

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA  
MESTRADO EM ECONOMIA

HENRIQUE FERREIRA DE SOUZA

**ANÁLISE DOS FLUXOS DA CONTA FINANCEIRA DO BALANÇO DE  
PAGAMENTOS BRASILEIRO E A DINÂMICA ESPECULATIVA DOS  
INVESTIMENTOS DIRETOS (PERÍODO 2000-2016)**

Uberlândia/MG

2017

HENRIQUE FERREIRA DE SOUZA

**ANÁLISE DOS FLUXOS DA CONTA FINANCEIRA DO BALANÇO DE  
PAGAMENTOS BRASILEIRO E A DINÂMICA ESPECULATIVA DOS  
INVESTIMENTOS DIRETOS (PERÍODO 2000-2016)**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para obtenção do título de mestre em Economia.

Área de concentração: Desenvolvimento Econômico

Orientadora: Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Vanessa Petrelli Corrêa

Uberlândia/MG

2017

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)  
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

---

S729a  
2017 Souza, Henrique Ferreira de, 1992-  
Análise dos fluxos da conta financeira do balanço de pagamentos brasileiro e a dinâmica especulativa dos investimentos diretos (período 2000-2016) / Henrique Ferreira de Souza. - 2017.  
186 f. : il.

Orientadora: Vanessa Petrelli Corrêa.  
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia,  
Programa de Pós-Graduação em Economia.  
Inclui bibliografia.

1. Economia - Teses. 2. Fluxo de capitais - Brasil - 2000-2016 - Teses. 3. Investimentos - Análise - Brasil - 2000-2016 - Teses. 4. Balanço de pagamentos - Brasil - 200-2016 - Teses. I. Corrêa, Vanessa Petrelli. II. Universidade Federal de Uberlândia. Programa de Pós-Graduação em Economia. III. Título.

---

CDU: 330

HENRIQUE FERREIRA DE SOUZA

**ANÁLISE DOS FLUXOS DA CONTA FINANCEIRA DO BALANÇO DE  
PAGAMENTOS BRASILEIRO E A DINÂMICA ESPECULATIVA DOS  
INVESTIMENTOS DIRETOS (PERÍODO 2000-2016)**


Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para obtenção do título de mestre em Economia.

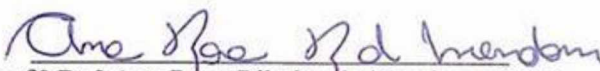
Área de concentração: Desenvolvimento Econômico


Orientadora: Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Vanessa Petrelli Corrêa

BANCA EXAMINADORA:

Uberlândia, 16 de fevereiro de 2017

  
Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Vanessa Petrelli Corrêa  
(Orientadora – IE/UFU)

  
Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti  
(Examinadora – IE/UNICAMP)

  
Prof. Dr. Niemeyer Almeida Filho  
(Examinador – IE/UFU)

## **AGRADECIMENTOS**

Por mais esta conquista, agradeço à Deus, meus pais, meus irmãos, meus familiares, minha orientadora, meus amigos, Grupo da Cris, meus professores, UFU e CAPES, pois sem vocês esta etapa não seria apenas mais difícil, mas nem seria iniciada. A todos, meu sincero obrigado!

"Hay dos tipos de economistas:  
los que trabajan para hacer más ricos a los ricos  
y los que trabajamos para hacer menos pobres a los pobres"  
(Jose Luis Sampedro)

## RESUMO

Com o avanço dos processos de desregulamentação financeira, liberalização externa e, expansão das inovações financeiras, principalmente a partir das décadas de 1980 e 1990, num sistema monetário e financeiro hierarquizado, é visto que o montante de capitais circulantes no globo aumentou sobremaneira, buscando, a partir de então, outros destinos que não apenas aqueles vinculados aos países acima da linha do equador. A consequência desse movimento foi a enxurrada de capitais para os países periféricos, aproveitando-os dos novos mercados e das elevadas taxas de juros, em que estes fluxos financeiros estarão mais ligados a fatores extranacionais (ciclos de liquidez, taxa de juros norte-americana) do que propriamente aos fundamentos macroeconômicos daqueles países. Assim, uma vez que parte dos Investimentos Diretos é composto por mera compra de ações, a hipótese do trabalho é que sua dinâmica não foge deste movimento e que parte dos seus fluxos tem caráter semelhante ao encontrado nos Investimentos em Carteira, por serem fluxos altamente voláteis e especulativos. O objetivo da dissertação é estudar, através de uma perspectiva pós-keynesiana, como se dá a dinâmica dos fluxos de capitais para o Brasil, com foco nas rubricas Investimento Direto e Investimento em Carteira passivos. O estudo desenvolve-se a partir de análises histórica, gráfica e econométrica (modelos VAR/VEC e ARCH/GARCH), e os resultados apontam que os Investimentos Diretos no País (Participação no Capital) possuem volatilidade e dinâmica parecidas com a das rubricas dos Investimentos em Carteira Passivos (Ações e Títulos de Renda Fixa, negociados no país), com relação próxima aos movimentos do índice VIX e da rubrica Ações Negociadas no País. A constatação é que primordialmente após a crise do *subprime*, e dos seus desdobramentos, os Investimentos Diretos no País (Participação no Capital) passaram a apresentar de forma mais clara (também) esta característica, seja ela: fluxos voláteis, curto-prazistas e especulativos.

**Palavras-chave:** Fluxos de Capitais, Vulnerabilidade Financeira, Brasil, Investimento Direto.

## **ABSTRACT**

With the advancement of financial deregulation, external liberalization and expansion of financial innovations, especially since the 1980s and 1990s, in a hierarchical monetary and financial system, It is perceived that the amount of capital circulating on the globe has increased enormously, and looking for destinations other than those linked to countries above the equator. The consequence of this movement was the flow of capital to the peripheral countries, taking advantage of the new markets and the high interest rates, in which these financial flows will be more associated to extranational factors (liquidity cycles, US interest rates) than the macroeconomic fundamentals of those countries. Thus, since part of the Direct Investments consists of mere stock purchase, the hypothesis of the work is that its dynamics does not escape this movement and that part of its flows has a similar character to that found in Portfolio Investments, since they are highly volatile flows and speculative. The objective of this dissertation is understand, through a post-Keynesian perspective, how the dynamics of capital flows to Brazil, focusing on the items Direct Investment and Portfolio Investment passive. The study is based on historical, graphical and econometric analysis (VAR/VEC and ARCH/GARCH models), and concludes that Direct Investments in the Country (Equity Interest) have volatility and dynamics similar to those of Portfolio Investments Liabilities (Debt Securities and Investments Fund Shares, traded in the country), with behavior close to the movements of the VIX index and the Stock Traded Securities in the Country. The main finding is that, after the subprime crisis, and its unfolding, Direct Investments in the Country (equity participation) started to presente, more clearly, (also) this characteristic, which is: volatile, short-term logic and speculative flows.

**Keywords:** Capital Flows, Financial Vulnerability, Brazil, Direct Investment.

## **LISTA DE FIGURAS**

Figura 2.1 – Estrutura da Conta Financeira .....	58
Figura 3.1 – Funções Impulso Resposta Modelo 1 P1 .....	157
Figura 3.2 – Funções Impulso Resposta Modelo 1 P2 .....	157
Figura 3.3 – Funções Impulso Resposta Modelo 2 P1 .....	160
Figura 3.4 – Funções Impulso Resposta Modelo 2 P2 .....	161
Figura 6.1 – Mudanças de contas entre BPM5 e BPM6.....	179

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1 – Taxa de juros norte-americana (Taxa Treasury de 1 ano) (dados mensais de 2000 a 2016).....	64
Gráfico 2.2 – Taxa de juros – países centrais selecionados – dados anuais com taxas a.a. ....	66
Gráfico 2.3 – Taxa de juros – países periféricos selecionados – dados anuais com taxas a.a. ....	66
Gráfico 2.4 – Influxos de capitais brutos para os países emergentes (em porcentagem do PIB) .....	67
Gráfico 2.5 – Fluxos líquidos dirigidos a países Emergentes: Total, Investimentos em Carteira e Investimentos Diretos – em US\$ bilhões.....	68
Gráfico 2.6 – Fluxos líquidos de recursos dirigidos aos países Emergentes: Totais e para América Latina e o Caribe – em US\$ bilhões .....	68
Gráfico 2.7 – Fluxos líquidos de Investimentos em Carteira dirigidos a países Emergentes – em US\$ bilhões .....	69
Gráfico 2.8 – Taxa de Crescimento do PIB – Brasil e grupos selecionados .....	71
Gráfico 2.9 – Dívida Pública % PIB – Brasil .....	71
Gráfico 2.10 – Inflação – IPCA – Brasil (% a.a.).....	72
Gráfico 2.11 – Índice de volatilidade (VIX) e Índice de Risco EMBI+Brasil (dados mensais de 2000 a 2016) .....	73
Gráfico 2.12 – Brasil – Taxa de juros – Over/Selic – (diária – % a.a.) .....	73
Gráfico 2.13 – Taxa de juros brasileira (taxa swap DI pré 360), Taxa de juros norte-americana (1 year Treasury) e Diferencial de juros – taxa anualizada e dados mensais .....	75
Gráfico 2.14 – Balanço de Pagamentos brasileiro (dados trimestrais – acumulados em quatro trimestres – em milhões de US\$).....	77
Gráfico 2.15 – Conta Financeira brasileira (dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres).....	79
Gráfico 2.16 – Taxa de câmbio spot, Expectativa de câmbio para seis meses e Expectativa de variação cambial (cambio R\$/US\$ – dados mensais de 2000 a 2016) .....	79
Gráfico 2.17 – Investimentos em Carteira – Brasil (dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres).....	81
Gráfico 2.18 – Investimentos em Carteira (passivo) – Brasil (dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres).....	81

Gráfico 2.19 – Investimento Direto – Brasil (dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres).....	82
Gráfico 2.20 – Investimento Direto no País – Brasil (dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres).....	83
Gráfico 2.21 – Taxa de inflação efetiva, meta e bandas (IPCA) – Brasil – p.p. ....	86
Gráfico 2.22 – Reservas internacionais – Conceito liquidez – Brasil – US\$ (milhões).....	88
Gráfico 2.23 – Risco País Global, Risco País Residual e Quase renda em %.....	90
Gráfico 2.24 – Investimentos em Carteira (passivo) em Títulos de Renda Fixa – Brasil (dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres) .....	90
Gráfico 2.25 – IC (passivo) em Títulos de Renda Fixa Negociados no Mercado Externo – Brasil (dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres).....	91
Gráfico 2.26 – IC (passivo) em Títulos de Renda Fixa Negociados no Mercado Externo (longo prazo) – Brasil (dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres).....	91
Gráfico 2.27 – Média Móvel e Desvio Padrão (12 meses) dos Investimentos Diretos no País e Investimentos em Carteira Passivos – para o Brasil (dados mensais em milhões US\$) .....	97
Gráfico 2.28 – Comparativo entre o IDE (acumulado em 12 meses) e a tendência de Longo Prazo da taxa de crescimento real do PIB .....	98
Gráfico 2.29 – Comparativo entre IDE (em R\$ e deflacionado) e FBKF (Formação Bruta de Capital Fixo) .....	98
Gráfico 2.30 – Investimento Direto no País em Participação no Capital (passivo) – Brasil (dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres) .....	102
Gráfico 2.31 – Posição de investimento internacional (dados trimestrais em US\$ milhões). ....	108
Gráfico 2.32 – Posição de Investimento Internacional – Estoque de ativos (dados trimestrais em US\$ milhões).....	109
Gráfico 2.33 – Posição de Investimento Internacional – Estoque de passivos (dados trimestrais em US\$ milhões) .....	109
Gráfico 2.34 – Índice de Vulnerabilidade Financeira – Reversão (IVF-R) para países da América do Sul (dados trimestrais) .....	114
Gráfico 2.35 – Ranking dos países – Entrada de Investimento Direto (US\$ bilhões) .....	116
Gráfico 2.36 – Conta de Rendas Secundárias – Balanço de Pagamentos Brasileiro (US\$ milhões).....	118

Gráfico 2.37 - Ingressos de Investimentos Diretos no País (Brasil) – Participação no Capital – por ano (distribuição por setor - US\$ milhões – barras com valores no eixo principal e linhas no eixo secundário).....	120
Gráfico 3.1 – Volatilidade conjunta das subcontas selecionadas da Conta Financeira brasileira* (US\$ milhões).....	142
Gráfico 3.2 – Volatilidade das subcontas selecionadas* de Investimentos em Carteira Passivos: em Ações (DACPN) e em Títulos de Renda Fixa Negociados no Mercado Doméstico (DTRFNMD) – US\$ milhões .....	145
Gráfico 3.3 – Volatilidade das subcontas selecionadas* de Investimentos Diretos no País: Participação no Capital (DIDPPC) e Empréstimos Intercompanhias (DIDPOI) – em US\$ milhões .....	146
Gráfico 3.4 – Relação entre IDP Participação no Capital e ICP em Ações Negociadas no País – Brasil (valores acumulados em quatro trimestres em US\$ milhões).....	163
Gráfico 6.1 – Investimento Direto BPM5 e BPM6 – Brasil – valores acumulados e quatro trimestres em US\$ milhões.....	180

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1.1 – Balancete Bancário Típico até os anos 1960 .....	28
Quadro 1.2 – Balancete bancário típico até os anos 1980 .....	31
Quadro 2.1 – Ciclos de liquidez internacional .....	62
Quadro 2.2 – Surto de Recursos .....	62
Quadro 2.3 – Rodadas dos programas de relaxamento monetário .....	65
Quadro 2.4 – Medidas Macropрудenciais - histórico das alterações do IOF – Brasil .....	93
Quadro 3.1 – Séries das Volatilidade Estimadas .....	136
Quadro 3.2 – Modelo ARCH/GARCH para a variável DIDPPC .....	141
Quadro 3.3 – Modelo ARCH/GARCH para a variável DIDPOI .....	141
Quadro 3.4 – Modelo ARCH/GARCH para a variável DACNP .....	141
Quadro 3.5 – Modelo ARCH/GARCH para a variável DTRFMD .....	142
Quadro 3.6 – Modelos Econométricos Estimados .....	148
Quadro 3.7 – Modelo 1 P1 – Critérios de seleção de defasagens .....	152
Quadro 3.8 – Modelo 1 P2 – Critérios de seleção de defasagens .....	152
Quadro 3.9 – Modelo 2 P1 – Critérios de seleção de defasagens .....	152
Quadro 3.10 – Modelo 2 P2 – Critérios de seleção de defasagens .....	153
Quadro 3.11 – Teste de Cointegração – Modelo 1 P1 .....	153
Quadro 3.12 – Teste de Cointegração – Modelo 1 P2 .....	153

## LISTA DE TABELAS

Tabela 2.1 – Dívida Pública % PIB – Países selecionas (nove maiores economias) – dados anuais .....	72
Tabela 2.2 – Indicadores de Vulnerabilidade Externa do Brasil (anos selecionados).....	113
Tabela 2.3 – Ingressos de Investimentos Diretos no País (Brasil) – Participação no Capital – por ano (distribuição por país - US\$ milhões).....	119
Tabela 3.1 – Estatísticas descritivas (séries das volatilidades).....	138
Tabela 3.2 – Teste de estacionariedade (ADF, PP, KPSS).....	139
Tabela 3.3 – Testes de Heterocedasticidade (ARCH) e Autocorrelação (LM).....	140
Tabela 3.4 – Teste de Estacionariedade ADF, PP e KPSS (Periodicidade 1 – 2000m01 a 2007m07).....	150
Tabela 3.5 – Teste de Estacionariedade ADF, PP e KPSS (Periodicidade 2 – 2007m08 a 2016m01).....	151
Tabela 3.6 – Decomposição da variância – Modelo 1 P1 .....	155
Tabela 3.7 – Decomposição da variância – Modelo 1 P2 .....	156
Tabela 3.8 – Decomposição da variância – Modelo 2 P1 .....	158
Tabela 3.9 – Decomposição da variância – Modelo 2 P2 .....	159
Tabela 6.1 – Teste de cointegração estatística do Traço (para a existência de intercepto e tendência linear no vetor de cointegração e tendência quadrática no nível) para modelo 1 P1 .....	181
Tabela 6.2 – Teste de cointegração estatística máximo Autovalor (para a existência de intercepto e tendência linear no vetor de cointegração e tendência quadrática no nível) para modelo 1 P1 .....	181
Tabela 6.3 – Teste de cointegração estatística do Traço (para a existência de intercepto e tendência linear no vetor de cointegração e tendência quadrática no nível) para modelo 1 P2 .....	181
Tabela 6.4 – Teste de cointegração estatística máximo Autovalor (para a existência de intercepto e tendência linear no vetor de cointegração e tendência quadrática no nível) para modelo 2 P2.....	181
Tabela 6.5 – Decomposição da variância – Modelo 1 P1 .....	182
Tabela 6.6 – Decomposição da variância – Modelo 1 P2 .....	183

Tabela 6.7 – Decomposição da variância – Modelo 2 P1 .....	184
Tabela 6.8 – Decomposição da variância – Modelo 2 P2 .....	185

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ACNP – Ações Negociadas no País  
AL – América Latina  
AM – Autoridade Monetária  
BACEN – Banco Central do Brasil  
BCE – Banco Central Europeu  
BDR – Brazilian Depositary Receipts  
C – Caribe  
CBOE – Chicago Board Options Exchange  
CD – Certificados de Depósitos  
CF – Conta Financeira  
CMN – Conselho Monetário Nacional  
CVM – Comissão de Valores Mobiliários  
DER – Derivativos  
DV – Decomposição da variância  
EM – Países Emergentes  
EMgK – Eficiência Marginal do Capital  
EUA – Estados Unidos da América  
FBCF – Formação Bruta de Capital Fixo  
FED – Banco Central Norte-americano (*Federal Reserve*)  
FIR – Função Impulso e Resposta  
FMI – Fundo Monetário Internacional  
FOMC – Comitê Federal de Mercado Aberto do Federal Reserve  
FRF – Fundos de Reserva Federal  
FRN – *Floating Rate Notes*  
GSE – títulos de dívida das agências  
I – Investimento  
IC – Investimento em Carteira  
ID – Investimento Direto  
IDP – Investimento Direto no País  
IOF – Imposto Sobre Operações Financeiras  
IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo  
IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

IVF-R – Índice de Vulnerabilidade Financeira à Reversão de Recursos

MBS – títulos relacionados a hipotecas

NIF – *Notes Issuance Facility*

OI – Outros Investimentos

OMC – Organização Mundial do Comércio

PA – Pagamento Antecipado ao Exportador

PC – Participação no Capital

PCJ – Paridade Coberta da Taxa de Juros

PIB – Produto Interno Bruto

Q – *Quarterly* (trimestre)

QE - *Quantitative Easing*

RUFUS – *Revolting Underwriting Facilities*

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e de Custódia

TRF NMD – Títulos de Renda Fixa Negociados no Mercado Doméstico

TRF NME – Títulos de Renda Fixa Negociados no Mercado Externo

TRUF – *Transferable Underwriting Facility*

TVM – Títulos e Valores Mobiliários

UNCTAD – *United Nations Conference on Trade and Development* (Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento)

VIX – *Volatility Index* (Índice de Volatilidade)

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>20</b>
<b>CAPÍTULO I – INOVAÇÕES FINANCEIRAS E FINANÇAS DESREGULADAS – O PERFIL DOS FLUXOS FINANCEIROS PÓS DÉCADA DE 1960 E A ESPECIFICIDADE DOS PAÍSES PERIFÉRICOS .....</b>	<b>24</b>
Introdução .....	24
1.1 – Modificações e características importantes do Sistema Financeiro Internacional e dos fluxos de capitais pós década de 1960 – uma abordagem a partir de Keynes e Minsky .....	26
1.1.1 – As inovações financeiras dos anos 1960 e 1970: aumento do potencial da oferta de empréstimos e maior dificuldade de controle das Autoridades Monetárias.....	27
1.1.2 – Considerações sobre as inovações financeiras dos anos 1960 e 1970 em seus impactos sobre os mercados financeiros no mundo e a posição dos países periféricos..	33
1.2 – As inovações financeiras dos anos 1980 e 1990 e o novo desenho da dinâmica dos fluxos de capitais .....	37
1.2.1 – Crescimento das operações via títulos de dívida direta (securitização).....	38
1.2.2 – O surgimento e avanço das operações com derivativos (mercados de swaps, mercados futuros e de opções) .....	43
1.3 – Subordinação Financeira dos países periféricos: internacionalização dos capitais, hierarquia das moedas e ciclos reflexos.....	45
1.3.1 – Países periféricos e hierarquia das moedas .....	46
1.3.2 – Países periféricos, determinação dos juros e spreads especulativos .....	50
Considerações para os próximos capítulos .....	54
<b>CAPÍTULO II – DINÂMICA DA LIQUIDEZ MUNDIAL E CICLOS REFLEXOS DOS FLUXOS DE CAPITAIS DIRIGIDOS AO BRASIL NOS ANOS 2000 .....</b>	<b>56</b>
Introdução .....	56
2.1 – Estrutura da Conta Financeira brasileira.....	57
2.2 – Periodicidade da dinâmica dos fluxos de liquidez internacional .....	59
2.3 – Indicadores Internos da economia Brasileira na periodicidade considerada .....	70
2.4 – A caracterização da dinâmica do Balanço de Pagamentos brasileiro nos anos 2000 ..	75

2.4.1 – O ciclo reflexo do Balanço de Pagamentos brasileiro e a periodização do nosso estudo .....	75
2.4.2 – Dinâmica dos fluxos de capitais da Conta Financeira brasileira.....	77
2.4.3 – Vulnerabilidade financeira e dinâmica do passivo externo do Balanço de Pagamentos brasileiro .....	107
2.5 – Tendência e composição dos Investimentos Diretos no Brasil e no Mundo nos últimos anos .....	115
Considerações para o próximo capítulo.....	121
<b>CAPÍTULO III – ANÁLISE EMPÍRICA DOS DETERMINANTES E DA VOLATILIDADE DOS INVESTIMENTOS DIRETOS NO PAÍS EM PARTICIPAÇÃO NO CAPITAL .....</b>	<b>123</b>
Introdução .....	123
3.1 – Revisão da literatura empírica .....	126
3.2 – Aspectos metodológicos dos modelos VAR/VEC e ARCH/GARCH.....	131
3.2.1 – Modelos ARCH/GARCH .....	131
3.2.3 – Modelos VAR/VEC .....	134
3.3 – Construção dos modelos e resultados .....	136
3.3.1 – Estudo 1 – Modelos ARCH/GARCH .....	136
3.3.2 – Estudo 2 – Modelos VAR/VEC .....	146
Considerações finais do capítulo .....	164
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>166</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>170</b>
<b>APÊNDICE .....</b>	<b>178</b>

## INTRODUÇÃO

O período pós-abertura financeira da década de 1990, marca fases de expansão e retração da liquidez mundial. Nos anos mais recentes podemos destacar duas dinâmicas importantes: (i) aquela referente ao período 2003-2007, que marca uma fase de alta liquidez, crescimento vigoroso dos países e, ao mesmo tempo, de crescimento do endividamento; (ii) e o período que se descortina após 2008, em que se observa a descoordenação econômica e crise nos países centrais, movimento que se espalha para as economias do mundo.

Um ponto que se pretende destacar é que não se pode dizer que, mesmo no período de expansão, os fluxos financeiros que se dirigiram aos países periféricos tiveram uma característica menos especulativa e não tenham se revertido em momentos de mudanças de conjuntura (CORRÊA et al, 2009; MUNHOZ, 2010). No entanto, sem dúvida, na fase de maior instabilidade, se observa uma redução do crescimento desses países e aí se explicitam as dicotomias, inconsistências e limites dos modelos de crescimento adotados pelos mesmos na fase de expansão.

Nesse contexto, pudemos ver que no primeiro período indicado ocorreu uma fase conjunta de expansão dos capitais para vários países periféricos, que não têm moeda forte, o que pode ser observado, tanto quando consideramos um grupo de países de economias mais robusta, de grande território e população (como o grupo dos BRICs), quanto como quando consideramos um grupo de países periféricos heterogêneos de uma mesma região (como o grupo dos países da América do Sul). Paralelamente, a segunda fase marca um período em que as taxas de crescimento arrefecem e em que se retomam as discussões sobre os “erros” cometidos durante a fase de expansão.

