Centrais mundiais, método conhecido como *Quantitative Easing*, foi sem precedentes na crise de 2008, impactando toda a economia global no período. A injeção de quase US\$ 4 trilhões levou a uma relevante desvalorização do Dólar global, impulsionando as moedas internacionais, os preços das *commodities* (que já estavam em patamares elevados devido o período de desenvolvimento da China) e derrubando os rendimentos dos títulos de 10 anos do tesouro americano, considerado o principal ativo livre de risco do mundo. A mudança na precificação destes ativos provocou um sentimento positivo nos investidores, aumentando seu apetite a risco e buscando investimentos que fornecessem maiores rentabilidades.

Nos meses seguintes da eclosão da crise *subprime*, a Indonésia já vivenciava os primeiros impactos da instabilidade global, registrando fortes recuos em suas exportações e, conseqüentemente, uma depreciação de seus dados de Balança Comercial, afetando a moeda nacional. Além disso, a elevação do risco no cenário mundial também provocou uma redução da entrada de capitais pelo canal financeiro, também contribuindo para a depreciação na Rúpia.

A despeito dos relevantes impactos negativos observados, o Produto Interno Bruto do país se manteve em patamar positivo, sofrendo leve desaceleração de 7,0% em 2008 para 5,6% em 2009. Este fenômeno pode ser explicado por dois fatores, primeiramente, como mencionamos anteriormente, a baixa correlação entre a demanda final e as exportações no país possibilitam uma robustez no consumo doméstico nacional, permitindo a manutenção da atividade econômica. Em segundo lugar, a rápida ação do Banco da Indonésia em elevar as taxas de juros para 9,5%, controlando a forte saída de capital estrangeiro, além de adotar medidas fiscais expansionistas, teve relevante contribuição na manutenção do crescimento.

Em meio ao aumento da liquidez no sistema financeiro global, a Indonésia foi um dos principais focos dos investidores internacionais, especialmente por seu caráter exportador diante da elevação dos preços das *commodities* e as promissoras expectativas de crescimento

para a economia. O enfraquecimento do dólar permitiu que a Rúpia valorizasse aproximadamente 17% entre 2009 e 2013, enquanto a Bolsa De Valores local avançou 245%.

Nesse sentido, é possível observar que o impacto na economia nacional se deu em maior escala nos meios financeiros do que na economia real, que apesar de recuperar seu crescimento e proporcionar elevados investimentos produtivos, não avançou para patamares além do que era observado nos anos anteriores à crise.

A despeito da resiliência da economia nacional decorrente do consumo das famílias, a elevada entrada de capital nos investimentos em portfólio deixaram a moeda nacional mais frágil a turbulências externas.

O anúncio do início do *tapering* vindo do Fed, redução da compra de ativos, veio como surpresa para os agentes de mercado, este movimento ficou conhecido como *Taper Tantrum*, pela reação negativa que causou nos principais ativos globais. Na Indonésia, esta sinalização também deteriorou os seus principais índices ligados ao mercado acionário, com uma relevante fuga de capital, desvalorização da moeda e alta dos vencimentos mais longos da curva de juros futura.

Apesar do país ter sofrido os primeiros impactos do *tapering* e ter sido classificado como um dos *fragile five*, países emergentes que mais seriam impactados pela redução de estímulo, a adoção por parte do Banco Central de Indonésia e do governo federal de diversas medidas, foram capazes de atenuar os impactos da menor liquidez nos mercados, com o país, posteriormente, sendo considerado um dos países mais bem sucedidos na superação da redução da liquidez global.

Com isso em mente, observamos que o aumento de liquidez nos mercados globais provocou tanto impactos positivos, quanto negativos na economia da Indonésia, enfrentando forte volatilidade e dependência dos fluxos financeiros internacionais. Adicionalmente, mesmo visualizando relevantes impactos na economia real, especialmente com o *tapering*, os mecanismos de QE refletiram principalmente nos ativos financeiros.

Referências Bibliográficas

BANK INDONESIA. **Economic Report On Indonesia**, 2008. Acesso em 04 de abril de 2021.

BANK INDONESIA. **Move on with Grace in Steadiness**, 2009. Acesso em 04 de abril de 2021.

BARTKIEWICZ, Piotr. Financial Internet Quaterly: **The impact of quantitative easing on emerging markets**. Rzeszow: sciendo, 2018. Disponível em: <<https://content.sciendo.com/view/journals/fiqf/14/4/article-p67.xml?product=sciendo>>.

Acesso em 22 de novembro de 2020.

BARSI, Muhamad Chatib. **The Fed's tapering talk: A short statement's long impact on Indonesia**. Ash Center Occasional Papers Series, Harvard University. Cambridge, MA, 2016.

Acesso em 20 de fevereiro de 2022

CHO, Dongchul; Rhee, Changyong. ADB Economics Working Paper Series: **Effects of Quantitative Easing on Asia: Capital Flows and Financial Markets**. Manila: Asian Development Bank (ADB), 2013. Disponível em: <<https://www.econstor.eu/bitstream/10419/109462/1/ewp-350.pdf>>. Acesso em 22 de novembro de 2020.

CHUA, Wang Sheair; ENDUT Norhana; SIM Wee Haw. Bank Negara Malaysia Working Paper Series: **Global Monetary Easing: Spillovers and Lines of Defence**. Malaysia: Central Bank of Malaysia, 2013. Disponível em: <https://www.bnm.gov.my/files/working_papers/sim_et_al.pdf>. Acesso em 22 de novembro de 2020.

GEPIS, Harry Afriani. **The Analysis on the Impact of quantitative easing policy by the federal reserve during the global financial crises**. 2014. 88 f. Monografia (Especialização) - Curso de Economia, President University, Cikarang, 2014. Disponível em: <http://repository.president.ac.id/xmlui/bitstream/handle/123456789/2318/014201000145.pdf?sequence=1>. Acesso em: 05 jun. 2021.

IMF, Indonesia Staff Report for the 2013 Article IV Consultation. **IMF Country Report No, 13/362**, 2013. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sctr/2013/cr13362.pdf>.

Acesso em 28 de março de 2022.

MORGAN, Peter J. ADBI Working Paper Series: **Impact of US Quantitative Easing Policy on Emerging Asia**. Tokyo: Asian Development Bank Institute, 2011. Disponível em: <<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156176/adbi-wp321.pdf>>. Acesso em 22 de novembro de 2020.

POTTER, Simon M. CGFS Papers: **Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis**. Basileia: Bank for International Settlements, 2019. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/cgfs63.pdf>>. Acesso em 22 de novembro de 2020.

RIBEIRO, Pedro Luiz Martins. **O Quantitative Easing Program: a resposta do Federal Reserve à crise dos subprime**. 2015. 30 f. Monografia (Especialização) - Curso de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro Departamento de Economia, Rio de Janeiro, 2015. Disponível em: http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Pedro_Luiz_Martins_Ribeiro.pdf. Acesso em: 25 jun. 2021.

SUN, Tao. IMF Working Paper: **The impact of global liquidity on financial landscapes and risks in the asean-5 countries**. Washington Dc: International Monetary Fund, 2015. Disponível em: <>. Acesso em 22 de novembro de 2020.

WARJIYO, Perry. **Indonesia: Global Spillover and Policy Response**. San Francisco: Bank Indonesia, 2015. Disponível em: https://www.frbsf.org/economic-research/files/AEPC-Panel-Discussion-Text_Perry-Warjiyo.pdf. Acesso em: 20 jun. 2021.