Uma das características comuns ao debate contemporâneo é o de que ele é dominado, mais uma vez, pela retórica de que os “erros” são causados pelo excesso de gastos, especialmente os públicos, sendo que os movimentos de expansão da dívida bruta dos países periféricos seriam o indicador desta questão. De outra parte, seria esta a fragilidade que afugentaria, tanto capitais dirigidos às atividades produtivas, quanto os capitais dirigidos a financiar as atividades internas.

No contexto desse momento histórico em que ainda se vive o processo de mudança estrutural provocado pelo menor crescimento e de problematização financeira da Europa, pela reestruturação do crescimento dos Estados Unidos e pelo crescimento mais lento da China (ela também um país sem moeda forte), considera-se importante retomar a discussão sobre as características particulares dos países periféricos no que tange à sua posição monetária

subordinada à lógica das moedas que têm dominância em nível mundial, bem como às características instabilizadoras que os capitais dirigidos à esses países provocam.

Ou seja, este tipo de discussão envolve uma inversão da problemática de análise. Por um lado, incorporando elementos da dinâmica instável mundial para analisar a questão de instabilidade reflexa, necessariamente enfrentada pelos países periféricos. Por outro lado, incorporando a questão dos limites estruturais ao crescimento enfrentado por essas economias periféricas.

Esta segunda perspectiva da discussão, engloba o debate da restrição externa ao crescimento em sua vertente estruturalista, quanto ao perfil da estrutura produtiva doméstica em relação com os mercados mundiais. Também engloba uma dimensão extra, vinculada ao fato de que a dinâmica do Balanço de Pagamentos também enfrenta questões de restrição financeira, vinculada aos volumes e volatilidade dos fluxos financeiros mais instáveis.

A discussão que se pretende desenvolver se vincula à preocupação da discussão da instabilidade reflexa e à restrição financeira ligada à instabilidade dos fluxos dirigidos aos países periféricos, sendo que o interesse é o de verificar aspectos relativos ao caso brasileiro.

Esta discussão, por sua vez exige a compreensão que a dinâmica dos fluxos de capitais no período contemporâneo envolve movimentos muito mais instáveis, em comparação com o que se verificava nos períodos anteriores à década de 1980.

A partir dessa década avançam as inovações financeiras que aprofundam a criação de novos passivos bancários mais flexíveis (iniciada na década de 1960), que avançam em direção do processo de securitização e crescimento de operações com derivativos. Isto, ademais, vêm junto com o processo conjunto de desregulamentação financeira e liberalização externa, em que a dinâmica resultante de todas essas modificações provoca a forte inter-relação entre os mercados financeiros do mundo (MINSKY, 1986; CINTRA, 1998).

Nesse contexto, a presente dissertação engloba a compreensão dessa nova dinâmica e a percepção de que as novas ferramentas e institucionalidades criadas possibilitaram uma maior velocidade na transação dos fluxos financeiros, sendo que se expandem aqueles que têm o que chamamos de “viés de curto prazo”, no sentido de que podem reverter a qualquer mudança de conjuntura (CORRÊA *et al*, 2009; MUNHOZ, 2010).

O intuito desta dissertação é o de analisar o caso brasileiro, buscando levantar elementos externos que influenciam na instabilidade dos fluxos financeiros dirigidos ao país.

A partir daí, o **primeiro plano de análise** é o destaque de que o estudo do Balanço de Pagamentos dos países deve considerar essa “nova roupagem” da conta financeira, que tem um viés de maior volatilidade. Destacamos que esse trabalho faz parte da linha de pesquisa sobre a

vulnerabilidade financeira em economias periféricas, e está relacionado aos trabalhos de Corrêa e os por ela orientados, que seguiram estas considerações. Ademais, a discussão segue também os avanços apresentados por Munhoz (2010), acerca da discussão da vulnerabilidade financeira.

O **segundo plano de análise** é o de destaque da especificidade dos países periféricos que não têm moeda forte no desenho desta dinâmica financeira internacionalizada e em que os fluxos de empréstimos via lançamento de títulos de dívida direta têm um papel forte.

Por fim, o **terceiro plano da análise** é o que avalia a condição particular da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos brasileiro (um país periférico), no qual se apresentam condições estruturais de oferta de juros extremamente altos a ponto de definir elevados patamares de rentabilidade à capitais internacionais e domésticos que estão em busca de valorização, especialmente em momentos de expansão da liquidez.

Neste contexto, a presente dissertação pretende analisar o movimento do Balanço de Pagamentos Brasileiro, centrando-se na dinâmica da Conta Financeira, no período 2000-2016. A perspectiva teórica de fundo parte da abordagem de Keynes e da indissociável relação entre o “lado real e o monetário” em economias monetárias da produção.

O estudo envolve a análise da especificidade da conta de Investimentos Diretos, confrontada com a conta de Investimentos em Carteira. O intuito é o de mostrar que essa última é fortemente relacionada com a dinâmica da liquidez dos mercados financeiros globais, sendo muito volátil, mas que os Investimentos Diretos, podem em parte ter a mesma dinâmica, por conterem grandes volumes de compras de ações.

A hipótese levantada pela dissertação é que, não somente os Investimentos em Carteira tenham um caráter especulativo, mas que os Investimento Diretos também possuam, em parte essa característica. Uma vez que uma das rubricas do Investimento Direto é aquela que caracteriza a participação no capital de não-residentes em companhias instaladas em solo nacional, e que a compra de ações acima de 10% (com direito a voto) de uma empresa entra nessa rubrica, movimentações de capitais nessa conta podem ser apenas troca de propriedade, em que após entrar em mercado nacional pode ser facilmente convertida em outros ativos, e ser instrumento para atividades puramente especulativas.

O objetivo desta dissertação é analisar a dinâmica dos fluxos de Investimento Diretos para o Brasil, comparado com os de Investimentos em Carteira no período pós anos 2000, com o intuito de destacar que parte daqueles fluxos também deve ser visto como um elemento especulativo, com rápido potencial de reversão.

Para isto buscamos alguns objetivos específicos:

- a) Analisar a dinâmica geral dos fluxos financeiros dirigidos aos países periféricos a partir de 2000, focando na dinâmica conjunta dos Investimentos Diretos e em Carteira, para identificar se houve mudança na dinâmica dos mesmos após 2007. O objetivo é o de, com estes dados, indicar uma mudança de performance e, que isto possa reforçar a hipótese levantada.
- b) Mostrar que grande parte da dinâmica dos Investimentos Diretos no Brasil está relacionada à dinâmica especulativa, não podendo se separar da dinâmica dos Investimentos em Carteira em ações (negociadas no país). O objetivo para tal envolve:
  - b1) Estudar a especificidade dos Investimentos Diretos destinados ao Brasil, principalmente aqueles entrantes pela rubrica Participação no Capital.
  - b2) Estudar a volatilidade dos Investimentos Diretos Participação no Capital e dos Investimentos em Carteira Passivos em Ações Negociadas no País, buscando a existência de associação entre os mesmos, e avançando em trabalhos já realizados, verificando se a dinâmica dos controles de capitais afetou o movimento dos fluxos nesta rubrica.
  - b3) Estudar a relação entre os Investimentos Diretos Participação no Capital, Investimentos em Carteira Passivos em Ações Negociadas no País, e variáveis consideradas pela literatura como relevantes para a dinâmica destes fluxos.

Para tanto, a dissertação está dividida em introdução, três capítulos e considerações finais. A introdução é justamente está a qual acabamos de apresentar, em que fazemos uma introdução do assunto a ser discutido, apresentando nossa justificativa, hipótese e objetivos. No Capítulo 1, apresentaremos as transformações do sistema financeiro mundial (processos de desregulamentação e liberalização financeira, e desenvolvimento das engenharias financeiras), principalmente a partir de 1960, juntamente com a perspectiva teórica seguida por nós, ou seja, a visão pós-keynesiana para uma economia monetária da produção e sistema financeiro hierarquizado. No Capítulo 2, apresentamos o panorama do sistema financeiro internacional e da economia brasileira a partir de 2000, com estudo mais concentrado na dinâmica dos fluxos de capitais no Brasil e no Mundo, com foco neste primeiro e nos seus fluxos de Investimento Direto e Investimento em Carteira Passivos. No Capítulo 3, trazemos um estudo da volatilidade dos fluxos das rubricas do Investimento Direto e Investimentos em Carteira Passivos através de modelos ARCH/GARCH e, a relação destes fluxos entre eles mesmos e entre as variáveis mais relevantes para suas dinâmicas (estudadas no Capítulo 2) através de modelos VAR/VEC. Por fim, apresentamos nossas considerações finais a respeito da presente dissertação, suscitando os pontos levantados em cada capítulo e aproximando-os da nossa hipótese.

## **CAPÍTULO I**

### **INOVAÇÕES FINANCEIRAS E FINANÇAS DESREGULADAS – O PERFIL DOS FLUXOS FINANCEIROS PÓS DÉCADA DE 1960 E A ESPECIFICIDADE DOS PAÍSES PERIFÉRICOS**

#### **Introdução**

O debate central de nossa dissertação, conforme indicado na introdução, envolve a análise da dinâmica dos fluxos de capitais para o Brasil na atualidade, compreendendo-se que estamos tratando de um país periférico que se coloca numa posição subordinada e reflexa quanto à determinação da dinâmica geral dos fluxos financeiros (RESENDE e AMADO, 2007).

Para entrarmos nessa discussão consideramos importante passar por algumas explicações, que são o pano de fundo da análise que desenvolveremos. A nossa compreensão é a de que o próprio estudo empírico pressupõe a perspectiva que apresentaremos no presente capítulo.

Em primeiro lugar, na medida em que o foco do estudo é o perfil da conta financeira do Balanço de Pagamentos Brasileiro, consideramos que devemos explicitar o perfil dos principais fluxos financeiros sob análise e de como o avanço da internacionalização das finanças ocorreu em nível mundial, especialmente após a década de 1960, avançando até os anos 2000.

Em segundo lugar, outra análise derivada da anterior envolve a caracterização de como as economias periféricas se apresentam nessa dinâmica financeira internacionalizada.

É importante destacar que a abordagem dessas discussões será feita a partir de Keynes e Minsky, mas que a discussão da internacionalização financeira e da especificidade dos países periféricos se faz a partir de uma literatura essencialmente nacional dos anos 2000, que apresenta importante debate compatível e balizador dessa discussão (BIANCARELLI, 2006 e 2012; CORRÊA, 2006, 2009 e 2012; CINTRA e FARHI, (2008); DE CONTI, PRATES e PLIHON, 2013; CROCCO e JAYME JR, 2005; KALTENBRUNNER e PASCHOA 2014; MOLLO e AMADO 2006; PRATES, 2005; PRATES e FARHI 2004; RESENDE e AMADO 2007; ROSSI, 2014).

Dessa forma, neste capítulo retomamos algumas das transformações ocorridas no Sistema Financeiro Internacional, especificamente após a década de 1960, para poder explicitar o perfil dos fluxos financeiros que se internacionalizam em uma dinâmica financeira cada vez mais desregulada.

**Primeiramente** destacaremos as principais inovações financeiras dos anos 1960 e 70 que aumentaram o potencial de oferta de moeda bancária nos sistemas financeiros, nessa época capitaneada pelo Sistema Bancário. **Depois disto**, analisaremos o surgimento das inovações financeiras nos anos de 1980/90, que diz respeito ao avanço do processo de securitização e dos mercados de derivativos, além do processo de liberalização e desregulamentação financeiras, que traçaram os contornos dos mercados financeiros globais mais recentes e o perfil dos fluxos financeiros internacionais.

**Fechamos** esta parte do trabalho, incorporando a discussão da hierarquia das moedas e explicitando como os países periféricos estão inseridos nessa dinâmica financeira internacionalizada.

Conforme indicado, a abordagem teórica considerada é aquela que parte de Keynes, considerando o conceito de moeda adotado pelo autor e por seus seguidores pós-keynesianos<sup>1</sup>. A primeira questão central é a de que estamos tratando de uma “Economia Monetária da Produção” em que a moeda é socialmente aceita como medida dos preços e como designadora dos contratos. Ela pode ser trocada por qualquer ativo, serve como reserva de valor e é considerada como riqueza. Ela é a “liquidez por excelência”, mas percebendo-se que nessa economia existem outros ativos que apresentam diferentes hierarquias de liquidez: da mais alta (a moeda), para a mais baixa (o capital fixo). Nessa escala, um ativo será tão mais líquido quanto mais flexível for – quanto mais fácil, com menor risco e com menores perdas puder se transformar na liquidez por excelência. Nesse contexto, os títulos da dívida pública interna de um determinado país podem ser considerados com alto grau de liquidez para o detentor doméstico<sup>2</sup>.

Para além dessas características básicas, próprias a uma economia monetária da produção, a abordagem de Keynes ocorre num momento em que já se apresentam mercados de capitais consolidados e em que é possível destacar a demanda de liquidez sob o motivo especulação – resultante da possibilidade de ganhos por diferenças de expectativas quanto ao preço de títulos. O contexto é o de que nessas economias o preço dos títulos é fortemente influenciado por fatores especulativos, sendo que esses preços afetam motivos e decisões.

---

<sup>1</sup> Consideramos que a discussão de Keynes a respeito do conceito de moeda é também compatível com a discussão proposta por Marx (MOLLO, 2004), mas na dissertação utilizaremos essencialmente a abordagem de Keynes e dos avanços apontados por autores pós keynesianos como Minsky e Victoria Chick.

<sup>2</sup> Mais adiante nesse capítulo indicaremos a questão da hierarquia das moedas, mostrando que moedas de países periféricos não serão consideradas “Dinheiro” para aplicadores internacionais.

Nestes termos, a moeda é demandada, pelo motivo Transação (Renda e Negócios), mas também por sua função de reserva de valor, envolvendo o motivo precaução e especialmente o motivo especulação (KEYNES, 1982).

A segunda questão central, derivada da primeira, é a de que nas economias monetárias os bancos se comportam de maneira particular, sendo criadores de moeda, e a oferta de crédito independe da poupança<sup>3</sup> (KEYNES, 1992a e 1992b). Ainda que se considere que o mercado de capitais seja uma fonte importante de oferta de empréstimos, o destaque é o de que os bancos têm a “chave do crescimento econômico”, por serem criadores de moeda – especialmente quando a economia quer crescer a taxas crescentes (KEYNES, 1992a e 1992b). Neste sentido, a instabilidade do sistema é característica invariável de uma economia monetária da produção, em que os ciclos expansivos conseguem ser alongados quando há expectativas favoráveis, mas não consegue remediar a iliquidez no momento de declínio das mesmas (CINTRA, 1998).

Esta concepção de moeda é central para a discussão que desenvolvemos na presente dissertação, sendo a base para a compreensão da construção da abordagem da hierarquia das moedas e da subordinação financeira estrutural envolvida dos países periféricos. Entender as modificações dos mercados financeiros é o próximo passo da discussão, para encerrarmos o capítulo com a problemática referente à questão da hierarquia das moedas.

### **1.1 – Modificações e características importantes do Sistema Financeiro Internacional e dos fluxos de capitais pós década de 1960 – uma abordagem a partir de Keynes e Minsky**

O imediato pós Segunda Guerra se apresenta como um período de importante expansão mundial, chamado de “pax americana”. É um período em que se observa o crescimento da internacionalização da produção pela via das multinacionais e este movimento atinge inclusive o Brasil. No caso do Balanço de Pagamentos do país, observa-se uma forte entrada de Investimentos Diretos, articulando a dinâmica do capital internacional com a política de desenvolvimento doméstica, pela via das ações de industrialização – especialmente nos governos de Getúlio Vargas e depois no Governo de Juscelino Kubitschek, com o Plano de Metas.

---

<sup>3</sup> Chick (1994), trata das “fases” do desenvolvimento do Sistema Bancário, mostrando como esses agentes iniciam sua atuação como custodiadores de recursos, mas que a função de crédito avança à medida em que os bancos passam a criar moeda ofertando empréstimos e criando paralelamente um depósito à vista contábil. A percepção é a de que parte importante da liquidez se dirige aos bancos, que são grandes aglutinadores de capitais e que a dinâmica constante de entradas e saídas de recursos via depósitos à vista acaba permitindo a criação de moeda. A partir daí se abre para Chick o chamado “estágio 2” do sistema bancário.

As modificações da dinâmica financeira bancária, que ocorrerão principalmente depois de 1960, podem ser fortemente correlacionadas com dois processos interligados:

- (i) O das inovações financeiras criadas nos Estados Unidos e que mudaram a forma de operação do mercado bancário<sup>4</sup>;
- (ii) O da internacionalização da dinâmica dos grandes bancos, atuando nessa nova lógica e a partir de um mercado financeiro que se internacionaliza fortemente.

O primeiro desses processos é fortemente discutido e analisado por Minsky (1986), que avança no conceito de fragilidade financeira e mostra como a dinâmica do financiamento vai ficando cada vez mais complexa e não passiva de controle por parte das autoridades monetárias.

O segundo processo está ligado ao anterior, pois trata do avanço das finanças internacionais a partir de uma nova forma de atuação do Sistema Bancário. No entanto, é mais do que isso, por estar ligada à própria dinâmica do crescimento mundial no imediato pós-guerras e da forma como o “padrão dólar-ouro” vai se descoordenando à medida que o avanço das finanças deixa clara a sua lógica de criação de moeda e de especulação.

#### **1.1.1 – As inovações financeiras dos anos 1960 e 1970: aumento do potencial da oferta de empréstimos e maior dificuldade de controle das Autoridades Monetárias**

Referente ao sistema financeiro norte americano, no imediato pós Segunda Guerra Mundial destaca-se o fato de que ele era fortemente segmentado, ou seja, as instituições eram separadas por tipos de serviços, e o controle institucional da criação de moeda e dos limites de cada uma das instituições participantes era fortemente efetuado pela Autoridade Monetária (AM) – o Federal Reserve Bank.

Do ponto de vista do financiamento, a lógica de operação dos bancos comerciais (captadores de depósitos à vista) era a de que a captação básica dos recursos se dava através dos depósitos à vista, o principal passivo bancário. Do lado dos Ativos, os Empréstimos eram importantes fontes de aplicações e geração de rentabilidade, mas eram ativos muito ilíquidos (ativos posição). Destaca-se a capacidade da criação de moeda através de operações contábeis, criando-se paralelamente um depósito à vista contábil. Ainda do lado dos Ativos, as operações de Encaixe e de Aplicações em títulos líquidos (especialmente títulos públicos) eram responsáveis por proporcionar a liquidez necessária, quando havia qualquer movimento de corrida bancária, ou mesmo quando havia qualquer necessidade premente de liquidez.

---

<sup>4</sup> Randal Wray (2015), detalha essa discussão.

Ou seja, considerando esse perfil do sistema bancário; estas duas contas (Encaixes e Títulos e Valores Mobiliários - TVM) são consideradas instrumentos que permitem a manutenção de um ativo “posição”, ou seja; de um ativo ilíquido. São instrumentos de “*position making*” e estão do lado do ativo, fato destacado por Minsky (1986).

Neste sentido, os principais instrumentos de *position-making* dos bancos americanos antes dos anos 1960/1970 foram as compras de Notas do Tesouro norte americano que são contabilizadas como “aplicações em títulos e valores mobiliários”. São considerados ativos líquidos, pois podem ser vendidos a qualquer momento, por serem consideradas “seguros” e terem amplo mercado secundário.

A dinâmica dessa estrutura é a de que, nos momentos de expansão econômica e de expectativas positivas, os bancos concentravam seus ativos em Empréstimos - que são mais ilíquidos, mas geram rentabilidade superior. Já em momentos de retração e de mudanças de percepção quanto à conjuntura econômica, mudam rapidamente de posição e concentram suas aplicações em TVMs, especialmente em notas do Tesouro, que são ativos mais líquidos.

**Quadro 1.1 – Balancete Bancário Típico até os anos 1960**

Ativos	Passivos
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Encaixes</li> <li>• Aplicações em títulos e valores mobiliários (TVMs)</li> <li>• Empréstimos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Depósitos à Vista</li> <li>• Depósitos à prazo tradicionais</li> <li>• Empréstimos de redesconto (AM - prestador de última instância)</li> </ul>

Fonte: Elaboração própria.

Neste sentido, nos momentos de redução da dinâmica econômica e piora das expectativas, os bancos tendem a ser os primeiros a reagir, reduzindo a participação da oferta de Empréstimos (e criação de moeda) sobre o total dos Ativos e aumentando a participação dos encaixes e das aplicações em TVMs. Nos momentos de expansão, por outro lado, os bancos privados reverterem esta dinâmica, mas o fazem sempre depois do retorno do crescimento já estar se processando.

Neste desenho, as Autoridades Monetárias têm a capacidade de afetar o sistema, especialmente no controle da expansão monetária:

- a) Através do aumento da exigência de compulsórios sobre depósitos à vista, que afeta as reservas obrigatórias e reduz a participação dos empréstimos sobre o total do ativo;

- b) Através do aumento dos juros sobre os empréstimos compulsórios, que afetam a decisão de expansão de empréstimos, já que as AM são emprestadoras de última instância. Caso queiram fugir deste tipo de empréstimo de liquidez (que estariam com juros muito altos), a única saída seria a redução da concessão de empréstimos sobre o total do ativo, aumentando-se os encaixes e aplicações em títulos.

No caso da política monetária afetando o crescimento, a perspectiva que trabalhamos segue as indicações de Keynes (1982), de que esta política monetária expansionista é limitada, uma vez que a redução da taxa de juros ou dos compulsórios podem ser acompanhados por uma paralela redução da EMgK, de forma que a política não terá afetado a decisão dos agentes privados, quer seja de gastos, quer seja de expansão de empréstimos<sup>5</sup>

De qualquer forma, o ponto salientado é a de que nesta configuração do sistema bancário, que permanece basicamente até a década de 1960, a política monetária restritiva funciona<sup>6</sup>, e outro destaque importante é o de que a internacionalização do crédito é limitada.

O próximo ponto de nossa discussão refere-se à explicação das inovações financeiras dos anos 1960 e 1970. Esta discussão é levada adiante por Minsky (1986), quando o mesmo analisa as mudanças nos portfólios bancários para explicar a nova dinâmica do sistema bancário e dos fluxos financeiros, sendo que essa discussão dá a base para a interpretação do avanço das finanças internacionais no mesmo período.

O destaque é o de que o crédito bancário passa a se expandir para além dos limites impostos pelas reservas bancárias. Esta nova possibilidade de ampliação e renovação da capacidade emprestada advém principalmente das inovações financeiras desta época, que possibilitaram uma maior “flexibilização nos passivos” dos bancos comerciais.

Esta nova dinâmica é retratada por Minsky (1986), usando a terminologia para estas novas formas de captação de recursos como “novos instrumentos *deposition-making*”. A novidade é a de que aparecem novas formas de captação rápida de recursos do lado dos passivos bancários e que são mais flexíveis do que os depósitos à prazo tradicionais, podendo provocar um rápido direcionamento de recursos de agentes econômicos para estes instrumentos, possibilitando aos bancos uma nova forma de atração de recursos quando necessitam de liquidez. Neste sentido, são criados “instrumentos de *position making*” do lado do passivo.

---

<sup>5</sup> Aqui não entraremos no debate sobre moeda endógena. Para a discussão que relaciona moeda endógena e a abordagem de Minsky, veja-se Wray (2015).

<sup>6</sup> Para esta discussão veja-se Corrêa (1996).

No que se refere aos instrumentos de flexibilização dos passivos que surgiram no mercado bancário norte americano, iniciamos a explicação citando inicialmente os chamados fundos de reserva federal.

Estes são os recursos que os bancos depositam nos bancos centrais como garantia de reservas. Esses depósitos acabaram proporcionando o aparecimento de operações entre bancos, trocando estes depósitos em reservas entre si, conseguindo alcançar os níveis de liquidez exigidos pelas instituições governamentais. A taxa de remuneração que estabelecia o preço desses “empréstimos diários” é o início da taxa de mercado interbancário. Ou seja, a taxa cobrada pelo empréstimo de um banco que esteja em uma posição superavitária no dia, para com outro banco que esteja em uma situação deficitária quanto à quantidade mínima de reservas obrigatórias. Esta operação é considerada muito relevante, pois se torna o indicador mais sensível e mais curto quanto à direção das taxas de juros cobradas, e esta taxa gira em torno da taxa de redesconto. É um novo instrumento de passivo, que possibilita conseguir liquidez antes de solicitar recursos à Autoridade Monetária, além de uma melhor alocação das reservas e, “representou a criação de um mecanismo endógeno de expansão da liquidez ao permitir a alocação mais eficiente do volume de reservas do sistema” (CINTRA, 1998, p. 207).

Outro instrumento que merece destaque no período são os Certificados de Depósitos (CDs), que avançam a partir da década de 1960. Os CDs não são, de fato, depósitos a prazo convencionais. Na verdade, são títulos de dívida que os bancos oferecem a seus clientes, com o compromisso de recomprá-los quando o comprador do CD assim desejar. Por abrir mão da liquidez por um determinado tempo, o comprador do título recebe o pagamento de juros, mas eles têm um prazo para serem vendidos e, por isto, parecem ser depósitos a prazo. Outra característica é a de que a rentabilidade oferecida depende do comportamento do mercado no momento da saída de posição. Se o momento for de instabilidade, o banco recompra o título para passá-lo adiante, mas o faz pagando juros mais baixos a quem está vendendo, pois pode haver dificuldade de repasse para um novo cliente. Ou seja, são títulos que, geralmente, apresentam boa liquidez e rentabilidade, mas aí sempre está incorporada a questão do risco.

De qualquer forma, este tipo de título atrai rapidamente aplicadores por sua liquidez e rentabilidade. São uma forma nova de passivo; uma nova forma de conseguir liquidez, em momentos de necessidade.

Estes títulos se tornam no período o principal instrumento de *position-making* dos bancos. Há maior flexibilidade para o banco. Pode conseguir liquidez sem mudar sua estrutura de ativo. Ademais, reduz-se a capacidade de a autoridade monetária controlar a criação de

moeda via compulsório, uma vez que estes no início do processo não se dão sobre a captação de CDs.

**Quadro 1.2 – Balancete bancário típico até os anos 1980**

<b>Ativos</b>	<b>Passivos</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Encaixes</li> <li>• Aplicações em Títulos e Valores Mobiliários (TVM)</li> <li>• Empréstimos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Depósitos à Vista</li> <li>• Depósitos à Prazo</li> <li>• CDs</li> <li>• Fundos de Reserva Federal (FRF)</li> <li>• Operações de redesconto</li> </ul>

Fonte: Elaboração própria.

Nos anos 1960, o crescimento dos CDs permitiu que o crédito bancário se expandisse e Minsky (1986) exemplifica muito bem esta expansão quando observa que em 1966, quando as reservas dos bancos comerciais cresciam a uma taxa anual de 2,6%, o crédito bancário crescia a 8%, e os depósitos a prazo, incluindo os CDs, cresciam a uma taxa de 10,7%.

O lançamento de CDs se torna uma ferramenta muito importante para os bancos, mas é um elemento adicional de instabilização para o sistema. Por um lado, eles possibilitam uma ampliação do crédito bem além do limite imposto pelas reservas. Os bancos podem driblar as exigências quanto ao mínimo de compulsório obrigatório, de forma com que o ajuste de liquidez passa ser feito do lado do passivo, isto é, na elevação das dívidas, ao invés do que antes ocorria com a redução dos empréstimos (ativo). Ou seja; as amarras para a criação de moeda contábil se reduz. De outro lado, compreende-se que a oferta de empréstimos é uma operação de ativo dos bancos, ilíquida, mas geradora de rentabilidade, sendo que sua expansão se torna possível pela via da expansão dos débitos bancários através do pagamento de juros. Neste sentido, cresce o endividamento bancário comprometido com pagamento de juros.

Além dos instrumentos citados, podemos incluir ainda o avanço dos chamados “Acordos de Recompra”.

Estes acordos são utilizados quando o Banco vende os CDs, com o implícito acordo de recomprá-los, o que já foi comentado anteriormente. Outra forma pela qual os Acordos de Recompra são importantes na conformação da dinâmica bancária tem a ver, por exemplo, com a relação entre o banco funcionando como Fundo de Investimento (comprando e vendendo títulos para clientes) e a sua própria carteira de aplicação em títulos e valores mobiliários. De um lado, o Banco pode captar recursos (operação de passivo) para comprar títulos para seus clientes. Várias operações podem ser feitas a partir daí através de acordos de recompra. Um

exemplo que ocorria no Brasil é interessante de ser mencionado e o faremos abaixo de forma esquemática para melhor compreensão.

- 1- Os bancos compram títulos de dívida do Governo para ficar em sua carteira de TVM (operação de ativo) e têm um dia para pagar estes títulos. Ocorre que o banco não tem liquidez para pagar. O que podem fazer?
- 2- Os Bancos captam recursos como Fundo de Investimento (operação de passivo);
- 3- Com estes recursos, pagam o vendedor do título que está em sua carteira;
- 4- Transferem os títulos que estavam em sua carteira (e que foi pago) para o Fundo de Investimento, prometendo recomprá-los no dia seguinte, pagando para o Fundo de Investimento a rentabilidade de um dia.
- 5- O título retorna para a conta de ativos do Banco (TVM) no dia seguinte e para pagar esta operação de recompra o banco faz uma nova captação via sua atuação de gestor do fundo de Investimento.
- 6- Estas operações vão ocorrendo diariamente e o movimento é o de que o banco fique com os títulos quando for receber a rentabilidade efetiva dos mesmos. A expectativa é a de que a somatória do rendimento no final do período seja maior do que a somatória das rentabilidades diárias que ele teve que pagar para conseguir recursos durante o período que estava sem liquidez para a compra dos títulos.

É claro que esta operação envolve riscos, mas o importante é que através destas operações o banco pode conseguir liquidez sem mexer em suas aplicações de empréstimos ou em suas reservas e, ademais, o Banco Central não controla esta dinâmica.

A criação de vários instrumentos de reposicionamento no pós 2ª Guerra dificultou a capacidade dos bancos centrais restringir e controlar a expansão de crédito dos bancos comerciais. “Assim, a evolução financeira ocorrida no pós-guerra aumentou o potencial de instabilidade econômica” (MINSKY, 2013, p.84). Além disso, a substituição de depósitos á vista por depósitos a prazo ou/e promessas de recompra, ainda que aumente a capacidade de empréstimos dos bancos, tende a encurtar seus prazos, o que tende a aumentar a fragilidade do sistema (MINSKY, 2013).

Nestes termos, o fato importante a mencionar é o de que foram criadas diferentes operações de Passivo para conseguir recursos de forma mais rápida, quando os bancos necessitam de liquidez. Esta dinâmica aumenta o potencial de “decisão de emprestar” por parte dos bancos. Eles tendem a se arriscar mais e a criar relativamente mais moeda nos momentos de expansão, mas paralelamente se endividam. Neste sentido, começam a efetuar operações mais arriscadas do que o faziam antes da generalização dessas inovações. No momento em que

se apresentam dificuldades conjunturais, indicando mudanças de cálculo, os bancos são os primeiros a pararem estas operações especulativas e reduzirem rapidamente seus empréstimos, aumentando suas reservas. Ocorre que o endividamento bancário já poderá estar em níveis difíceis (ou impossíveis) de serem superados, e aí a ação do Banco Central como prestador de última instância se coloca como crucial para salvar o sistema.

Foi isto que ocorreu no final da década de 1960 nos Estados Unidos, quando houve uma corrida contra os CDs (movimento maciço de venda desses depósitos sem que novos investidores quisessem recomprá-los), obrigando os Bancos a tomarem seus recursos de Reservas para cobrir os acordos de recompra. Vários bancos de menor porte quebraram e as Autoridades Monetárias dos Estados Unidos agiram firmemente como prestadores de última instância. É claro que isto tem consequências, pois isto envolveu a criação de moeda por parte do Federal Reserve e a paralela venda de títulos públicos para esterilizar tal criação. Este tipo de atuação tem ocorrido desde então, toda a vez que há risco de quebra bancária.

Neste sentido, nos momentos de expansão, os ganhos com a expansão do crédito são privados e, nos momentos de desaceleração as perdas são socializadas, sendo que a face desse processo é o crescimento da dívida pública<sup>7</sup>.

### **1.1.2 – Considerações sobre as inovações financeiras dos anos 1960 e 1970 em seus impactos sobre os mercados financeiros no mundo e a posição dos países periféricos**

Os principais elementos do sistema financeiro mundial a serem considerados em uma análise são: a forma da “moeda internacional” aceita para denominação de contratos, o regime de câmbio, o grau de mobilidade dos capitais.

Destaca-se ainda um quarto elemento, nem sempre ressaltado; a dimensão hierárquica desse sistema, que será comentada no próximo item desse capítulo.

Conforme mencionamos no início do trabalho, após a II Guerra Mundial dominou o Sistema Padrão dólar-ouro, no qual o dólar passou a ser o centro do sistema. Havia uma relação entre as reservas em ouro e o câmbio, sendo que a lógica do sistema era a de que as relações entre as moedas tenderiam a ser eminentemente estáveis. Por detrás desta concepção está a perspectiva da chamada “visão ortodoxa”<sup>8</sup>, a partir da qual os fluxos de bens, serviços e recursos

---

<sup>7</sup> Minsky (1986) descreve todo este processo. Paralelamente, as conclusões apresentadas referentes às consequências do processo são destacadas por Corrêa (1996). Para um resumo da discussão sobre Minsky e a firma bancária veja Wray (2015).

<sup>8</sup> Existe importante debate sobre as classificações em termos de teoria econômica. O conceito que estamos aqui usando de ortodoxia, segue a classificação proposta por Mollo (2004), que parte do conceito de moeda. Nesse sentido, os autores do chamado “novo consenso macroeconômico” fazem parte do que estamos classificando como “ortodoxia”. Tanto os modelos novo-clássicos, como também os “Novos Keynesianos” fazem parte desse grupo.

são determinados por “variáveis reais”, estruturais. Neste sentido, haveria os países essencialmente superavitários em reservas, que exportariam mais do que importariam, e os que apresentariam menores reservas. As relações entre as mesmas seriam definidas essencialmente pelo movimento da Balança Comercial. Neste sentido, só haveria uma mudança de relações se um determinado país mudasse fundamentalmente sua estrutura produtiva, o que é um fator que envolve prazos mais longos.

Ou seja; nesta visão não está presente o fator relativo ao movimento de fluxos financeiros se movendo em busca de oportunidades especulativas e afetando profundamente o câmbio. Não está presente a perspectiva de que os fluxos de empréstimos internacionais em dólar podem ser resultantes da criação de moeda acima da base de reservas dos Estados Unidos. A perspectiva teórica por detrás da concepção do padrão ouro e do padrão dólar ouro não considera o efetivo papel da moeda em uma economia monetária da produção levando em conta os aspectos desvendados por Keynes<sup>9</sup>.

É bem verdade que no imediato pós-guerras as hipóteses destas concepções pareciam ter mais consistência, uma vez que não havia efetivamente um mercado financeiro internacional com ampla negociação de divisas. Além do mais, havia forte escassez de dólares fora dos Estados Unidos.

As inovações financeiras comentadas acima, em conjunto com a internacionalização dos bancos americanos, cuidaram de internacionalizar a nova lógica do Sistema Bancário e vários acontecimentos paralelos criaram a possibilidade de um “mercado financeiro internacional”<sup>10</sup>. Para compreensão dessa convergência de fatores, abaixo listamos alguns deles<sup>11</sup>.

- Tendo em vista as limitações impostas pelas Autoridades Monetárias norte americanas ao seu sistema bancário antes dos anos 1960, vários bancos americanos abriram filiais fora dos Estados Unidos, num movimento de internacionalização (FERREIRA e FREITAS, 1990). Quando as inovações financeiras descritas acima ocorreram nos Estados Unidos, estes bancos também passaram a utilizá-las. Para se ter uma ideia, a expansão dos bancos americanos, número de bancos estadunidenses no exterior, principalmente entre 1965 e 1975, foi de 11 para 125, em 59 países, e o número de bancos internacionais (bancos que possuem agências em pelo menos 5 países diferentes)

---

<sup>9</sup> E, antes dele, por Marx em “o Capital”.

<sup>10</sup> Chesnais (1996) é um dos primeiros autores a retratar este movimento ao discutir o processo de “mundialização do capital”.

<sup>11</sup> Para esta discussão veja-se Corrêa (1996).

– não só norte-americanos – saltou de 84 para 159, de 1975 para 1983 (FERREIRA e FREITAS, 1990).

- Na medida em que o período do imediato pós-guerra se colocou como uma fase de forte expansão, houve um grande crescimento da demanda por empréstimos. De outro lado, o crescimento dos lucros também levava à busca de aplicações financeiras por parte dos detentores de capital. Até o início dos anos 1960 a tendência era a de que os detentores internacionais de recursos se dirigissem aos Estados Unidos para fazer aplicações financeiras em dólar. Isto ocorria também para o caso das aplicações das reservas de vários países do mundo que se dirigiam para os mercados norte-americanos. Ou seja, ocorria um processo de crescimento da demanda por recursos e de forte liquidez, que cresceu inclusive com o avanço da lucratividade resultante da venda de petróleo por parte dos países árabes.
- A Inglaterra também recebia forte entrada de recursos, pressionando o câmbio e gerando impactos inflacionários. No final dos anos 1950 começou a permitir que bancos se sediassem em Londres e pudessem efetuar operações de empréstimos em dólares. Ou seja; criou um mercado financeiro “paralelo” – *offshore* em que se permitia que investidores estrangeiros levassem seus ganhos em dólares (por exemplo, pela venda de petróleo ou por qualquer negócio internacional realizado na moeda norte americana) para a praça londrina, sem convertê-los em libras. Paralelamente, os bancos que recebiam estes depósitos (parte deles norte-americanos) poderiam efetuar empréstimos a estrangeiros – também em dólares e utilizando-se dos esquemas de inovação financeira que citamos. Ou seja; estava sendo criado o chamado “euromercado”. É importante notar que estava sendo efetuado um sistema de criação de dólares fora dos Estados Unidos, sem regulação do Federal Reserve e sem a possibilidade de empréstimo de última instância. Para contrabalançar este processo, cresceu o esquema de empréstimos interbancários, em que os bancos que atuavam no euromercado trocavam reservas entre si, cobrando taxas de empréstimos diárias (FERREIRA e FREITAS, 1990).
- Os detentores de capitais (inclusive os bancos centrais aplicadores de reservas) passaram a aplicar diretamente seus recursos nos mercados *offshore*, ao invés de se dirigirem aos Estados Unidos, num processo de forte crescimento da liquidez mundial;
- É neste processo que ocorre uma abundância da oferta de empréstimos a juros baixos, que atinge os países periféricos – e entre eles os da América do Sul.

- Com este movimento muda fortemente a dinâmica das contas financeiras dos balanços de pagamentos. Um dos fatores é o de que aumenta o peso dessas contas. No caso dos Estados Unidos há um forte processo de saída de recursos (para empréstimos), que se une à crescente perda de competitividade do país em detrimento da Europa (especialmente da Alemanha) e do Japão. No caso dos países periféricos, entre o final da guerra e o início dos anos 1960, havia-se observado uma forte entrada de recursos de Investimentos Diretos, mas após este período se constata uma modificação. Durante os anos 1960 e 1970 constata-se o crescimento da entrada de recursos pela conta “Empréstimos”, em níveis muito superiores às necessidades de fechamento do balanço de pagamentos. É uma fase de forte endividamento externo a juros baixos. É um período de abundância de dólares fora dos EUA e que culmina com a decretação do fim da conversibilidade do dólar em ouro.
- É uma fase em que se explicita a criação da moeda internacional fora dos Estados Unidos e forte endividamento geral, ficando clara a inoperância das paridades fixas de câmbio. Um dos movimentos defensivos dos mercados financeiros às instabilidades que se avizinhavam foi a adoção de empréstimos com taxas de juros pós-fixadas atreladas aos níveis ou da *Libor* (Inglaterra) ou da *Prime Rate* (Estados Unidos). Neste sentido, os bancos se protegiam e jogavam o risco da modificação de taxas para os devedores.
- Quando os Estados Unidos dobram a taxa de juros básica e a Inglaterra segue o mesmo movimento explicita-se o movimento criado de que os devedores pagariam a conta do crescimento da criação da moeda em nível mundial.
- Este sistema explicita a hierarquia das moedas, pois os títulos financeiros aceitos para aplicações são aqueles que envolvem as chamadas “moedas forte”, especialmente o dólar. São estas moedas que dominam o mercado de divisas. Já os países periféricos (o Brasil entre eles) são aqueles que têm moedas de hierarquia mais baixa, que não conseguem fazer contratos internacionais em sua própria moeda.
- Neste sistema, o Dólar tem uma posição especial – o de uma moeda internacional, que deve desempenhar as funções clássicas da moeda; meio de troca, unidade de conta e reserva de valor. No entanto não existe, de fato, uma verdadeira moeda internacional. A partir de um compromisso hierárquico entre os países, que acaba refletindo as relações de poder, estabelece uma moeda chave, que normalmente é aquela do país dominante no momento, que acaba estabelecendo um caráter contraditório, uma vez que ao mesmo tempo em que ela se torna uma chave ela é um ativo a competir com os demais

(PRATES, 2005). Como vimos, o regime do Sistema Financeiro Internacional que se estabeleceu após o fim do acordo de Bretton Woods denominou o dólar como moeda chave. A posição do dólar como moeda chave avaliou-se no poder financeiro dos Estados Unidos, associado a importância das instituições financeiras juntamente com a dimensão do seu mercado doméstico. Destaque-se que esta hegemonia foi reforçada após o choque de juros de 1979, inaugurando a política do dólar forte e claramente sem lastro (PRATES, 2005). Desde a institucionalização do Padrão Dólar-Ouro o dólar passou a cumprir a função de denominador comum da riqueza global, juntamente com os seus títulos de dívida, que passaram a ser um refúgio nos momentos de desconfiança dos investidores internacionais. A natureza fiduciária do dólar, sem vinculação com lastro ou outro ativo geral explicitado nos anos 1970, garante uma autonomia maior ainda ao país que emite esta moeda, no caso, os Estados Unidos da América. Assim, as variações da taxa básica de juros que determina a direção dos fluxos internacionais de capitais passariam a depender diretamente das condições econômicas internas Americana (PRATES, 2005).

- Em termos de Balanço de Pagamentos, esta liberdade fez com que os Estados Unidos pudessem incorrer em déficits comerciais recorrentes, resultando em uma nova característica desse padrão monetário: o caráter devedor líquido dos EUA. Esta característica introduziu nova dose de instabilidade no sistema, uma vez que a política monetária americana também está subordinada à necessidade de manter o valor do dólar e rolar a sua dívida mobiliária, quando há uma inconsistência entre os objetivos internos e externos, o resultado é uma incerteza quanto à trajetória dos juros e do câmbio, e que dada a sua posição frente ao sistema, esta incerteza é refletida para os demais países.

Assim, além das características mencionadas quanto aos EUA e sua moeda-chave, as incertezas no mercado financeiro decorrem também, na mesma medida, do ambiente de crescimento da mobilidade de capitais nesta época ainda dominado por empréstimos bancários.

## **1.2 – As inovações financeiras dos anos 1980 e 1990 e o novo desenho da dinâmica dos fluxos de capitais**

Com o enquadramento de políticas mais restritivas na economia norte-americana em 1979 (após 2º choque do petróleo), as consequências sobre os demais países foram traumáticas. As economias devedoras, principalmente as latino-americanas, tiveram dificuldades de cumprir com suas obrigações. Uma vez que a dívida contraída fora em grande parte a taxa de juros flutuantes, o custo da dívida em relação as exportações se tornara exorbitante.

O mercado financeiro internacional, centrado em bancos privados internacionalizados, tinha facilitado a tomada de recursos para as economias emergentes, mas a própria dificuldade de pagamento dos países credores colocava em cheque a solvência desses bancos, exigindo uma reestruturação dos mesmos. Tendo em vista o perfil frágil de sua carteira de empréstimos, eles próprios passam a ter dificuldade de se endividar para corrigir seus problemas de solvência (FERREIRA, 1993).

Nesse mesmo momento, em que a necessidade de financiamento se eleva, bancos internacionais deixam de emprestar para as economias emergentes, acompanhado de drástica redução do crédito voluntário, principalmente após a moratória do México. Neste contexto, bancos menores são obrigados a abandonarem o mercado e, os maiores passam a sofrer com a restrição devido ao não pagamento dos empréstimos (FERREIRA e FREITAS, 1990, CORRÊA, 1996).

A insuficiência da estrutura de financiamento demonstrada no final da década de 1970 representa a necessidade de mudanças na estrutura do sistema financeiro internacional, que não por coincidência, é alterado na década de 1980, juntamente com a criação de novas engenharias financeiras.

Conforme vimos, se colocavam duas questões no período: (i) estava explícita a possibilidade de variações abruptas e inesperadas nas taxas de juros e câmbio, dificultando as decisões de tomada de empréstimo e de oferta de recursos (com qual taxa de juros, com que tipo de contrato, em qual moeda, para que tipo de agente devedor); (ii) os bancos, tradicionais ofertadores de recursos estavam problematizados.

Foram estes dois questionamentos que abriram o perfil e o direcionamento das inovações financeiras que se processaram no período das décadas de 1980 e 1990, que serão comentadas a seguir.

### **1.2.1 – Crescimento das operações via títulos de dívida direta (securitização)**

Juntamente com as duas questões acima citadas, devemos ainda introduzir um aspecto importante ainda não comentado: o de que os antes grandes ofertantes de crédito, normalmente exportadores de petróleo, perdem participação devido à queda dos seus superávits. Vão entrando em cena de forma crescente os Investidores Institucionais – especialmente os Fundos de Pensão e os Fundos de Investimento, que passam a ter um papel destacado na oferta de liquidez. Isto é possível pelo fato de que uma das características importantes da nova dinâmica que se apresentará é a de que os bancos perdem relativamente o papel de protagonistas na oferta de recursos. As grandes corporações que antes demandavam estes recursos aos bancos

começam a ter dificuldades de acesso a recursos bancários pela situação precária de parte deles, percebem a possibilidade de tomada de recurso de forma direta, lançando títulos de dívidas em mercados de capitais e assim, reduzindo custos e melhorando condições de pagamento, iniciando-se o chamado processo de “securitização”. Para este movimento, os investidores institucionais são fundamentais, pois eles são grandes compradores de títulos (tanto de ações, quanto de títulos de renda fixa) (FERREIRA, 1993; CORRÊA, 1996).

O processo de securitização, por sua vez, é o processo pelo qual aumentam as operações efetuadas através de mercados de títulos (*securities*). Neste caso, destacam-se dois movimentos: (i) o do aparecimento de novos títulos financeiros em mercado, permitindo que houvesse títulos de diferentes perfis para aqueles que quisessem lançar títulos (pegando recursos emprestados) ou aplicar em títulos (efetuando uma aplicação financeira); (ii) o da transformação de dívidas/aplicações bancárias em títulos financeiros (securitização de dívidas). Vamos descrever a seguir brevemente estes dois processos.

- ***Novos títulos criados pelos mercados financeiros***

Devido aos problemas relacionados ao sistema financeiros ocorridos entre a década de 1980 e 1990, como falta de liquidez e oferta de recursos pelos bancos, os títulos financeiros característicos do processo de securitização surgem com forma de acordar os interesses entre tomadores e ofertantes de recursos. Após a qualidade dos títulos dos grandes bancos passarem a ser contestada, a opção por ativos mais rentáveis e mais líquidos neste novo processo se torna muito atrativa, além também de serem mais interessantes para os ofertantes, que podem adquirir grandes quantidades a custos mais baixos (CORRÊA, 1996: 58). Neste movimento, o volume de empréstimos via lançamento de títulos de dívida em mercado de capitais eleva-se significativamente na década de 1980.

Como forma de melhor ilustrar e entender o processo de securitização, listamos alguns dos instrumentos mais utilizados no período:

*Floating Rate Notes* (FRN): títulos de dívida direta de médio e longo prazo, remunerados a taxa de juros flutuantes somada a um *spread*, com remarcação dos juros a cada período, entre 3 e 6 meses;

Considerando que os FRN's são títulos de dívida direta e, fazem parte do processo de securitização, era de se imaginar uma redução do setor bancário neste processo. No entanto, a emissão destes por bancos é relevante, assim como a compra por outros bancos, demonstrando que os FRN's são mais um ativo na ampla carteira dos bancos como forma de substituir/complementar os interbancários.

*Notes Issuance Facility* (NIF): títulos de dívida direta de médio prazo, entre 5 e 7 anos, em que o ofertante lançam um prêmio de curto prazo, subscrito por um banco comercial como garantia, e em troca de uma taxa de participação, assumem o dever de adquirirem os bônus que o devedor não conseguir repassar, ou oferecendo um empréstimo no mesmo valor (*standby loan*);

*Revolting Underwriting Facilities* (RUFUS): estes títulos têm como novidade a característica de desmembrarem a função daqueles que lançam o papel, daqueles que o subscrevem. Dessa forma, quem distribui os papéis pode conseguir um ganho diferenciado entre o valor de face e o de lançamento;

*Transferable Underwriting Facility* (TRUF): os TRUF's se diferencia por tornar mais prático a alteração do agente subscritor, uma vez que não necessita do aval do tomador. Normalmente o agente que subscreve estes papéis também os ofertam, comprando os mesmos pelo tomador sem o pagamento de um ágio. Outro fator diferenciado neste ativo é a dificuldade de controle por parte das autoridades sobre os bancos, já que o compromisso de subscrição não entra na contabilidade do balanço do subscritor;

*Commercial Papers*: talvez o mais utilizado destas ferramentas, estes são ativos de curto prazo que possibilitam a rápida alavancagem das empresas, que normalmente são de médio ou grande porte, através dos mercados de títulos de dívida direta. Ainda que estes já eram utilizados nos mercados norte-americanos na década de 70, eles só foram apresentados ao mercado mundial em 80.

Tendo em vista alguns dos principais instrumentos que flexibilizaram a possibilidade de lançar títulos de dívida direta para conseguir recursos em mercados de capitais, o que se constata é que este processo contribuiu significativamente para a elevação da tomada de recursos.

- ***Novas engenharias financeiras***

Para além do avanço de novos papéis lançados em mercado, o processo de securitização envolve outra questão importante: o da criação de novas “engenharias financeiras” que inter-relacionam fortemente as operações de mercados de crédito e de capitais e que permitem a transformação de dívidas via mercado de crédito em dívidas em mercados de capitais.

Um dos processos importantes a ser comentado é o da renegociação das dívidas dos países periféricos com os bancos, que apresentava impasses importantes pela decretação de moratória por diferentes países, na medida em que os bancos não negociavam e a dominância

do discurso era o de que os desajustes eram meramente devidos aos “excessos” de dívida daqueles que haviam tomado emprestado. A mudança do nível dos juros não era levada em conta; o fato de que os bancos haviam tomado a decisão de expandir os recursos se arriscando mais não era levada em conta e, a “conta” da instabilidade caíra sobre os devedores. Ocorre que isto também impactava negativamente sobre os bancos internacionais, que se viram obrigados a negociar. É neste processo de renegociação que surgem um dos movimentos que se convencionou chamar de “securitização de dívidas externas”.

Desta forma, o plano Brady, iniciado no final da década de 1980, como forma de renegociar a dívida externa de alguns países periféricos, é um exemplo do processo de securitização.

A efetivação do Plano Brady envolveu um amplo processo:

- Os Bancos aceitaram a redução da dívida de cada país que aderiu ao plano.
- Os países lançaram títulos de “dívida nova” nos mercados de capitais (títulos Brady) de diferentes modalidades para captar recursos e pagar as dívidas que tinham com os bancos.
- Os países conseguiram os recursos e pagaram os bancos. Transformaram uma dívida bancária antiga em uma dívida bancária nova em mercado de capitais.
- Resolvendo a situação dos “créditos podres”, os bancos voltaram a ter acesso a empréstimos para se reestruturarem.
- Na verdade, os próprios bancos foram compradores dos títulos Brady lançados. É como se eles estivessem refinanciando os bancos, mas de forma diferente. Ao invés de efetuarem um empréstimo, via oferta de crédito (ilíquido) eles compraram os títulos de dívida lançados em mercado de capitais, que eram contabilizados como “Operações de TVMs”, mais líquidas que as operações de crédito.

Além disto, este tipo de negociação introduziu outras novas ferramentas complexas e inovadoras, permitindo a transformação de ativos (bancários e não bancários) em papeis negociáveis no mercado de capitais.

A “securitização de recebíveis” é um produto financeiro que se encaixa neste movimento. Esta ferramenta é utilizada quando um agente necessita tomar recursos no presente, mas tem bons ativos que gerarão fluxos de recursos no futuro. Por meio desta ferramenta, os devedores lançam títulos de dívida e, dão como garantia os “recebíveis futuros” que serão gerados por negócios efetuados, por aplicações em sua posse (CINTRA, 1998). É o caso, por exemplo de uma companhia de energia elétrica que dá como garantia seus recebíveis no futuro:

as contas de luz a serem pagas pelos usuários. Outro exemplo é o de uma empresa que vende produtos por sistemas de cartão de crédito; ela pode efetuar uma operação dando como garantia estes recebíveis (a Mesbla, por exemplo fez isto no Brasil). A ideia aqui é a da compreensão do processo, que é muito mais complexo, na medida em que exige que os ativos em garantia sejam retirados dos balanços dos lançadores dos títulos e fiquem custodiados. É como se eles tivessem “passando adiante” estes ativos e por isto eles não podem ficar no balanço. Pode-se imaginar que estas inovações provocaram grande avanço jurídico relativos às operações envolvidas, mas um fato importante é o de que a retirada de balanço de vários ativos e passivos (*off balance*) provocou uma dificuldade expressiva para a transparência de todas as operações envolvidas.

Os bancos também entraram neste tipo de engenharia, captando recursos em mercado de capitais e dando como garantia grupos de créditos “empacotados” (com diferentes graus de risco), que saem de seus balanços e passam a ficar custodiados (CINTRA e FARHI, 2008). Neste processo, os agentes conseguem mais recursos sem alterar o seu limite de tomada de empréstimos junto a outros agentes e, não pioram a situação do endividamento em suas contas.

Um ponto importante dessas engenharias e dos títulos lançados em mercados é o de que, devido ao processo de abertura financeira, eles podem ser comprados por residentes e não residentes do país em que o título é negociado. Os grandes compradores que dão o direcionamento das compras e que definem a dinâmica de preços e de compra e venda são os investidores institucionais, seguidos pelas grandes corporações. As “famílias” seguem a lógica desses compradores, mas não são precificadoras. Elas são pequenos compradores que não “fazem o mercado”, mas que, devido a seus volumes, quando seguem uma “operação de manada”, podem aprofundar movimentos de valorização e desvalorização de ativos.

Um outro grupo de agentes que passa a ter um papel importante nesta nova dinâmica é o das “agências de *rating*”. Na verdade, elas existem desde a década de 1930, mas apenas após os anos 1980 passam a ter um papel de maior protagonismo. Isto se dá por que os agentes podem comprar títulos em diferentes mercados, em diferentes moedas, em diferentes países e precisam de informação para sua tomada de decisão (CINTRA, 1998). Daí a busca dessas informações contratando os serviços das referidas agências, que através de análises padrão (com viés ortodoxo), efetuam suas observações e conclusões. Elas, sem dúvida, influenciam fortemente os mercados, ao dar “notas” aos principais títulos lançados. Destaca-se em especial as notas que são dadas à “títulos soberanos” lançados por Governos em mercados de capitais fora de seus países (geralmente em dólar).

Assim, analisando o desenvolvimento das ferramentas financeiras listadas, podemos ver que a participação dos bancos não é excluída deste movimento. De um lado os bancos se

tornam grandes compradores e lançadores destes papéis; por outro, atuam como analistas auxiliando os investidores (FERREIRA e FREITAS, 1990). Por vezes os bancos também vão atuar como *underwriters*, subscrevendo estes papéis e garantindo-os. Além disto, o fato dos bancos terem a opção de agregar uma quantidade de recebíveis futuros em *securities*, possibilita a repassagem de empréstimos antes do seu vencimento (CORRÊA, 1996, p.60), não se deixando de comentar que eles continuam também a ser importantes emprestadores de recursos.

Dessa forma, como se vê, com o desenvolvimento deste processo, o mercado de crédito e o de capitais tendem a se aproximar bastante, estreitando, cada vez mais, suas relações. Por consequência, tem-se no mercado financeiro um movimento inverso do ocorrido no entreguerras, intensificando o processo de integração do setor bancário – chamado processo de desregulamentação das diferenças existentes entre intermediários financeiros bancários e não bancários. Os bancos neste movimento deixam de atuar apenas como mero intermediadores entre detentores de riqueza e demandadores de recursos, se tornando também promotores e corretores nas negociações. Assim, a organização e o lançamento dos papéis no mercado, juntamente com a oferta de crédito e a aprovação dos mesmos passam a correr nas mãos dos bancos, beneficiados e diferenciados neste processo pela ampla carteira de clientes que possuem.

### **1.2.2 – O surgimento e avanço das operações com derivativos (mercados de swaps, mercados futuros e de opções)**

Como vimos, com o desenvolvimento do sistema financeiro internacional os balanços de pagamento mudaram sua dinâmica, em que a conta financeira passa a ter um peso maior do que tinha antes. Os movimentos do câmbio já não mais refletem meramente a dinâmica da balança comercial, ligada com a estrutura produtiva do país, mas são fortemente influenciados pelos movimentos da conta financeira e de sua dinâmica especulativa. Com o intuito de “reduzir os riscos” envolvidos nas dívidas e aplicações financeiras em diferentes mercados, diferentes moedas e juros vemos que ao longo dos anos 1980 e 1990 evoluíram as ferramentas dos chamados mercados de derivativos. Tais ferramentas foram denominadas Derivativos, devido ao fato de sua dinâmica “derivar” de outras operações (FERREIRA e FREITAS, 1990).

Os Derivativos são basicamente negociados em dois tipos de mercados. Os negociados na bolsa são ativos mais organizados, em que todos agentes envolvidos obrigatoriamente devem realizar um depósito de garantia do contrato, para posterior pagamento e liquidação do mesmo. Já os transacionados em balcão são negociações de riscos mais específicos, quanto a maturidade

e demais condições que não são reguladas em mercado. Neste caso, em geral, os contratos não podem ser transferidos, reduzindo-se a liquidez e elevando-se os riscos.

A vantagem deste tipo de operação é a aparente possibilidade de separar os riscos de outras operações, ainda que, de fato, não seja possível eliminar os riscos envolvidos nas operações financeiras. De qualquer forma, a mera possibilidade de proteção de alguma variação inesperada já é importante para tomadas de decisões que não seriam efetivadas caso não houvesse este mecanismo.

Devido aos objetivos do presente trabalho, não iremos mais a fundo nestes mercados, pois isto exigiria um detalhamento que não nos propusemos a fazer. Para os nossos propósitos o que esclarecemos é que os mercados futuros transacionam com compras e vendas “a futuro” de diferentes moedas e de diferentes taxas de juros. Fazem parte desses mercados, os agentes que estão procurando a proteção (*hedgers*), podendo estar na compra vendedora ou compradora. No entanto, para além deles, estão também presentes os “agentes especuladores”, que são essenciais a estes mercados, pois geram os volumes de negociação necessários para a movimentação destes. Neste sentido, não há mercados de derivativos sem especuladores. No caso dos mercados de opções há compras e vendas “à futuro”, com “opções de comprar” e/ou “opções de vender”, também, juros e câmbio. Por fim nas “operações swaps” se trocam contratos de juros e de câmbio, e mesmo de prazos de dívida ou aplicação.

O que queremos destacar com estes breves comentários sobre os mercados de derivativos, é o fato de que a ideia da minimização dos riscos ocorra de forma macroeconômica é falsa. Uma vez que há apenas a transferência de risco, ele pode ser eliminado para um agente, mas para o outro não.

O interessante é que se montam várias engenharias financeiras que envolvem o lançamento de dívidas junto com operações em mercados de derivativos e garantidas por companhias seguradoras, dando-se a impressão de que as operações existentes estão garantindo a estabilidade de mercado. Conforme mencionado, tal análise não procede pois é impossível cobrir todos os riscos e, ademais, eles estão sendo transferidos e não eliminados.

Na verdade, estes mercados têm se mostrado como catalizadores da instabilidade e vulnerabilidade do sistema, pois estas operações não entram nos balanços, impedindo a possibilidade de regulamentação e, comprometendo a integridade do sistema.

O perigo da instabilidade promovida por estas operações aumenta quando consideramos que nem todas as transações são para “reduzir os riscos”. O que de fato ocorre, é que muitos agentes utilizam o mercado de derivativos para obter rendimentos através de apostas

na oscilação das variáveis. Muitas das grandes corporações aderem esta prática na busca de lucros extraordinários.

Na verdade, pode-se dizer que há um forte crescimento da dinâmica especulativa nos mercados globais, à despeito do aparente movimento de “finanças mais cobertas” que o mercado de derivativos traria. Nestes próprios mercados o papel dos especuladores é muito forte e isto afeta em profundidade o próprio mercado de câmbio à vista, que passa a ser fortemente influenciado pelo mercado futuro de câmbio (ROSSI, 2012).

Prates (1999) indica que o expressivo crescimento do volume diário das transações cambiais é um indicador da predominância da lógica especulativa. Para ter-se ideia esse volume atingiu US\$ 1 trilhão em 1992, sendo que 85% desse volume estaria ligado a operações de especulação, cobertura de risco e investimentos em carteira. Nesses termos, apenas 15% dessas transações cambiais referiam-se a comércio de bens e serviços.

### **1.3 – Subordinação Financeira dos países periféricos: internacionalização dos capitais, hierarquia das moedas e ciclos reflexos**

O próximo ponto de análise, refere-se à especificidade dos países periféricos, relativa às suas relações com o exterior, considerando o caráter subordinado de suas moedas e o fato de que o direcionamento de recursos a estes países (via mercado de crédito, de capitais), está prioritariamente determinado pela dinâmica dos mercados financeiros dos países centrais.

Isto conforma o que consideramos “subordinação financeira” (CORRÊA, 2006), foco mais específico de nosso estudo. O intuito da discussão é o de indicar que esta subordinação é estrutural. Parte-se da compreensão de que as moedas nacionais dos países apresentam diferentes usos e *status*<sup>12</sup> na economia mundial. Estas diferentes hierarquias provocam padrões diferentes na demanda por estas moedas, impactando em diferentes padrões de fluxos de capitais dirigidos a estes países (DE CONTI, PRATES e PLIHON, 2014). Ademais, a dinâmica das taxas de juros e de câmbio desses países está atrelada a esta mesma problemática.

Para esta discussão utilizamos os autores de filiação Keynesiana para abordar uma outra especificidade dos países periféricos, no que diz respeito sua moeda, considerando-se a perspectiva de uma economia monetária da produção e também se levando em conta as inovações financeiras dos anos 1960 a 1990, conforme comentadas acima e que possibilita a compreensão da complexidade dos mercados financeiros atuais.

Nesse contexto, além do mais, se estabelece a exigência de rentabilidades extra para efetuar aplicações em ativos que sejam atrelados a “moedas fracas” – em hierarquia mais baixa.

---

<sup>12</sup> De Conti, Prates e Plihon (2014) utilizam esta concepção de “diferentes usos e *status*”.

A partir daí, indicamos abaixo os elementos da “subordinação financeira” e apresentamos a questão acerca da exigência de *spreads* ligados à questão da hierarquia das moedas.

### 1.3.1 – Países periféricos e hierarquia das moedas

Para avançar na discussão indicada acima, retomamos aspectos apresentados por Keynes, que permitem a compatibilidade da discussão referente à especificidade da moeda em países periféricos ao seu arcabouço de análise. Cabe comentar que, para além do conceito de moeda, Keynes também tratou do sistema monetário internacional em diferentes escritos e proposições. Já desde seu primeiro livro, apresentava posições críticas ao padrão ouro e do ajuste automático do balanço de pagamentos previsto no mesmo.

Na verdade, se formos verificar a evolução de suas proposições acerca do sistema monetário internacional, constataremos que as mesmas se modificaram ao longo do tempo (PRATES e CINTRA, 2007). Keynes chegou, por fim, à proposição de um sistema monetário internacional administrado a partir de um “*Supernational Bank Money*”, chegando ao Plano apresentado na conferência de Bretton Woods, em que o autor propunha uma *International Clearing Union*. Ou seja, um Banco Central dos Bancos Centrais. A proposta era a de que esta *Clearing Union* iria emitir o BANCOR, uma moeda internacional, que liquidaria as posições entre os Bancos Centrais. Os Bancos Centrais nacionais depositariam o BANCOR junto à *Clearing Union* no caso de superávits e reduziriam, no caso de déficits (FERRARI FILHO, 1999)

A proposta de um banco supranacional apresentada indicava uma dupla preocupação do autor (PRATES e CINTRA, 2007)<sup>13</sup>: (i) a de que era necessário garantir mecanismos mais flexíveis de ajuste da liquidez entre países superavitários e deficitários em nível nacional; (ii) a de que os ajustes de balanço de pagamentos entre os países eram assimétricos, a depender do grau de aceitação de cada uma das moedas específicas desses países em nível internacional. Ou seja; aqui estava presente a perspectiva da hierarquia monetária.

Conforme se observa, as discussões de Keynes sobre o sistema monetário mundial apresentavam a concepção de que os países “superavitários” e “deficitários” apresentavam diferentes tipos de ajustes, tornando-os assimétricos. Por trás desta visão está a constatação de que o “poderio financeiro” de cada um dos países envolvidos importava na sua relação internacional. Na verdade:

---

<sup>13</sup> Para uma discussão sobre as posições de Keynes quanto à questão da hierarquia das moedas veja-se PRATES e CINTRA (2007).

“ao realçar a importância do ‘poderio financeiro’ para determinar a maior ou menor liberdade de execução das políticas monetárias, Keynes estava apontando para a **hierarquia entre as moedas nacionais**. Pretendia sublinhar a capacidade inferior das economias devedoras e ‘dependentes’ de atrair recursos livres para a aquisição de ativos e bens denominados na moeda nacional. Dessa diferença de poder financeiro nascem importantes assimetrias nos processos de ajustamento de balanço de pagamentos entre países credores e devedores” (BELLUZZO E ALMEIDA, 2002, Pg 57).

A partir daí, o que se percebe é que, para além desse poder, as moedas de cada um dos países que transacionam entre si apresentam diferentes graus de aceitação, quanto ao seu papel de indexador de contrato, de meio de pagamento, e como lócus de reserva de valor. Nem todas as moedas são usadas em âmbito internacional e que, mesmo entre aquelas que o são, sua importância relativa é bastante heterogênea.

Uma moeda internacional é aquela que é utilizada e mantida para além das fronteiras do país que a emitiu, não apenas para operações com residentes desse país, mas também, e mais importante, para transações entre não residentes. Em outras palavras, uma moeda internacional é aquela que é usada em vez das moedas nacionais das partes diretamente envolvidas em uma transação internacional, independente se a operação envolve uma compra de bens, serviços ou aplicações financeiras (KENEN, 2011).

Conforme vimos acima, a moeda originalmente apresenta três funções: unidade de conta, meio de pagamento e unidade de valor. Uma moeda é internacional, é, portanto, conversível, se for capaz de desempenhar em âmbito internacional suas três funções básicas (DE CONTI, PRATES e PLIHON, 2014). Além disso, é utilizada nas transações monetárias e financeiras (como unidade de denominação de contratos), bem como é considerada um ativo líquido e seguro e, assim, desejado pelos agentes como ativo de reserva (PRATES, 2005). Contudo, existem diferentes graus de conversibilidade e isto leva a distinção entre moedas “conversíveis” e “inconversíveis”.

KENEN (2011), lista sete condições que devem ser atendidas para que uma moeda seja considerada internacional:

- 1) Não existir restrições para a compra e venda da moeda em questão para nenhuma entidade, seja ela doméstica ou estrangeira, tanto no mercado interno quanto no externo.
- 2) Firms domésticas podem denominar suas exportações na moeda doméstica e firms estrangeiras também podem fazer o mesmo, seja em transações com a economia onde a moeda em questão foi emitida ou com terceiras.

- 3) Firms estrangeiras, instituições financeiras, instituições internacionais e agentes individuais podem deter a moeda em questão e instrumentos financeiros denominados na mesma em montantes que considerem necessário.
- 4) Firms estrangeiras, instituições financeiras e instituições internacionais podem emitir instrumentos financeiros na moeda em questão.
- 5) Instituições financeiras e não financeiras do país que emite a moeda em questão conseguem emitir instrumentos nos mercados financeiros externos denominados nesta moeda.
- 6) Instituições financeiras internacionais, como o Banco Mundial e bancos de desenvolvimento regionais, conseguem emitir títulos de renda fixa no mercado interno de outros países e utilizar a moeda em questão em suas operações financeiras.
- 7) A moeda em questão é incluída na cesta de divisas de outros países para controle de suas políticas cambiais.

O Dólar e o Euro podem, por exemplo, ser consideradas atualmente moedas internacionais, entretanto existem diferentes graus de convertibilidade que fazem com que haja uma hierarquia entre as moedas. Dentro do plano internacional a pirâmide é construída da seguinte maneira: no topo da pirâmide encontra-se a divisa-chave, as divisas conversíveis encontram-se no meio e na base da pirâmide as chamadas *pseudo divisas* (DE CONTI, PRATES e PLIHON, 2014).

Denominamos “conversíveis”, divisas que são aceitas no plano internacional e podem ser facilmente trocadas por uma promessa superior na pirâmide das divisas, ou seja, elas são conversíveis na divisa-chave do sistema no plano internacional. E as *pseudo divisas* são aquelas que são utilizadas apenas no interior da economia doméstica (DE CONTI, PRATES e PLIHON, 2014).

No contexto da hierarquia das moedas, o Dólar apresenta-se no topo, refletindo o poderio financeiro dos Estados Unidos, sendo que sua moeda apresenta aceitação para as três funções do dinheiro em âmbito mundial: meio de troca, unidade de conta e de contratos, reserva de valor. De acordo com Carneiro (2010), em se tratando do dólar:

“As razões que sustentam a centralidade do dólar vão muito além das funções de unidade de conta e meio de troca, ganhando relevos as dimensões associadas propriamente ao poderio financeiro que transcende a denominação dos títulos subjacentes e tem a ver com a liquidez desses títulos e a profundidade dos mercados nos quais são negociados. Ou seja, não é apenas por que o dólar denomina preços e contratos e dá acesso ao mundo das mercadorias que ele é a moeda reserva. No mundo contemporâneo, marcado

pela liberalização financeira no plano doméstico e internacional, é porque ele permite acumular riqueza em títulos que possuem liquidez, que seu caráter de moeda reserva é reforçado” (CARNEIRO, 2010 p.3).

A existência de uma hierarquia implica em dizer que as diferentes moedas apresentam diferentes graus de aceitação em cada uma das três funções. As moedas dos “Países Centrais” são aceitas como meio de denominação de contratos em nível internacional, ainda que sejam relativamente menos usadas como ativo de reservas de valor. No entanto, no outro extremo estão as moedas dos “países periféricos”, que não são aceitas como denominadoras de contrato e muito menos como reservas de valor. Estas são consideradas “moedas inconversíveis”, ou seja; as moedas periféricas não exercem nenhuma das funções da moeda em âmbito internacional e, não servem efetivamente como divisas. Ou seja; elas não servem, de fato, como dinheiro em nível internacional.

Neste sentido, nos momentos de instabilidade os agentes buscam convertê-las em um ativo líquido – o dólar primordialmente ou, secundariamente as moedas dos demais países centrais. Isto ocorre, na medida em que o dólar é considerado o ativo mais líquido e seguro e, nos momentos de instabilidade os agentes buscam esta segurança, independentemente dos bons indicadores macroeconômicos que, eventualmente, os países periféricos possam ter.

Devido a existência desta hierarquia, quatro problemas macroeconômicos podem ocorrer.

**Em primeiro lugar**, em um país em que a moeda e instrumentos financeiros denominados na mesma são majoritariamente detidos por não residentes, há a possibilidade de massivas desvalorizações nas moedas locais, caso os detentores destes ativos venham a crer que os preços dos títulos emitidos nestes países sofrerão uma queda brusca, por conta de um movimento de busca pela moeda(s) líquida(s), tornando os países mais dependentes dos ciclos de liquidez internacionais.

**O segundo custo** da internacionalização da moeda, principalmente em se tratando de países periféricos, está no fato de que o prêmio de risco de contratos denominados em moedas inconversíveis (fracas) tende a ser mais alto do que aqueles associados às divisas conversíveis (fortes) em decorrência de sua baixa aceitação, fato que será comentado na próxima seção desse capítulo.

Por conta disto e do consequente diferencial de juros existente entre os diferentes mercados, **um terceiro malefício** pode ainda surgir dentro da economia: o chamado *currency mismatch* discutido por Eichengreen e Haussman (2003) e Eichengreen *et al* (2007), que ocorre

quando os residentes de um país preferem se endividar em uma moeda estrangeira ao invés de se endividar em moeda nacional.

Por fim, **o último custo** está ligado ao fato que a emissão de dívida externa, bem como a emissão de dívida interna detida por devedores estrangeiros, pode levar a uma maior volatilidade nas taxas de juros domésticas e na taxa de câmbio quando os mercados globais são duramente atingidos por uma crise financeira em um país do centro, indicando a existência de ciclos reflexos e de fatores especulativos.

Se ligamos essa discussão com os avanços dos mercados financeiros a partir dos anos 1960, perceberemos que a situação acima tem se exacerbado, tornando a posição dos países periféricos altamente impactada pelo ciclo das finanças globais. O ponto é o de que os fluxos financeiros são cada vez mais dominantes nos movimentos de divisas, sendo que parte importante desse movimento se dá a partir de fluxos direcionados por grandes investidores, em busca de valorização em diferentes mercados, a partir de instrumentos financeiros que podem ser comprados e vendidos em mercados secundários com grande facilidade, especialmente a partir das inovações financeiras dos anos 1980 e 1990 e a partir do avanço do processo de abertura financeira e desregulamentação dos mercados (CINTRA, 1998)

O crescimento da dinâmica da securitização e dos mercados de derivativos magnificou o movimento desses fluxos, sendo importante compreender que os mesmos se dirigem a países periféricos desde que haja a possibilidade de alta rentabilidade. A hierarquia das moedas é sempre considerada e a exigência da cobrança de diferenciais de ganhos está também ligada à questão dessa hierarquia. A subordinação financeira é própria à situação periférica do país, o que tem a ver também com a questão das características estruturais da dinâmica produtiva doméstica, foco central da discussão da CEPAL e que discutimos na primeira parte do capítulo.

Isto posto, a seguir traçamos a relação entre a dinâmica do câmbio, influenciada por fatores financeiros e a determinação interna dos juros em países que não têm moeda forte. Essa discussão nos permite mostrar que fatores ligados aos conceitos de risco país e risco de câmbio têm relação com a discussão das hierarquias das moedas, com a subordinação financeira, sendo fortemente impactados por fatores expectacionais

### **1.3.2 – Países periféricos, determinação dos juros e *spreads* especulativos**

Em nosso trabalho seguimos as indicações de Corrêa (1996), que destaca o fato de que o crescimento das operações via títulos nos mercados financeiros globais, conjugada aos processos de abertura financeira são importantes elementos de crescimento do potencial de instabilidade nos países periféricos. A ideia destacada é a de que os fluxos de mercados de

capitais e que se dirigem à mercados monetários são mais flexíveis do que os fluxos de empréstimos. Isto por que os títulos podem ser rapidamente vendidos em mercados secundários em momentos de reversão de expectativas, afetando o preço dos mesmos e podendo causar movimento de saída de recursos do país, com grande dificuldade de controle. No entanto, nos momentos de expansão de liquidez a entrada de recursos em países periféricos que apresentam importantes diferenciais de juros comparados aos dos países globais, se intensifica.

Os níveis de ingresso de capitais pós anos 1980 são expressivamente superiores aos observados nos períodos anteriores, sendo que as novas engenharias financeiras facilitam o processo de endividamento via títulos e os mercados de derivativos dão a sensação de maior estabilidade. Isto, no entanto, não encobre o fato de que grande parte do capital ingressante tem um viés de “curto prazo”, no sentido de que saem rapidamente a qualquer mudança de conjuntura

Esta nova dinâmica das finanças internacionais, mais centrada em empréstimos via títulos do que em empréstimos via bancos, é mais instável. Na verdade, no caso dos empréstimos bancários, os processos de saída de recursos são mais previsíveis, pois eles ocorrem essencialmente quando os contratos se encerram. Mesmo que isto possa ser flexibilizado pelo processo de securitização de créditos, a maioria do crédito é, ainda, não securitizado.

Considerando-se a perspectiva teórica do modelo de expectativas racionais (plena informação, perfeita mobilidade de capitais, ausência de risco de crédito e indiferença aos riscos) não existe possibilidade de realização de ganhos de arbitragem e, vigora a Paridade Coberta de Juros (PCJ). A partir daí, títulos de dívida de distintos países devem ter rendimentos semelhantes, descontada a variação esperada do câmbio (GARCIA e OLIVARES, 2001).

No caso dos títulos de um país periférico, comparado com os de um país que tenha moeda forte e que apresentem prazos e perfis comparáveis, prevaleceria a seguinte relação:

$$i = i^* + \text{expectativa de variação do câmbio} \quad (1.1)$$

Assumindo neutralidade no risco e que os agentes formem “expectativas racionais”, a taxa de câmbio futura efetiva torna-se um estimador não-viesado da taxa de câmbio à vista, que se efetivará no futuro, havendo divergência apenas quando da ocorrência de um erro aleatório. Assim, vigorando a PCJ, a oportunidade de arbitragem seria eliminada.

No entanto, não é essa a realidade observada. Em primeiro lugar, o movimento do câmbio leva em conta expectativas de variação não possíveis de serem previstas. A partir daí, concretamente, o movimento do câmbio considerado para o cálculo dos aplicadores é medido

pelas projeções das desvalorizações cambiais no mercado futuro de câmbio ou pelas taxas dos SWAPs entre juros domésticos e câmbio. Além do mais, essas projeções, incorporam também um “Prêmio de Risco de câmbio”, que varia a depender da conjuntura do país em questão e especialmente, a depender da dinâmica da liquidez internacional (GARCIA e OLIVARES 2001; GARCIA e DIDIER 2003).

Desta forma, os valores de mercado futuro, que acertaremos a chamar de *Forward Premium* ( $f$ ), incorporam, de fato, a somatória de ambas as variáveis, ou seja: Desvalorização Esperada + Prêmio de Risco de câmbio. Temos então:

$$i = i^* + f(\text{forward premium}) \quad (1.2)$$

Outro fator importante, essencial para a nossa análise está relacionado à hierarquia das moedas e ao papel ocupado pelas moedas periféricas. Para países periféricos, em que a hierarquia monetária é mais baixa, os aplicadores requerem um *spread* para reter ativos naquela moeda – considerada menos líquida (DE CONTI, PRATES e PLIHON, 2014). Na verdade, a taxa de juros de um título soberano periférico em moeda local seria a que se segue.

$$i = i^* + f(\text{forward premium}) + \gamma(\text{risco país mercado doméstico})^{14} \quad (1.3)$$

Dessa forma teríamos:

$$\gamma(\text{risco país mercado doméstico}) = i - (i^* + f) \quad (1.4)$$

Este seria o *spread* pago por um devedor nacional a um estrangeiro que viesse aplicar no país, em moeda local<sup>15</sup>. A ideia é a de que o aplicador estrangeiro estaria requerendo uma rentabilidade em dólar. Ele estaria entrando no país e protegendo-se no mercado futuro (pagando  $f$ ).

Para a economia brasileira, utiliza-se usualmente o diferencial (na especificação contínua) entre a taxa de juros esperada doméstica de um ano (Swap DI-Pré 360 dias) e da taxa de juros norte-americana de mesmo prazo, acrescida do *forward premium*.

Uma outra forma de medir o Risco País é considerar um título soberano do país periférico em questão, negociado em mercado financeiro internacional (em moeda forte) e comparar a taxa vigente de retorno em dólares desses títulos, com a taxa de retorno do *Treasury Bond* (T-Bond) dos Estados Unidos, considerado o título mais seguro internacionalmente.

<sup>14</sup> Medido no mercado doméstico a partir de um título da dívida interna do Governo.

<sup>15</sup> Para esse exemplo teórico não estamos considerando pagamento de eventuais impostos.

Nesse caso:

$$i^{**}(\text{título soberano periférico em dólar}) = i^{*}(\text{TBond}) + \gamma^{*}(\text{risco país global})^{16} \quad (1.5)$$

Considerando-se a diferença (em pontos percentuais) entre as duas taxas teríamos

$$\gamma^{*}(\text{risco país global}) = i^{**} - i^{*} \quad (1.6)$$

Essa diferença é uma das expressões do que se convencionou chamar de Risco País (*spread over Treasury*), sendo que o índice mais utilizado no acompanhamento desse indicador é o EMBI+, calculado pelo J. P. Morgan. Note-se que se refere a títulos soberanos negociados em moeda forte que, mesmo assim têm que oferecer um “spread”. A compreensão é a de que o devedor, vinculado ao país periférico em questão, não emite moeda forte e por isso, para pagar a dívida tem que converter a moeda local na moeda do contrato – internacionalmente aceita.

Assim, quando estamos considerando as aplicações de estrangeiros em Títulos de Renda Fixa de um país periférico, esses cálculos são considerados. Caso se esteja aplicando em um título público negociado no país, o *spread* considerado é  $\gamma$ , e caso esteja aplicando em um título público negociado no mercado internacional em moeda forte, o *spread* é  $\gamma^{*}$ . Nos dois casos esse risco se modifica à depender do ciclo de liquidez.

Outro fator importante a considerar é o de que os dois cálculos de Risco País, eventualmente, podem ser diferentes. A diferença entre o risco país medido em mercados globais e o risco país medido no mercado doméstico estaria, assim, gerando uma Quase Renda (CORRÊA et al 2012), conforme a equação (1.7)

$$\gamma - \gamma^{*} = \text{Quase Renda} \quad (1.7)$$

Quando isso ocorre, seria mais vantajoso aplicar em títulos do país periférico negociados dentro do país, em moeda doméstica. A aplicação no mercado doméstico, com cobertura em dólar, geraria uma rentabilidade superior à paga pelo título soberano, de mesmo prazo, negociado no mercado financeiro global (CORRÊA et al 2012)

A perspectiva teórica *mainstream*, ligada ao chamado “consenso macroeconômico”, indica que esse *spread* estaria indicando riscos intrínsecos ao próprio país – ligados aos chamados “maus fundamentos macroeconômicos” – geralmente relacionados à “excessos de gastos públicos”.

---

<sup>16</sup> Medido nos mercados financeiros globais, considerando um título de dívida soberana, negociado em moeda forte – nesse caso refere-se a “*spread over treasury*”).

No entanto, na perspectiva que estamos trabalhando, consideramos que esses *spreads* são fortemente influenciados por fatores expectacionais e especulativos, que se modificam a depender do momento do ciclo financeiro. Movimentos dos grandes capitais em sua lógica de “fuga para a qualidade” (em momentos de instabilidade) e de “busca de alta rentabilidade” (em momentos de liquidez) afetam fortemente esses *spreads*.

Esses são fatores importantes quando vamos analisar a dinâmica dos fluxos de capitais dirigidos à países periféricos – especialmente os de Investimentos em Carteira em Títulos de Renda Fixa, que passam a ser muito importantes a partir do movimento das inovações financeiras nos anos 1980 e 1990 e do processo de abertura financeira.

Assim, quando tratamos da questão da taxa de juros interna do país periférico e em situação de ampla abertura financeira, o regime de câmbio importa. Em situação de câmbio administrado, o Governo adota uma âncora cambial e a taxa de juros é a variável que se move para oferecer a “rentabilidade requerida” (para garantir a cobertura do Risco-Brasil e do *Forward Premium*). Quando o regime é de câmbio flutuante, é o câmbio que flutua nos momentos de mudança da dinâmica da liquidez internacional e a taxa de juros doméstica ficaria mais definida por outros fatores. No entanto, mesmo aqui, a taxa não deixa de ser influenciada pela dinâmica da liquidez internacional e por fatores especulativos.

### **Considerações para os próximos capítulos**

Assim, vimos que é através do desenvolvimento destes três elementos: desregulamentação financeira; liberalização externa e; novas engenharias financeiras, em conjunto com a noção de um sistema financeiro hierarquizado, segundo o ranking das moedas e, a capacidade de criação endógena de moeda, que podemos compreender a estrutura financeira mundial posta, e, por conseguinte, o objeto a ser estudado, os fluxos de capitais.

O entendimento é que o grande número de inovações financeiras surgido proporcionou uma maior velocidade e montante dos fluxos financeiros, que em conjunto com os movimentos de desregulamentação financeira e liberalização externa potencializaram a velocidade dessas transações entre os agentes e, entre os países, fortalecendo seu caráter curto-prazista (dessas transações). Desta forma, os países periféricos viram o montante de as suas contas financeiras aumentarem exorbitantemente a partir das décadas de 1980/1990, principalmente. O resultado foi a maior instabilidade destas contas, seguindo a perspectiva de Corrêa et al. (2012b), de que o grande volume de capitais com viés de curto prazo instabiliza a Conta Financeira.

Além disso, em um sistema monetário e financeiro hierarquizado, as consequências desses movimentos foram a maior vulnerabilidade dos estados nacionais a mudanças na

conjuntura externa, em que os fluxos financeiros destinados aos países periféricos vão estar mais ligados a fatores extranacionais (taxa de juros norte americana e ciclos de liquidez) do que propriamente aos seus fundamentos macroeconômicos.

Dessa forma, nos próximos capítulos utilizaremos desta perspectiva para tentarmos entender a dinâmica dos fluxos de capitais no Brasil (2000-2016), com foco nas contas Investimento Direto e Investimento em Carteira Passivos, com vista a testar a hipótese de que parte dos Investimentos Diretos possui dinâmica parecida com aquela encontrada nos Investimentos em Carteira, seja ela: uma dinâmica especulativa e curto-prazista, por conter aqueles, também, elevado volume de compra de ações.

No capítulo seguinte, Capítulo 2, faremos uma análise mais qualitativa, com o estudo de indicadores externos e internos brasileiros, com foco naqueles referentes à Conta Financeira. E no Capítulo 3, daremos mais ênfase a análise econométrica, com o estudo da volatilidade dos fluxos das rubricas do Investimento Direto e Investimentos em Carteira Passivos, por meio de modelos ARCH/GARCH e, a relação destes fluxos entre eles mesmos e entre as variáveis mais relevantes para suas dinâmicas (estudadas no Capítulo 2) através de modelos VAR/VEC.

## CAPÍTULO II

### DINÂMICA DA LIQUIDEZ MUNDIAL E CICLOS REFLEXOS DOS FLUXOS DE CAPITAIS DIRIGIDOS AO BRASIL NOS ANOS 2000

#### Introdução

Nesse capítulo analisaremos a dinâmica da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos brasileiro, centrando-nos na análise dos fluxos de Investimento em Carteira e de Investimento Direto.

Iniciaremos o capítulo com a demonstração da estrutura da Conta Financeira brasileira, segundo a nova metodologia do BP (BPM6), para posteriormente indicarmos a periodicidade da análise, de acordo os movimentos da liquidez internacional, que consideraremos para examinar a dinâmica dos fluxos de capitais para a economia brasileira. Seguimos a perspectiva de que o direcionamento dos recursos aos países periféricos tem uma lógica subordinada – apresentando-se um “ciclo reflexo” (RESENDE e AMADO, 2007), conforme abordado no capítulo anterior.

A seguir, apresentaremos uma série de indicadores macroeconômicos da economia brasileira e faremos breves considerações sobre a dinâmica econômica no período da nossa análise, seguindo as interpretações de Serrano e Summa (2011 e 2012) e de Corrêa e Santos (2014).

Na terceira parte do capítulo apresentamos a análise do movimento do Balanço de Pagamentos brasileiro, centrando-nos na Conta Financeira. Uma vez que o nosso intuito é o de mostrar como parte importante dos fluxos de recursos está relacionada à liquidez mundial, nos centraremos na análise dos Investimentos em Carteira que têm um “viés de curto prazo”, sendo muito influenciado por fatores conjunturais. Isso significa que os fluxos podem reverter muito rapidamente. Os capitais que têm “viés de curto prazo” seriam essencialmente os relativos aos Investimentos em Carteira (ações e títulos de renda fixa), por terem mercados secundários para a sua negociação; os derivativos, os fluxos de moedas e depósitos, e os empréstimos de curtíssimo prazo – especialmente os relativos a fornecedores (CORRÊA, 2004; MUNHOZ, 2006).

Do mesmo modo analisaremos a dinâmica geral dos fluxos de Investimentos Diretos. O intuito é o de verificar se é possível identificar uma mudança de comportamento dos mesmos pela análise simples dos dados.

Apresentaremos também os dados da Posição Internacional de Investimento e de alguns indicadores de vulnerabilidade externa, a fim de traçar um *link* dessa com a discussão

da vulnerabilidade externa que será tratada no último capítulo, que fará a análise aplicada. Por fim, apresentaremos a composição e as tendências do ID no Brasil e no mundo, para posteriormente finalizarmos o capítulo, com seus pontos mais relevantes e considerações finais.

## 2.1 – Estrutura da Conta Financeira brasileira

O balanço de pagamentos de uma economia, ou seja, a contabilidade de todas as transações realizadas entre residentes e não-residentes de um país são organizadas em categorias e subcategorias, de acordo com a especificidade de cada transação. Destaque-se que a versão contábil mais utilizada da América do Sul é a chamada BPM5, segundo classificação do FMI. No entanto, em termos mundiais, os países centrais utilizam uma versão mais recente, o BPM6<sup>17</sup>. Na América do Sul, apenas Chile, Colômbia e, recentemente o Brasil, utilizam essa nova versão. Uma das melhoras desta nova metodologia é o de que ela agora também apresenta os dados dos Estoques das rubricas da CF, que compõem a chamada Posição Internacional de Investimento.

Desde abril de 2015 o Bacen passou a divulgar os dados do Balanço de Pagamentos e da Posição Internacional de Investimento em conformidade com a 6ª edição do manual do FMI<sup>18</sup>. Este novo manual, BPM6, criado em 2009, substitui o antigo BPM5, que vigorava desde 1993. A nova metodologia aperfeiçoará o padrão estatístico do BP, alinhando-o à metodologia internacional<sup>19</sup> (System of National Accounts) e também à nacional (IBGE).

No que se refere à contabilização dos Fluxos, dentre as contas existentes no balanço de pagamentos, estudaremos a Conta Financeira, sendo importante entender a sua classificação e a nova metodologia de contabilização.

A Conta Financeira (CF) pode ser aberta em quatro outras sub-contas (primeiro nível de abertura da Conta Financeria)<sup>20</sup>, quais sejam: Investimento Direto (ID); Investimento em Carteira (IC); Derivativos (DER) e; Outros Investimentos (OTI).

O segundo nível de abertura, refere-se à abertura de cada uma destas subcontas, separando-as em Ativos (em geral de residentes) e Passivos (em geral, de estrangeiros). O terceiro nível de abertura, refere-se à abertura de cada uma das contas do “segundo nível”.

<sup>17</sup> Melhor especificação das mudanças do BPM6 interessantes à dissertação no Apêndice I.

<sup>18</sup> Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>.

<sup>19</sup> Países que já utilizam a nova metodologia: Países europeus, Estados Unidos, Austrália, Canadá, Chile, Colômbia, Rússia, África do Sul, Índia, Arábia Saudita, Coreia do Sul, Malásia, Indonésia, Filipinas, Tailândia ([http://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/Tulio\\_Maciel\\_Novo\\_BPM6\\_22\\_04\\_2015.pdf](http://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/Tulio_Maciel_Novo_BPM6_22_04_2015.pdf)).

<sup>20</sup> Corrêa (2002) criou essa nomenclatura de “níveis de abertura”, sendo que posteriormente essa classificação vem sendo utilizada nas orientações da mesma, que conformaram a linha de pesquisa que nos referimos no início do trabalho.

Nosso propósito é o de estudar com maiores detalhes as contas de Investimento em Carteira e de Investimentos Diretos, Passivos.

Nesse caso, considerando o terceiro nível de abertura temos:

(i) No caso da abertura do Investimento em Carteira Ativos (ICA): os ICA em Ações – ativos; os ICA em Títulos de Renda Fixa – ativos (de curto prazo e de longo prazo) e; ICA em fundos de investimentos – ativos.

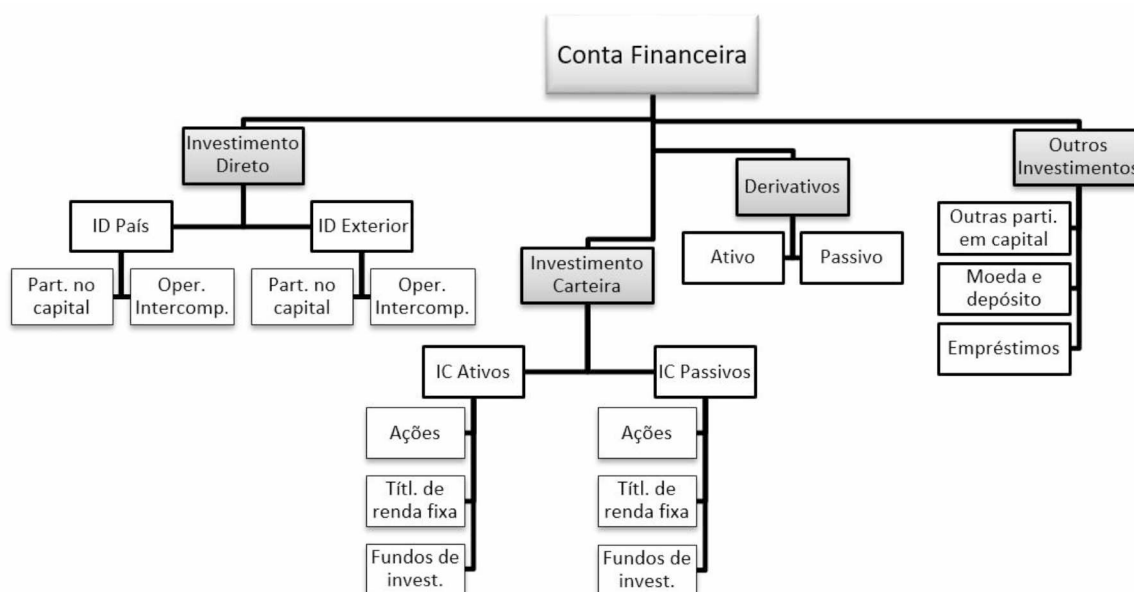
(ii) No caso da abertura de Investimento em Carteira Passivos (ICP): os ICP em Ações – passivos (negociadas no país e fora dele); os ICP Em Títulos de Renda Fixa (negociadas no mercado doméstico e mercado externo) e; ICP em Fundos de Investimentos – passivo.

(iii) No caso da abertura de Investimento Direto no Exterior (IDX): os IDX em Participação no Capital – ativos e, os IDX em Operações Intercompanhias – ativos.

(iv) No caso da abertura de Investimento Direto no País (IDP): os IDP em Participação no Capital – passivos e, os IDP em Operações Intercompanhias – passivos.

Uma melhor visão das contas e subcontas da CF até o terceiro nível de abertura pode ser visto abaixo, na Figura 2.1.

**Figura 2.1 – Estrutura da Conta Financeira**



Fonte: Elaboração própria.

Após breve demonstração da estrutura contábil da Conta Financeira brasileira e da sua nova metodologia de contabilização (BPM6), passamos para a indicação da periodicidade de análise no próximo item da seção.

## 2.2 – Periodicidade da dinâmica dos fluxos de liquidez internacional

A década de noventa é marcada, principalmente no Brasil, pela alteração de características históricas do modelo de crescimento adotado pelo país, especialmente aquele após o Plano de Metas<sup>21</sup>. Uma das características importantes do modelo era a participação do Estado, tanto como elemento essencial da estrutura de Investimento (Investimento público e de empresas estatais) e de financiamento (Bancos Públicos), como também fator de coordenação de decisões e de implementação de políticas. Um outro elemento importante do referente modelo de crescimento foi a relação do país com o exterior. Esta dava-se a partir de um processo de abertura comercial e financeira restritos, com elementos de proteção ao capital privado nacional. Outra questão importante referia-se à restrição aos fluxos de capitais relacionados a transações com mercados de capitais (ações e títulos de renda fixa) e mercado monetário (negociações com títulos públicos no mercado doméstico).

Como vimos em partes anteriores do presente trabalho, uma das características que estava emergindo nos mercados financeiros ao redor do mundo a partir dos anos 1980 era a do crescimento das operações de compra e venda de títulos em mercados de capitais, o crescimento do mercado de derivativos e também, a paulatina volta da liquidez, ao longo dos anos 1980, ainda que permanecesse em negociação a situação negativa dos países periféricos que haviam paulatinamente decretado moratória de sua dívida externa. A isto ainda se somava o processo de queda das taxas básicas de juros dos países centrais (especialmente a Prime e a Libor), que provou forte movimento de busca de aplicações mais rentáveis, como seriam aquelas vinculadas a países periféricos.

O Consenso de Washington acabou por congrega os interesses dos grandes capitais internacionais, na medida em que suas indicações iam na direção de garantir o ajuste dos bancos internacionais e de garantir as aspirações dos grandes aplicadores. Por um lado, pregava a redução da participação do Estado, e de outro indicava ser essencial o processo de abertura comercial e financeira. No caso da redução da participação do Estado, o contexto é o do ajuste fiscal, reduzindo-se os Gastos públicos e garantindo o pagamento das dívidas externas passadas assumidas. No caso da liberalização, o processo garante a livre entrada e saída de recursos (bens, serviços e capitais), em condições de altas taxas de juros domésticas.

A partir desse processo, os países periféricos passaram a adotar, paulatinamente, as indicações do Consenso de Washington, o que definiu mudanças em seus modelos de crescimento. Um dos elementos importantes foi a renegociação das dívidas externas, sob a

---

<sup>21</sup> Para esta discussão referente às características padrão de acumulação brasileiro consultar Almeida Filho (1993).

égide do Plano Brady, que veio junto com o movimento de abertura comercial e financeira e com a redução da participação do Estado, via processos de privatização.

Ou seja; mudavam-se elementos importantes do modelo de crescimento anterior – especialmente em seu aspecto de inserção externa. A partir daí, e antes mesmo que os acordos do Plano Brady tivessem se concluído em diversos países, observou-se forte ingresso de recursos pela via de Investimentos em Carteira e de Moedas e Depósitos, atraídos pelo diferencial de juros desses países. Vê-se também, paralelamente, o crescimento do ingresso de Investimentos Diretos, impulsionado pelo ganho com as privatizações, não representando esta rubrica então, neste momento, necessariamente novos investimentos nas praças de destino (CORRÊA *et al*, 2012).

Os fluxos financeiros, em particular, com destino a economia brasileira, além de serem beneficiados e atraídos pelas reformas citadas, também foram aliciados graças a elevada taxa de juros, que somada a âncora cambial adotada no plano Real de estabilização monetária, proporcionaram alta rentabilidade para os investidores, em contrapartida da monstruosa elevação da dívida do país.

Assim, do ponto de vista dos capitais internacionais, se observa um período de expansão da liquidez internacional a partir da segunda metade dos anos 1980, se mantendo basicamente até 1998, com a crise da Rússia, ainda que entremeadas pelas crises do México e da Ásia. Na verdade, apesar de em 1994, com a crise do México, os capitais deram sinais de pequena reversão, logo a seguir a entrada dos mesmos ainda permaneceu forte nas economias periféricas até 1997, quando estourou a crise da Ásia, e com uma reversão mais profunda com a crise da Rússia. No caso do Brasil, observamos o fenômeno do contágio, que provoca fortes movimentos de fugas de recursos, mesmo quando o país melhorava seus indicadores econômicos.

A partir de 1998, pode-se dizer que ocorre um processo importante de queda da liquidez internacional, destacando-se a redução do direcionamento dos recursos aos países periféricos e a posterior elevação da instabilidade no cenário internacional financeiro, desaguando nas então crises do Brasil em 1999, Turquia em 2001 e Argentina em 2002. Aliado a estes acontecimentos, temos os escândalos contábeis nas empresas norte americanas, chamadas dotcom, e os atentados terroristas de 11 de setembro. Tais fatores geraram impactos de instabilidade, afetando as expectativas dos agentes.

No que se refere aos ciclos vinculados aos anos 2000, foco de nosso trabalho, a periodicidade da análise vai ao encontro da metodologia utilizada em vários estudos relacionados (CORRÊA 2004; CORRÊA, 2006; CUNHA e PRATES, 2009; PRATES e

CUNHA, 2013; PEREIRA, 2016; CORRÊA e PEREIRA, 2016), em que é feita uma divisão entre períodos de alta e baixa da liquidez dos mercados mundiais, além de considerar-se também os miniciclos dentro destes ciclos, os chamados “surtos de recursos” (FMI, 2011).

Os movimentos de alta da liquidez vão ser aqueles momentos em que se percebe uma menor aversão ao risco por parte dos investidores mundiais. Nessas fases, materializa-se um maior fluxo de recursos dispostos a deixar os países centrais, de “moeda forte”, para se aventurar em países de moeda “mais fraca”, na hierarquia das moedas, na expectativa de ganhos extra, conforme comentado no Capítulo 1.

Os períodos de baixa liquidez referem-se a movimentos de “fuga para a qualidade”. São momentos em que há uma maior percepção de risco, e a tendência é a de uma corrida dos capitais para as economias de “moeda mais forte” e para aplicações mais seguras. A consequência é a de retração de recursos dirigidos aos países periféricos.

A ideia por detrás da análise dos ciclos financeiros que estamos utilizando é a de que eles estão fortemente relacionados às políticas monetárias dos países centrais, mas também refletem as expectativas de mercado quanto ao andamento da própria dinâmica econômica mundial. Nesses termos, a liquidez do período pós 2002 está ligada aos ciclos de demanda por *commodities*, em que China e Índia promoveram uma forte demanda destes bens, inflando seus preços<sup>22</sup>.

Outra coisa são o que estamos chamando de “surtos de recursos”, que se referem a subfases no interior dos períodos de liquidez. Este são caracterizados por períodos em que há um concentrado influxo de recursos para os países periféricos. Ademais, essa não é uma tendência que se verifica apenas para alguns países periféricos, mas sendo, antes, um movimento mais geral que atingem o conjunto dos mesmos (FMI, 2015).

Considerando-se Corrêa e Pereira (2016) podemos apontar que na década de 2000 há quatro ciclos de liquidez e três surtos de recursos, conforme os quadros abaixo (Quadro 2.1 e Quadro 2.2).

---

<sup>22</sup> A elevação dos preços das *commodities* também está relacionada com outros fatores, como: “[...] o acelerado processo de crescimento e urbanização da população mundial; a elevação da renda nos países em desenvolvimento; choques de oferta de origem climática, que afetam as cotações das commodities alimentícias; o uso de cereais e oleaginosas para a produção de biocombustíveis; e a especulação nos mercados futuros em um ambiente de abundante liquidez no mercado internacional” (CINTRA & ACIOLY, 2012).

### Quadro 2.1 – Ciclos de liquidez internacional

- (i) 2002Q4-2008Q3 - Período de liquidez, em que se destaca o ajuste e crescimento dos países periféricos da Ásia, da América Latina e da Europa, em conjunto com o também crescimento dos países centrais e com o forte aumento no preço das *commodities*<sup>23</sup>.
- (ii) 2008Q4-2009Q2 - Período de retração de recursos e de ‘fuga para a qualidade’. Observa-se forte saída de capitais dos países periféricos e o espraiamento da crise *subprime*<sup>24</sup>, sobretudo para os países periféricos da Europa: Grécia, Portugal, Irlanda, Itália, Espanha.
- (iii) 2009Q3-2011Q3 - Novo período de liquidez. A partir do momento em que os Estados Unidos adotam uma política expansionista para contrarrestar a crise e reduz drasticamente os juros do país, observa-se uma nova injeção de liquidez e a queda geral das taxas de juros nos países centrais, que define uma “volta do apetite pelo risco”, na medida em que os grandes capitais buscam, mais uma vez, os diferenciais de juros oferecidos pelos países periféricos.
- (iv) 2011Q4 em diante - Reversão de recursos com a problematização dos Bancos Europeus e rápido retorno (para os periféricos) após o apoio do BCE. O período posterior é de crescimento da volatilidade e indicação de problematização de países periféricos.

Fonte: Corrêa e Pereira (2016).

O “Q” refere-se à trimestre (*quartile*).

### Quadro 2.2 – Surto de Recursos

1996Q4 – 1998Q2
2006Q4 – 2008Q2
2009Q3 – 2010Q2
2012Q2 – 2014Q4

Fonte: Corrêa e Pereira (2016).

Em termos das principais indicações referentes a esses períodos, a partir de 2003 podemos dizer que se abre uma nova fase de liquidez, que durará, basicamente até o segundo semestre de 2007, quando se destaca o primeiro movimento de explicitação da crise de *subprime*, que se aprofundará no segundo semestre de 2008. Esta fase de liquidez caracteriza-

<sup>23</sup> “Um fato importante a mencionar é que o preço das *commodities* responde ao crescimento da demanda, mas também está fortemente relacionado ao direcionamento da liquidez crescente para aplicações em mercados futuros de *commodities*, que inflaram os seus preços” Fonte: Corrêa & Pereira (2016, p. 131).

<sup>24</sup> Mais conhecida como crise do *subprime*, a crise financeira de 2008 é aquela que se iniciou no mercado hipotecário norte-americano de alto risco e contaminou os demais ativos e economias do mundo, principalmente após a falência do banco de investimentos Lheman Brothers (CARDIM DE CARVALHO, 2008; CUNHA, PRATES e DA SILVA BICHARA, 2009).

se por um maior apetite dos investidores ao risco, com um processo de crescimento das economias do globo, e com a expansão da China - o que ocasionará em elevado crescimento do comércio mundial e maior volume de fluxos financeiros destinados aos países periféricos. No caso dos países centrais, graças às engenharias financeiras ligadas à securitização de recebíveis articulada a esquemas de proteção dos mercados futuros, observa-se um expressivo aumento do crédito destinado às famílias e à construção civil. É uma fase de expansão, de facilidade de acesso a recursos e de busca por aplicações rentáveis.

No caso dos países periféricos da América do Sul, pode-se observar o crescimento da maioria dos países, maior do que o dos períodos pretéritos, sendo que a grande parte deles se beneficiou da expansão exacerbada do comércio de *commodities*.

O crescimento do “apetite pelo risco” nesses anos de liquidez levou a um forte ingresso de recursos pela via de Investimentos em Carteira para aqueles países que apresentavam mercados financeiros mais complexos e ofereciam importantes diferenciais de juros. Ocorreu também um importante direcionamento de Investimentos Diretos, sendo que os investidores buscaram oportunidades ligadas ao potencial de crescimento que esses países estavam apresentando.

Um elemento importante a comentar é o de que essa fase de expansão não é monolítica. Até 2004 se observa uma queda das taxas de juros dos países centrais, puxadas pela dinâmica das taxas de juros básica norte americana (Gráfico 2.1 e Gráfico 2.2). A partir daí, há um aumento contínuo dessas taxas, que vai até 2006. A mudança da trajetória dessas taxas, em 2004, gera uma retração de liquidez, logo retomada quando fica claro que os aumentos das mesmas não seriam expressivos. Observa-se então uma retomada dos recursos para os países periféricos, que permanece até o primeiro semestre de 2007.

Contudo, os ingredientes do crescimento generalizado do crédito, articulado a sistemas de securitização de recebíveis farão com que a economia mundial desague em outra crise econômica, a citada crise do *subprime* em 2007. De fato, entre o terceiro semestre de 2007 e primeiro semestre de 2009, o período é de grande instabilidade mundial, com fraco crescimento das economias centrais e maior aversão ao risco dos investidores, comprometendo o fluxo de negócios destinado aos países periféricos. O processo de crise, que afeta os Bancos e seguradoras provoca importante impacto de renegociação de dívidas sobre os países devedores da zona do Euro, iniciando-se pelo caso da Grécia e expandindo-se para Irlanda, Portugal e Espanha. A problematização da Europa, com as políticas restritivas adotadas geraram um processo de importante queda do crescimento, que se somou à desaceleração norte-americana.



**Quadro 2.3 – Rodadas dos programas de relaxamento monetário**

Programa	Data anúncio	Meta para data final	Total adquirido em títulos
QE1	25 de novembro de 2008	Em vários períodos	Dívidas de GSEs: US\$100 bilhões MBS: US\$ 500 bilhões
	18 de março de 2009	Até 30 de setembro de 2009 para <i>Treasuries</i>  Até 31 de dezembro de 2009 para dívida de agências e MBS	Dívidas de GSEs: até mais US\$ 100 bilhões  MBS: mais US\$ 750 bilhões <i>Treasuries</i> de longo prazo: US\$ 300 bilhões
QE2	3 de novembro de 2010	30 de junho de 2011	<i>Treasuries</i> de longo prazo: US\$ 600 bilhões
Operação twist (1)	21 de setembro de 2011	30 de junho de 2012	<i>Treasuries</i> de longo prazo: US\$ 400 bilhões
	20 de junho de 2012	31 de dezembro de 2012	Montante limitado ao restante de títulos de curto prazo
QE3	13 de setembro de 2012	Não especificada	Compra de US\$ 40 bilhões/mês de MBS e <i>Treasuries</i> de longo prazo
	12 de dezembro de 2012	Não especificada	Aumento das compras de MBS e <i>Treasuries</i> de longo prazo para US\$ 85 bilhões/mês

Fonte: Mattos (2015).

*Treasuries* - títulos do governo norte-americano.

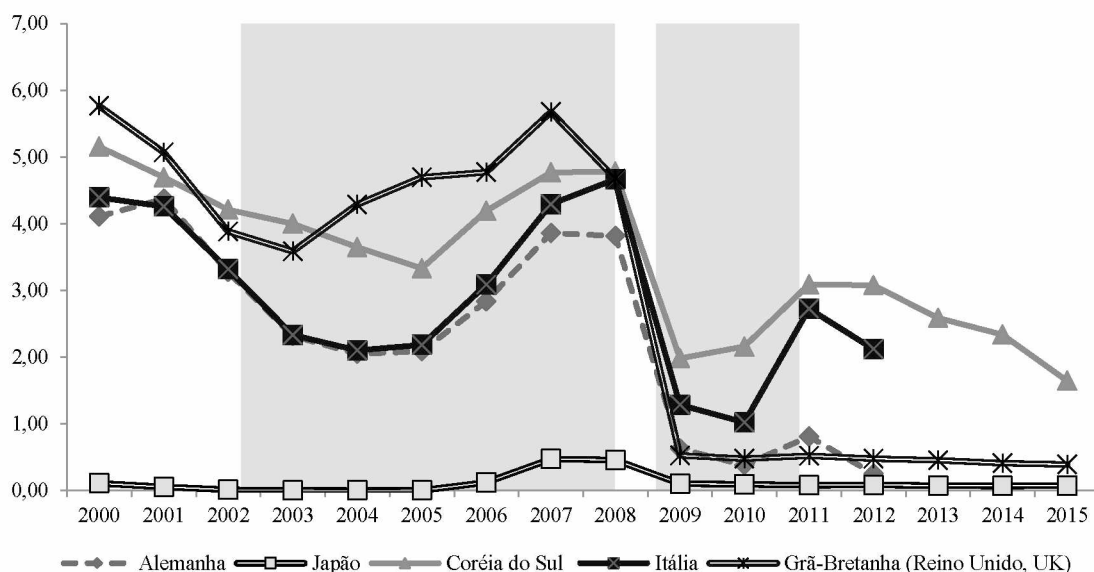
GSE - títulos de dívida das agências.

MBS - títulos relacionados a hipotecas.

Estima-se que estes programas injetaram “cerca de US\$ 3,6 trilhões na economia americana através da compra de títulos lastreados em financiamentos imobiliários e *Treasuries*, quadruplicando o volume de ativos no balanço do FED” (LELLIS JUNIOR, 2015).

O importante é compreender que estas medidas promoveram uma facilidade de liquidez. Ademais, a redução das taxas de juros, dos Estados Unidos gerou uma queda das taxas de juros dos países centrais em geral, o que pode ser percebido pelo Gráfico 2.2.

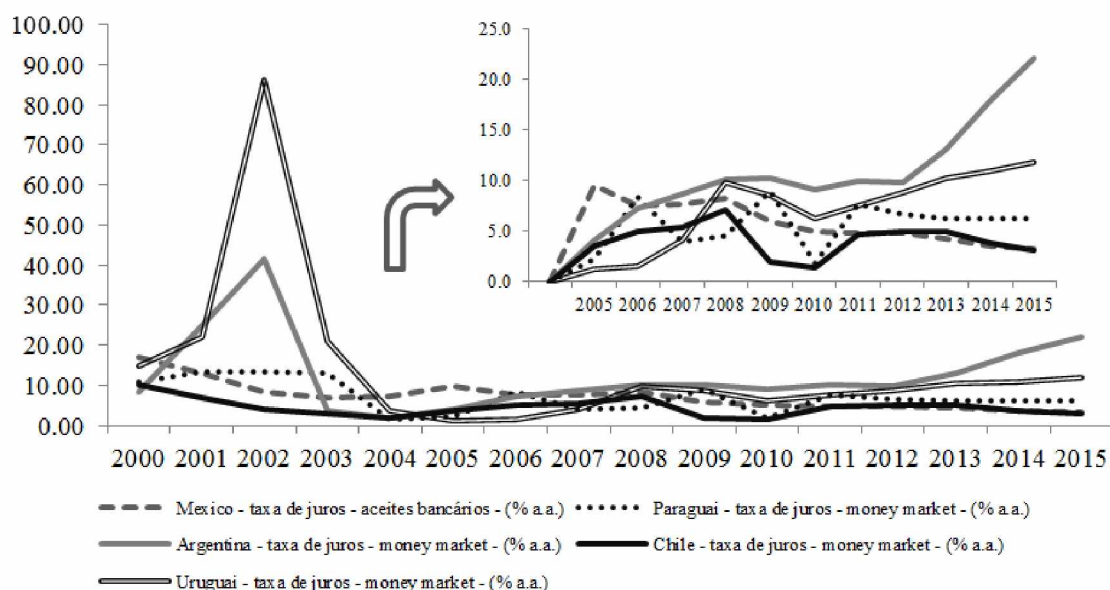
Desde fins de 2008, na tentativa de estimular o investimento e o consumo, a política monetária dos principais bancos centrais do mundo, como o Federal Reserve, o Banco Central Europeu, o Banco da Inglaterra, o Banco Central do Japão, tem sido a de reduzir, continuamente, a taxa básica de juros (MARQUES e NAKATANI, 2013, p.66).

**Gráfico 2.2 – Taxa de juros – países centrais selecionados – dados anuais com taxas a.a.**

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEA.

- Alemanha - taxa de juros - callmoney - (% a.a.)
- Japão - taxa de juros - callmoney - (% a.a.)
- Coreia do Sul - taxa de juros - moneymarket - (% a.a.)
- Itália - taxa de juros - moneymarket - (% a.a.)
- Grã-Bretanha (Reino Unido, UK) - taxa de juros - interbancária mínima - over - (% a.a.)

Essa dinâmica eleva o “apetite pelo risco”, levando os investidores a procurar outras praças para a reprodução e valorização dos seus capitais, e provocando uma enxurrada de recursos para os países periféricos, sobretudo para aqueles que – como o Brasil – apresentavam taxas de juros mais elevadas, em comparação com a dos países centrais.

**Gráfico 2.3 – Taxa de juros – países periféricos selecionados – dados anuais com taxas a.a.**

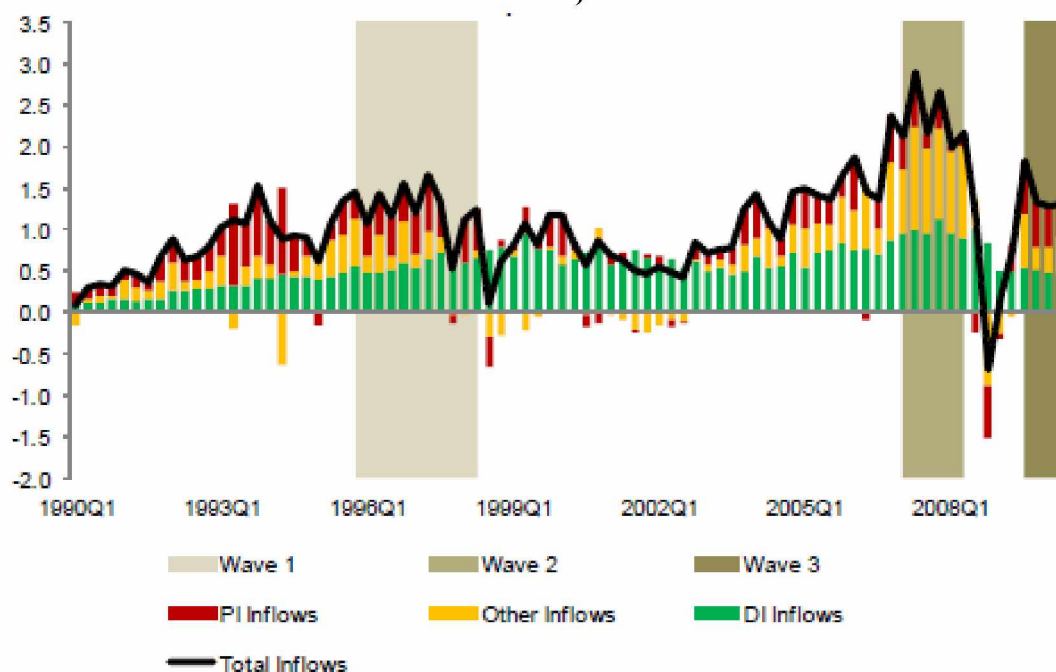
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEA.

Isto é, nos momentos de elevada liquidez, altos diferenciais de juros são fatores decisivos para o volume dos capitais que o país atrai, pela via de Investimentos em Carteira, principalmente (CORRÊA e XAVIER, 2014; CINTRA e ACIOLY, 2012; PEREIRA, 2015).

Um outro fator a comentar é o de que, não somente a injeção de liquidez no mercado monetário norte-americano impacta nas decisões dos agentes. O anúncio das medidas, por si só, já é capaz de afetar movimentos importantes de recursos, mostrando-se o caráter conjuntural e volátil de uma parte importante dos capitais que se dirige aos países periféricos.

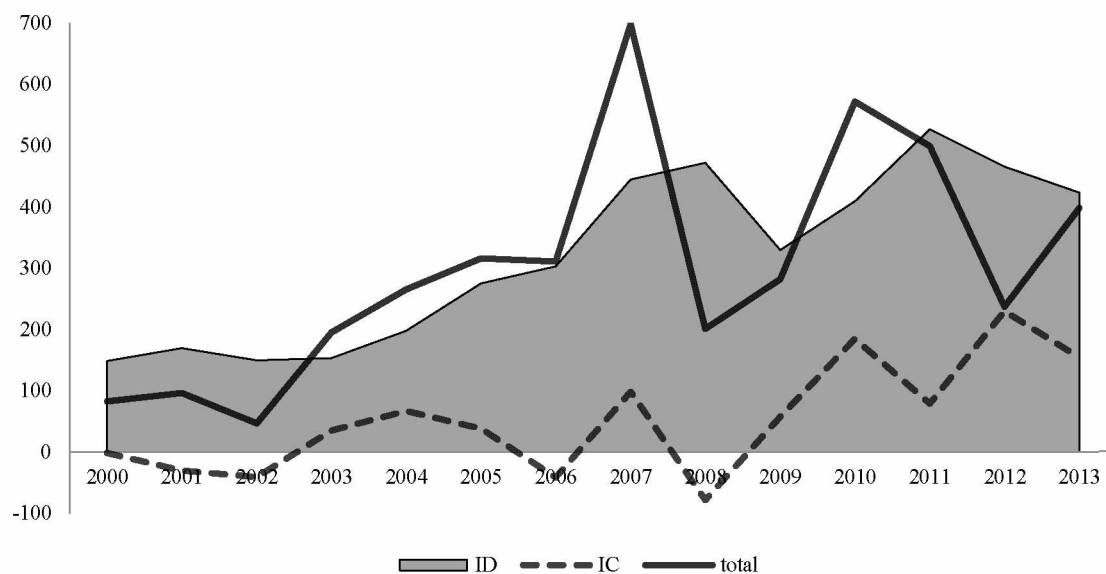
Dessa forma, a redução das taxas de juros dos países centrais é essencial para entender a rápida expansão do influxo de recursos de Investimentos em Carteira para os países periféricos a partir de 2008, e isso se agregou aos estímulos de liquidez adotados pelo governo norte-americano. Pode-se notar uma nova onda de recursos aos países periféricos (Gráfico 2.4, Gráfico 2.5 e Gráfico 2.6). O Gráfico 2.4 nos mostra a dinâmica dos fluxos bruto, sendo possível também observar os surtos de recursos. Nos Gráfico 2.5 e Gráfico 2.6, percebe-se a especificidade dos fluxos dirigidos aos países emergentes, enquanto que no Gráfico 2.7, vemos o avanço dos fluxos em carteira para este grupo, com destaque para os países da Ásia, América Latina e Caribe, no recebimento líquido destes fluxos.

**Gráfico 2.4 – Influxos de capitais brutos para os países emergentes (em porcentagem do PIB)**



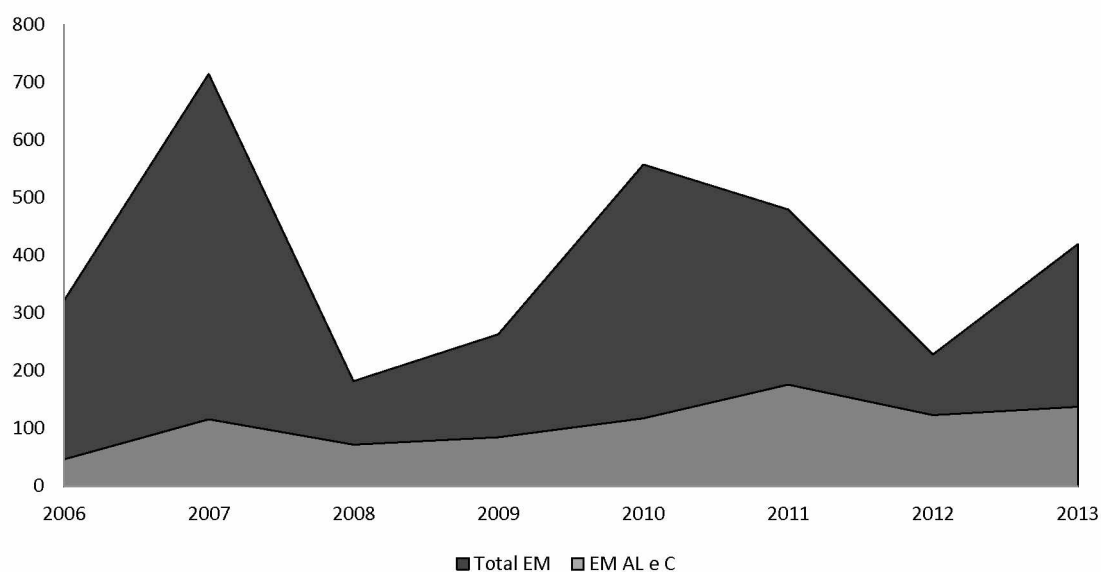
Fonte: IMF (2011). Composição dos fluxos: vermelho - Investimentos em Carteira; verde - Investimentos Diretos; amarelo - Outros Investimentos. Os três retângulos beges representam os três 'surtos de recursos' nos países periféricos.

**Gráfico 2.5 – Fluxos líquidos dirigidos a países Emergentes: Total, Investimentos em Carteira e Investimentos Diretos – em US\$ bilhões**



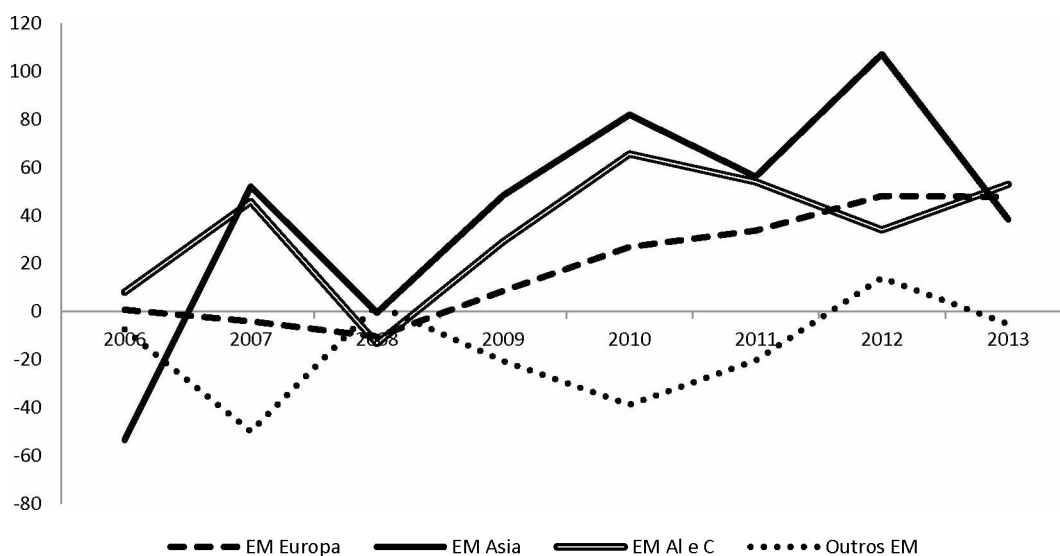
Fonte: IFS-FMI (*International Financial Statistics*).

**Gráfico 2.6 – Fluxos líquidos de recursos dirigidos aos países Emergentes: Totais e para América Latina e o Caribe – em US\$ bilhões**



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de FMI (2014).

**Gráfico 2.7 – Fluxos líquidos de Investimentos em Carteira dirigidos a países Emergentes<sup>25</sup> – em US\$ bilhões**



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de FMI (2014).

EM (Emergentes) – AL (América Latina) – C (Caribe)

Destacamos ainda algumas especificidades para o período pós 2009 e até 2012 (CORRÊA e PEREIRA, 2016; FMI, 2015):

- i) Os Fluxos de recursos passam a ser mais especulativos, aumentando-se a participação dos influxos de Investimentos em Carteira para os países periféricos em geral (Gráfico 2.7);
- ii) No caso dos fluxos de investimentos em Carteira, o retorno se dá mais fortemente para os emergentes da Ásia e América Latina (Gráfico 2.7);
- iii) A magnitude dos fluxos é mais expressiva do que a do período anterior;
- iv) O influxo de investimentos Diretos dirigidos aos países periféricos se destaca em termos de volume, na comparação aos influxos dirigidos aos países centrais (UNCTAD 2011, 2012, 2013);
- v) No caso dos Investimentos em Carteira, em países como o Brasil e Tailândia, ocorre um importante crescimento dos Investimentos de Estrangeiros em Ações (FMI, 2011)

Ainda que a liquidez mundial tenha se mantido, a partir da crise se apresentou um fraco dinamismo do *quantum* de comércio, principalmente pela fraca recuperação das

<sup>25</sup> Nos dados do FMI há uma separação entre “*Emerging*” e “*Developing*” countries. Aqui estamos usando o conceito de EM (emergentes) considerando a somatória dos 2, equivalente aos Gráficos 3 e 4 e equivalente ao conceito de “periféricos” utilizado ao longo do texto.

economias da Europa, submetidas à severa política de ajuste fiscal, pela recuperação lenta dos Estados Unidos e pelo crescimento menos robusto da China. Ou seja, essa é uma fase de redução dos preços das *commodities* e de queda de comércio, afetando os regimes de crescimento dos países periféricos que tinham forte relação com o comércio exterior – como os da América do Sul.

Uma inflexão importante do período pós 2009 ocorre no final do ano de 2011, quando os bancos europeus apresentam problemas de solvência, não conseguindo honrar com seus compromissos. Ocorre aí uma rápida retração de recursos e isso pode ser observado pela dinâmica do índice VIX (Gráfico 2.11), que pode ser tomado como um indicador dos “humores de mercado”.

Note-se que, pelo mesmo índice, se pode observar a melhora da percepção dos aplicadores entre 2003 e 2006 e o aumento da volatilidade no segundo semestre de 2007, indicando os primeiros episódios da crise de *subprime* que eclode de forma mais expressiva no segundo semestre de 2008. Nota-se também a piora da percepção de risco no final do ano de 2011, conforme comentado acima.

Quando o Banco Central Europeu decide liberar a liquidez para os bancos em dificuldade se observa um retorno da liquidez, em 2012.

Queremos, no entanto, observar o fato de que a dinâmica que se observa a partir daí é diversa. Destacamos três fatores importantes para os nossos propósitos:

- i) O volume de capitais dirigidos aos países periféricos passa a ser menor;
- ii) O direcionamento de recursos para a América Latina arrefece em comparação com a Ásia;
- iii) O dinamismo do influxo de Investimento Direto para os países periféricos passa a ser menos vigoroso

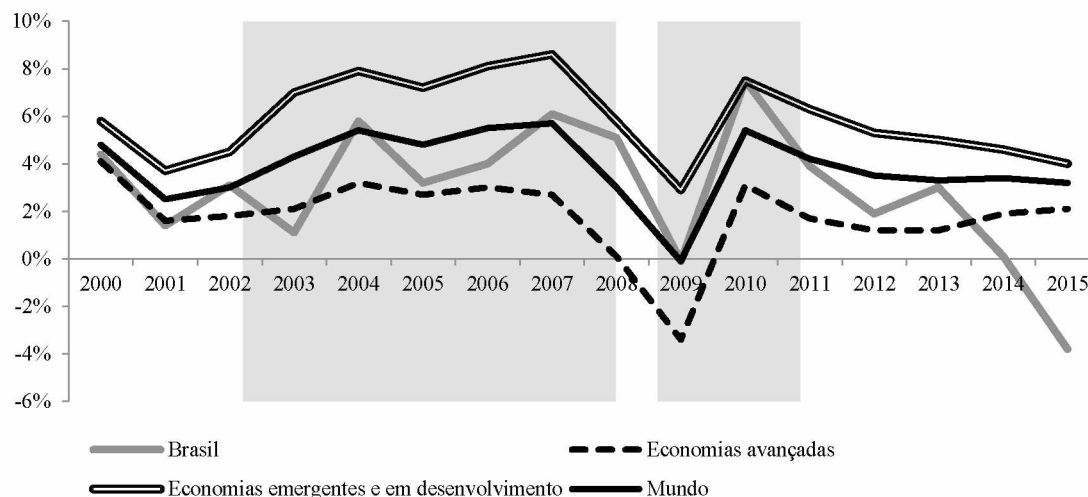
Ou seja; o período pós 2012 passa a ser menos expansivo para os países periféricos e em especial para a América Latina.

### **2.3 – Indicadores Internos da economia Brasileira na periodicidade considerada**

Olhando para o quadro interno, com vista a analisar os indicadores econômicos domésticos no período de estudo, de forma breve e mais quantitativa, vemos que o recorte 2000-2013 é de melhora paulatina dos indicadores internos brasileiros, e especial destaque deve ser dada à fase 2006-2011 – ainda que perpassada pelo espocar da crise de *subprime* (entre 2008 e 2009)

Pelo Gráfico 1 observa-se a taxa de crescimento do PIB brasileiro e sua performance superior à média mundial entre 2006 e 2011.

**Gráfico 2.8 – Taxa de Crescimento do PIB – Brasil e grupos selecionados**

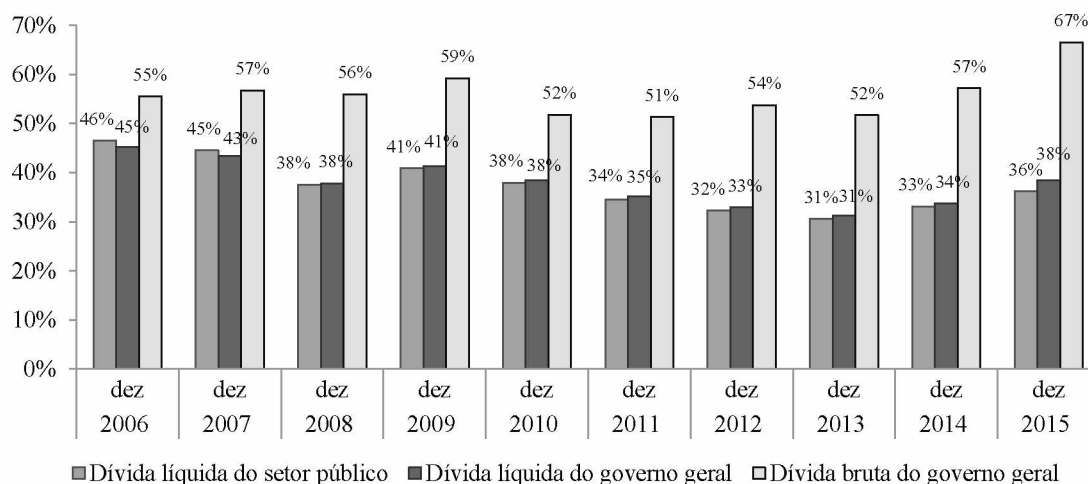


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI.

Em relação as Finanças Públicas, no interregno que vai de 2003 e 2013, temos contínuos superávits primários (maiores que a média mundial) e se observa uma importante redução da Dívida Líquida do Setor Público, como também da Dívida bruta (Gráfico 2.9). Isso ocorre na contramão de uma tendência mundial de avanço do endividamento, em que considerando as nove maiores economias (em relação ao PIB de 2016), apenas Brasil e Índia tiveram uma redução das suas dívidas brutas (em relação ao PIB) neste período (Tabela 2.1).

Outro fator relevante da Dívida Bruta brasileira é a redução dos compromissos em moeda estrangeira, sendo que em 2015, apenas 4% da mesma era dívida externa, e este é um fator importante quando se analisa a questão dos indicadores de atração de capital.

**Gráfico 2.9 – Dívida Pública % PIB – Brasil**



Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen.

**Tabela 2.1 – Dívida Pública % PIB – Países selecionados (nove maiores economias) – dados anuais**

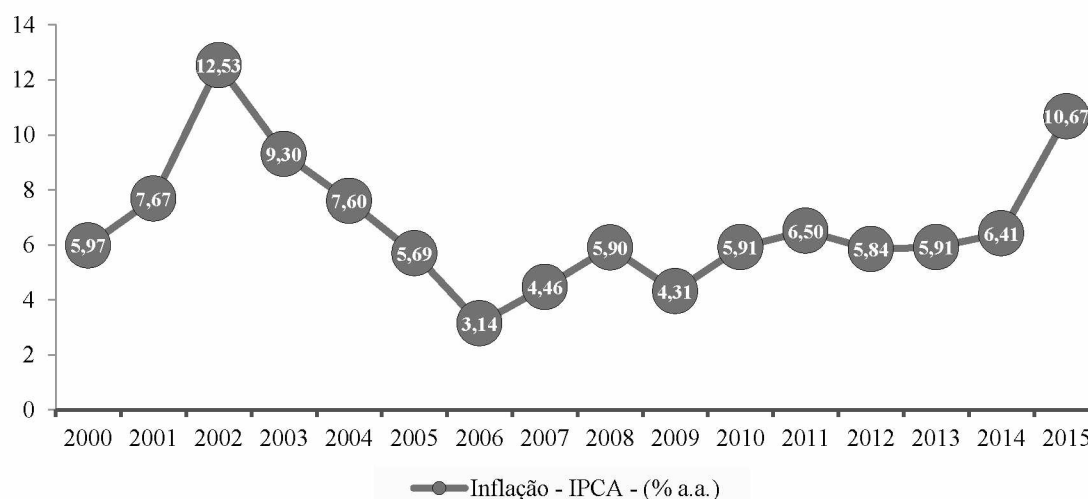
	EUA	Zona do Euro	China	Japão	Alemanha	Reino Unido	França	Índia	Itália	Brasil
2006	63.9%	67.3%	32.0%	166.8%	66.4%	42.4%	64.4%	77.1%	102.5%	55.5%
2007	64.8%	64.9%	34.5%	162.4%	63.6%	43.5%	64.4%	74.0%	99.7%	56.7%
2008	76.0%	68.5%	31.6%	171.1%	65.0%	51.7%	68.1%	74.5%	102.3%	56.0%
2009	87.1%	78.3%	36.9%	188.8%	72.5%	65.7%	79.0%	72.5%	112.5%	59.2%
2010	95.2%	83.8%	35.1%	193.2%	81.0%	76.6%	81.7%	67.5%	115.3%	51.8%
2011	99.4%	86.0%	35.3%	209.4%	78.4%	81.8%	85.2%	68.8%	116.4%	51.3%
2012	100.8%	89.3%	36.9%	215.4%	79.6%	85.3%	89.6%	67.7%	123.3%	53.8%
2013	101.2%	91.1%	39.5%	220.3%	77.2%	86.2%	92.4%	66.2%	129.0%	51.7%
2014	103.0%	92.0%	41.1%	226.1%	74.7%	88.2%	95.3%	66.2%	132.5%	57.2%
2015	105.0%	90.7%	43.9%	229.2%	71.2%	89.2%	96.1%	66.4%	132.7%	66.2%

Fonte: Elaboração própria a partir da plataforma *Trading Economics*.

No que se refere aos índices de inflação, observa-se a não explosão dos mesmos no período que vai até 2013. Na verdade, o processo de valorização do câmbio que domina grande parte do período é funcional ao combate da inflação e a isso também se agregou o controle das tarifas públicas e do preço do petróleo (controlado pela Petrobrás).

Note-se que nessa fase o arranjo macroeconômico brasileiro envolveu o Regime de Metas de Inflação, agregada ao regime de câmbio flexível e metas de superávit primário. À despeito dos fatores ligados aos choques de custos (especialmente de *commodities* e do câmbio), o Governo manteve o diagnóstico de inflação de demanda, e assim a taxa de juros básica brasileira (taxa Selic – Gráfico 2.12) apresentou resistência a uma baixa mais profunda. Observou-se uma queda paulatina, mas a mesma ainda permaneceu oferecendo níveis de juros entre os maiores do mundo.

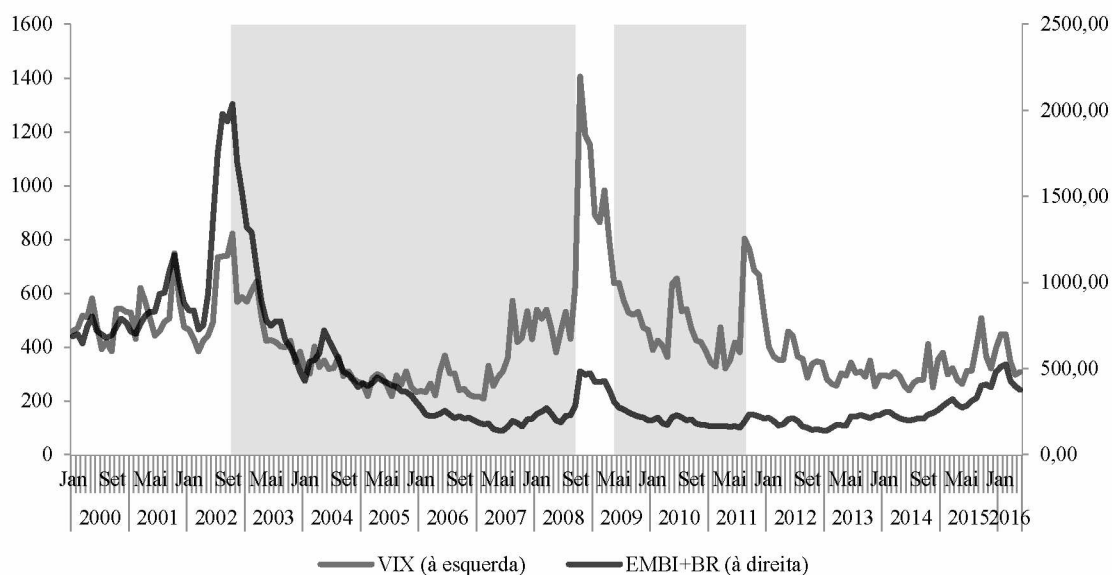
**Gráfico 2.10 – Inflação – IPCA – Brasil (% a.a.)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEA.

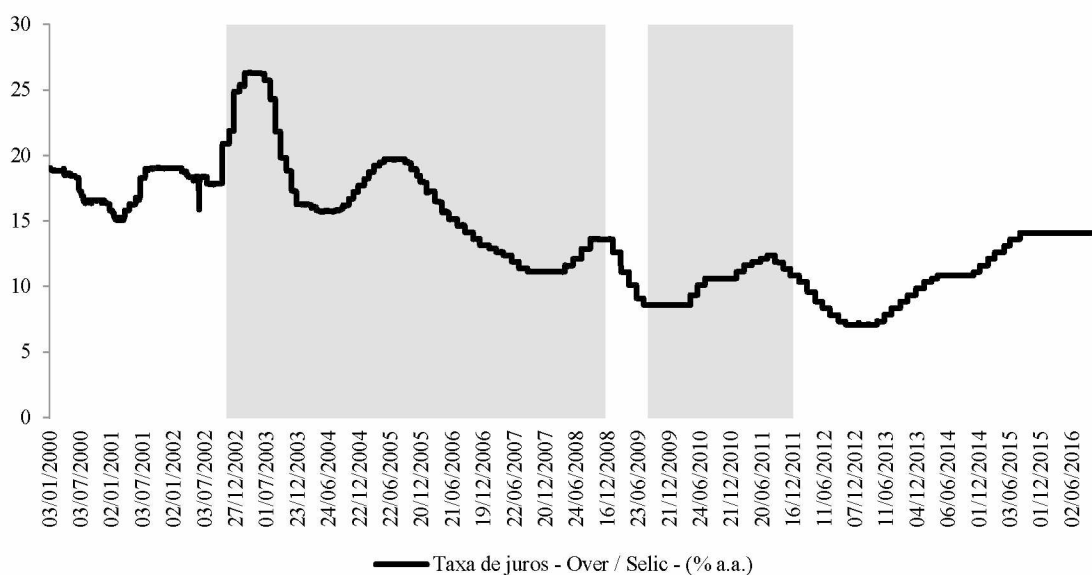
Ademais, é uma fase de aumento da demanda interna, de redução do desemprego, da pobreza absoluta e ainda se observa uma melhora na distribuição de renda. Ou seja; esses indicadores nos mostram a trajetória de crescimento da economia brasileira e de estabilidade, mas mantendo-se ainda um forte diferencial de juros entre a variável doméstica e internacional, mesmo em período de queda importante do Risco Brasil (Gráfico 2.11).

**Gráfico 2.11 – Índice de volatilidade (VIX) e Índice de Risco EMBI+Brasil (dados mensais de 2000 a 2016)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEA e CBOE.

**Gráfico 2.12 – Brasil – Taxa de juros – Over/Selic – (diária – % a.a.)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEA.

Assim, os fatores positivos internos da Economia Brasileira se agregaram ao período de forte liquidez internacional e à manutenção dos altos juros domésticos, que em conjunto

propiciaram um influxo expressivo de recursos na Conta Financeira. Destaque-se a expansão dos Investimentos em Carteira e de Investimentos Diretos (Gráfico 2.15).

Mesmo considerando o regime de câmbio flutuante, o que se observou foi que durante a maior parte do período o BACEN atuou no mercado de câmbio, comprando o excesso de recursos externos, procurando conter a excessiva valorização do câmbio doméstico. Como consequência, temos um expressivo aumento das Reservas Internacionais, também considerado um fator de estabilidade.

Note-se, no entanto, que a não adoção de controles mais expressivos sobre os capitais ingressantes e o acúmulo de Reservas tem como contrapartida um aumento da Dívida Bruta e Líquida. De fato, o impacto inicial da compra de Reservas é um aumento da Dívida Bruta (mas não da líquida, uma vez que ocorre um aumento de passivo, mas também de ativo – as reservas), sendo que a desmonetização é feita ela via de operações compromissadas. Ora, o segundo impacto passa a ser o do aumento da dívida líquida, pois os ativos gerados (reservas) são aplicados no mercado financeiro internacional (rendendo juros baixos) e o passivo gerado paga a taxa Selic. O diferencial negativo entre o pagamento da dívida gerada e o recebimento da aplicação das reservas gera o lançamento de nova dívida para esse pagamento. Assim, a compra e manutenção das reservas tem impactos importantes sobre a Dívida Bruta. Aliás, esse é um dos fatores a explicar o porquê da queda mais modesta da Dívida Bruta, à despeito da manutenção de importantes superávits primários até 2012.

Outro desajuste importante, relacionado à ampla abertura financeira, refere-se à vulnerabilidade envolvida na manutenção de “passivos com viés de curto prazo”, Corrêa (2006) chama a atenção para essa vulnerabilidade indicando o crescimento dos fluxos com esse viés e o fato de que os mesmos são altamente voláteis – afetados por mudanças conjunturais, fora do alcance do país. Na verdade, os países periféricos apresentam “ciclos financeiros reflexos” (RESENDE e AMADO, 2007)<sup>26</sup>.

O que ocorreu no interregno 2003-2015 foi que o passivo externo ligado aos fluxos “com viés de curto prazo” cresceu em taxas superiores as das reservas, indicando um problema quanto ao perfil de nosso passivo externo<sup>27</sup>, mesmo considerando que ele está mais desdolarizado.

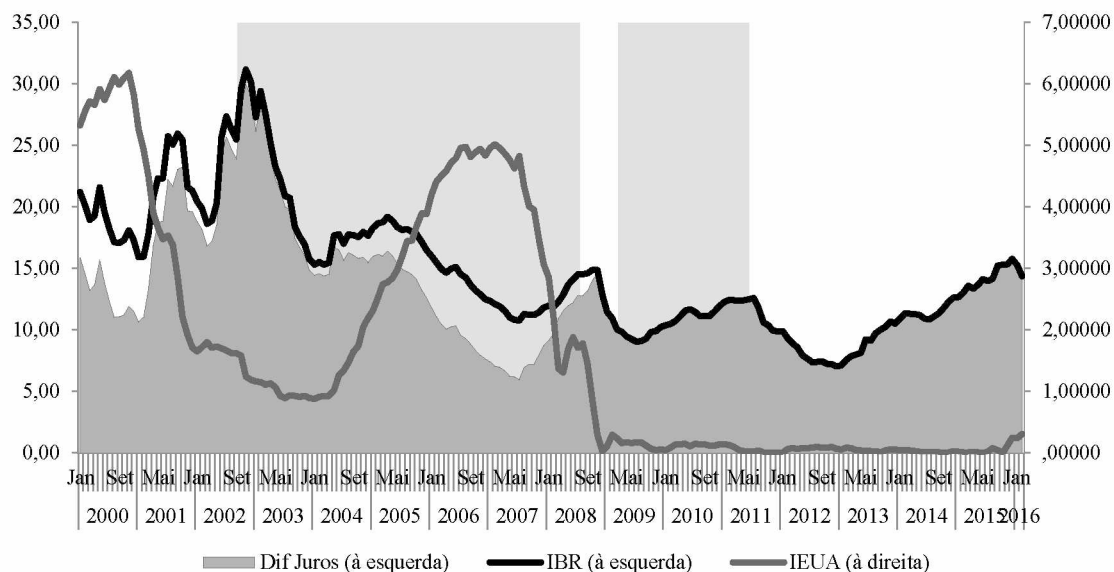
É evidente que as reservas internacionais possibilitam a rolagem de parte dos empréstimos externos; contêm a transmissão (efeito-contágio) dos choques externos para o sistema financeiro doméstico; reduzem os impactos sobre a

<sup>26</sup> Essa questão será mais explorada no capítulo III, aonde faremos uma análise aplicada para o caso do Brasil e levantaremos uma bibliográfica nacional adicional, que trata sobre o tema.

<sup>27</sup> Esse ponto também será melhor discutido no capítulo III.

atividade econômica, o emprego e a renda; permitem políticas monetárias, cambiais e fiscais anticíclicas; diminuem também a percepção de risco dos investidores sobre os ativos domésticos, com impactos sobre a taxa de juros e o preço dos ativos, mas são claramente insuficientes para honrar o passivo externo líquido e conter uma “fuga para a qualidade”, dadas as assimetrias predominantes no sistema monetário internacional (o real persiste uma moeda inconversível) (CINTRA e ACIOLY, 2012, p. 417).

**Gráfico 2.13 – Taxa de juros brasileira (taxa swap DI pré 360), Taxa de juros norte-americana (1 year Treasury) e Diferencial de juros – taxa anualizada e dados mensais**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEA.

## 2.4 – A caracterização da dinâmica do Balanço de Pagamentos brasileiro nos anos 2000

### 2.4.1 – O ciclo reflexo do Balanço de Pagamentos brasileiro e a periodização do nosso estudo

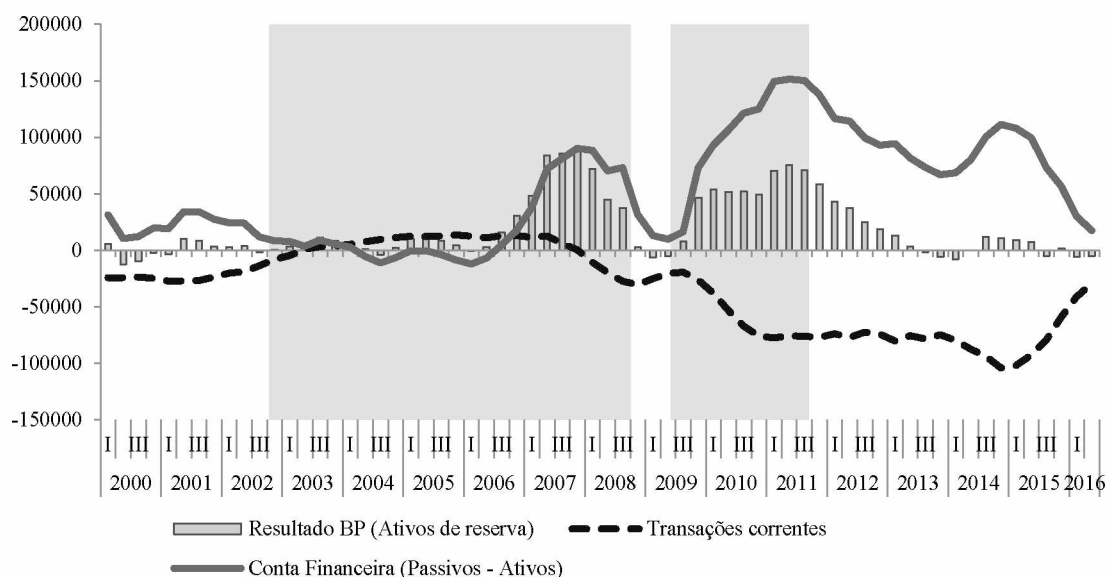
Quanto à periodicidade da dinâmica do Balanço de Pagamentos Brasileiro, podemos destacar quatro subperíodos fundamentais, fortemente correlacionados com a dinâmica da economia mundial e com os períodos indicados dos fluxos de liquidez (CORRÊA e XAVIER, 2014).

- (i) O primeiro deles abarca os anos entre 2000 e 2002, em que a instabilidade cambial advinda das reformas econômicas e financeiras na década de 1990 e, recorrentes crises econômicas, como a da Argentina em 2001, escândalos contábeis em agências norte americanas e os atentados terroristas, prejudicaram sobremaneira o comércio mundial neste momento. No caso do Balanço de pagamentos brasileiro é um período de piora da Conta Financeira e de baixa retomada das condições negativas de Transações Correntes.

- (ii) O segundo subperíodo, que vai de 2003 a 2007, é caracterizado por forte expansão do comércio mundial e elevada liquidez nos mercados. Além disso, temos a inserção da China como importante parceiro comercial, e aumento do preço das *commodities*. No caso do Balanço de Pagamentos do Brasil é uma fase de melhora dos fluxos de capitais e de melhora expressiva de Transações correntes, gerando-se uma situação de Transações Correntes positiva, não se apresentando problema de restrição externa.
- (iii) O período de 2008 e 2009 é marcado por forte retração do comércio e dos fluxos de capitais, graças, principalmente, à crise do *subprime*. Nesta fase também a China começa a apresentar redução no patamar do seu crescimento, e um movimento de queda do preço das *commodities*. Considerando o Balanço de Pagamentos brasileiro, se observa uma queda do resultado de TC, voltando o mesmo a ficar negativo. Em 2009 se observa uma queda profunda dos fluxos de capitais, e uma piora do resultado do Balanço de Pagamentos. No entanto, este movimento é temporário, pois observamos a volta dos resultados positivos logo a seguir, no final de 2009 (da CF e do BP, apenas).
- (iv) O quarto período em análise corresponde aos anos que vão do final de 2010 a 2011, sendo aquele que apresenta um maior aprofundamento da piora das condições externas do país. É nesta fase que se apresenta uma efetiva reversão no resultado do Balanço de Pagamentos brasileiro, resultado puxado pela forte deterioração da Transações Correntes.  
Esta advém tanto da piora dos resultados da Balança Comercial quanto das contas de Serviços e Rendas. Nesse caso destacam-se: o pagamento de remessas de juros e lucros, o pagamento de viagens internacionais, o pagamento de serviços de aluguéis internacionais (principalmente os ligados às plataformas de petróleo) (SOUZA, 2015).
- (v) O último período de análise refere-se à fase pós anos 2012. Vimos que, em nível internacional, há uma queda da liquidez em 2012, tendo em vista a dificuldade dos bancos europeus. Quando a liquidez retorna, podemos dizer que o direcionamento de recursos para a América do Sul se retrai, sendo este um período de piora paulatina do crescimento desses países, em grande parte graças ao resultado de redução da dinâmica do comércio mundial. No caso do Brasil, refere-se ao período de queda paulatina do crescimento da economia brasileira. Do lado de Transações Correntes vemos que a deterioração não se

aprofunda, apresentando-se inclusive uma relativa melhora. Isso tem a ver com o próprio processo de desaceleração da economia brasileira, que provoca uma importante retração das importações e também uma redução dos gastos com Viagens Internacionais. Do lado da Conta Financeira, essa só apresenta uma redução mais expressiva de recursos em 2015 e 2016 (Gráfico 2.14).

**Gráfico 2.14 – Balanço de Pagamentos brasileiro<sup>28</sup> (dados trimestrais – acumulados em quatro trimestres – em milhões de US\$)**



Fonte: elaboração própria a partir do Bacen.

A partir dessa periodização, faremos abaixo uma análise mais detalhada da Conta Financeira.

#### 2.4.2 – Dinâmica dos fluxos de capitais da Conta Financeira brasileira

Conforme já destacado, seguimos a interpretação de que a dinâmica da Conta Financeira brasileira está fortemente relacionada à dinâmica da liquidez internacional. Desta forma, analisaremos a mesma, a partir da periodicidade apresentada, mas considerando também os dados relativos ao movimento das variáveis macroeconômicas apresentadas anteriormente. Nosso foco se centrará nas contas de Investimento Direto e de Investimentos em Carteira.

Todos os gráficos que virão a seguir apresentam no pano de fundo a separação dos períodos de liquidez que estamos considerando (alternância da sombra em cinza e em branco, em que os períodos marcados pela cor cinza serão aqueles caracterizados pela alta liquidez dos mercados internacionais). Além disso, diferente da nova metodologia do BPM6 e, apenas para

<sup>28</sup> Ativos de reserva = Conta Capital + Erro e Omissões + Transações Correntes + Conta Financeira (o sinal da conta CF foi invertido a fim de facilitar a análise. Para os dados originais do Bacen o último sinal desta conta seria negativo).

facilitar a análise, contabilizaremos toda entrada de capital como valores positivos, e a saída como valores negativos. Assim, contas que apresentam valores líquidos são contabilizadas por Passivos menos Ativos.

### **I) Os anos entre 2000 e 2002Q3**

Seguindo a periodicidade descrita, esses anos são marcados por forte instabilidade econômica. No caso da economia brasileira, os índices EMBI+Br (Gráfico 2.11) demonstra essa percepção.

Um comentário importante é o de que nessa fase os índices VIX e EMBI+Brasil apresentam a mesma trajetória, sendo que em 2002-2003 observa-se uma variação mais dramática do Risco País. Isso porque a eleição do presidente Luiz Inácio Lula da Silva gera pressões e desconfiças dos aplicadores, num momento em que diferentes países periféricos estão em situação de fragilidade.

Este é um período em que domina a “fuga para a qualidade”, em que se observa a queda de recursos líquidos na Conta Financeira brasileira em todas as suas subcontas: Investimento Direto (ID), Investimento em Carteira (IC), Outros Investimentos (OI), Derivativos (Der).

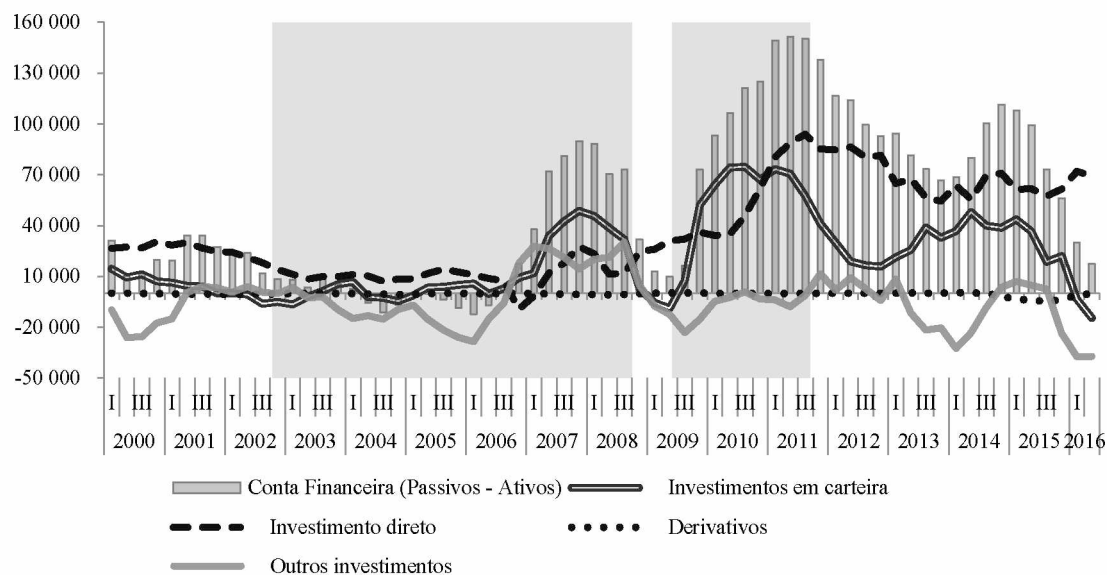
Essa dinâmica gera uma piora da Conta Financeira, que sai dos US\$ 31,2 bilhões (acumulados em quatro trimestres) no início de 2000 para US\$ 11,8 bilhões no 3ºTri de 2002. Paralelamente, no *front* de Transações Correntes, a piora não ocorre, sendo que o resultado da mesma passa de US\$ -24,3 bilhões para US\$ -13,7 bilhões no mesmo período. Nesses termos, os momentos de piora do Balanço de Pagamentos esteve essencialmente ligado a dinâmica da Conta Financeira nessa fase<sup>29</sup>.

O mercado de câmbio reflete a percepção negativa do momento e se apresenta no mercado futuro a expectativa de desvalorização do Real frente ao Dólar. O resultado do câmbio à vista apresenta importantes oscilações, com movimentos expressivos de desvalorização (Gráfico 2.16). Este fator, de outra parte impacta a inflação doméstica<sup>30</sup>, que se acelera.

<sup>29</sup> Biagi et al (2008) efetuam análise (modelo VEC) que relaciona a dinâmica da taxa de juros doméstica, câmbio, dívida líquida do setor público e os fluxos de capitais mais voláteis do BP para o período em questão. Um dos resultados mostra que a taxa de juros responde, com defasagem, à dinâmica do câmbio.

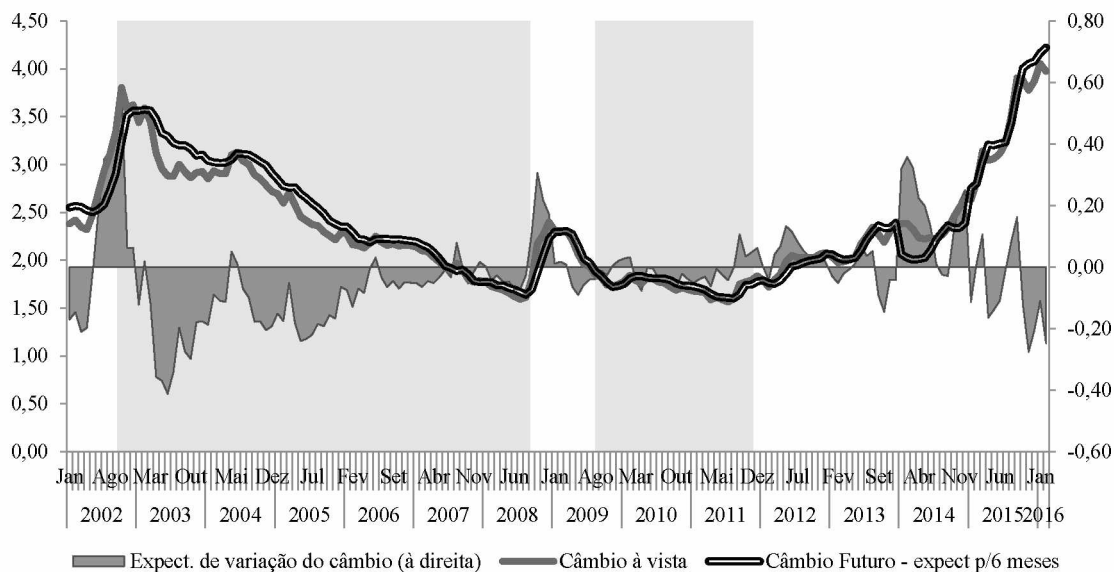
<sup>30</sup> Summa e Braga (2014) desenvolvem análise acerca da inflação brasileira nos anos 2000 e até 2013, destacando os impactos do câmbio sobre a mesma. Um argumento importante é o de que a valorização do câmbio, tem impactos positivos sobre a inflação. De outra parte, enfatizam que os momentos em que a inflação se afastou do limite da meta estiveram ligados a choques, especialmente os cambiais.

**Gráfico 2.15 – Conta Financeira brasileira (dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres)**



Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen.

**Gráfico 2.16 – Taxa de câmbio *spot*, Expectativa de câmbio para seis meses e Expectativa de variação cambial (câmbio R\$/US\$ – dados mensais de 2000 a 2016)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEA e BCB.

Um comentário importante é o de que a taxa de juros brasileira se move rapidamente para cima nos momentos de reversões negativas, mostrando que, mesmo nesse período em que domina o regime de metas, a mesma responde à questão da instabilidade financeira conjuntural que domina o período sob análise (Gráfico 2.13 e Gráfico 2.12).

## II) Período 2002Q4-2008Q3

A fase que vai de 2002 até o aprofundamento da crise de *supbrime* em 2008 é marcadamente caracterizada pelo elevado crescimento do PIB mundial e importante trajetória de crescimento dos países periféricos, em parte puxados pela dinâmica do comércio internacional e do crescimento dos preços de *commodities* (puxadas pela demanda chinesa). No caso da economia brasileira, seguimos a interpretação de que o país vai iniciar uma trajetória de crescimento após 2003 inicialmente puxada pelo comércio internacional, mas destacando-se que o mercado interno passa a ser um elemento fundamental para a dinâmica de crescimento posterior (CORRÊA e SANTOS 2013; SERRANO e SUMMA 2010), em especial após 2006. Pode-se perceber pelo Gráfico 2.14 que é um período de forte ingresso de recursos pela Conta Financeira e em que as Transações Correntes apresentam vários anos de superávit.

O saldo do Balanço de Pagamentos que no período anterior apresentava resultados “baixos”, aqui, ele sai de US\$ 0,3 bilhões no 4º Tri de 2002, acumulado em 4 trimestres, para mais de US\$ 70 bilhões no início de 2008. Para se ter ideia do papel da Conta Financeira (maior responsável por este aumento a partir de 2006), ela vai de US\$ 8,5 bilhões no 4ºTri de 2002 (acumulados em 4 trimestres) e chega a mais de US\$ 80 bilhões no início de 2008.

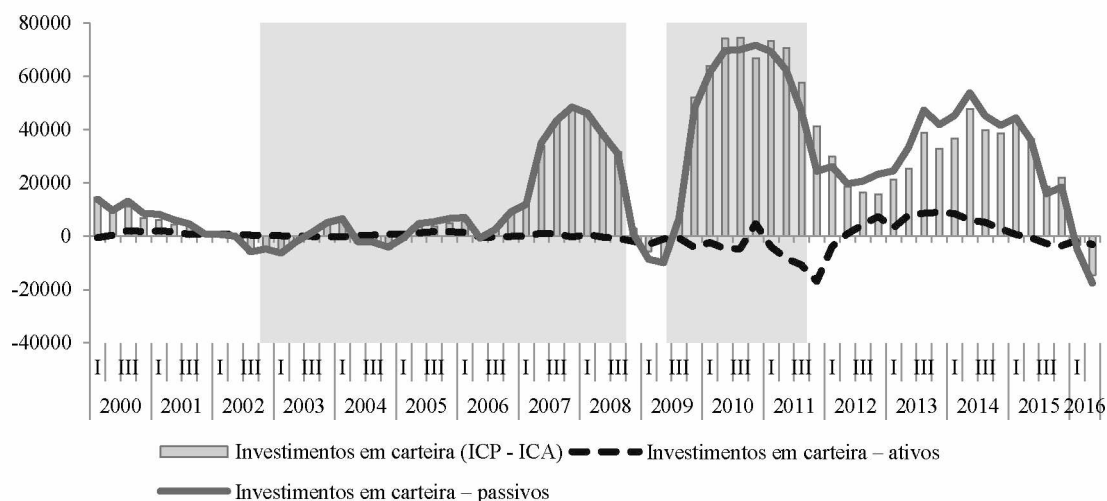
O câmbio apresenta uma trajetória de valorização da moeda nacional contínua nessa fase, e a taxa de juros básica se reduz paulatinamente. Note-se que, mesmo nessa fase, essa taxa se move para cima quando ocorre a modificação da trajetória da taxa de juros norte-americana em 2004 (Gráfico 2.13). O Risco País se move aí, mesmo quando o índice VIX não apresenta importante oscilação. O nosso comentário é o de que, até 2005, o Risco País ainda respondia muito rapidamente às mudanças conjunturais – no caso, à taxa de juros norte-americana e o índice VIX, mas a partir daí se observa uma queda mais constante do Risco País.

Ou seja, à medida em que o país foi crescendo de forma mais contínua, vemos a queda constante do Risco País, sendo que ele se descola mais da dinâmica do índice VIX. Um fato importante a mencionar é o de que a dinâmica de queda do Risco País é um fenômeno que atinge os países da América do Sul em geral, demonstrando uma redução da aversão ao risco dos agentes (redução da preferência pela liquidez)

O crescente ingresso de recursos pela via da Conta Financeira se dá fortemente através de Investimentos em Carteira que, entre 2006 e 2010 passam a ter uma dinâmica de ingresso mais expressiva do que a de Investimentos Diretos – exceção que se apresenta apenas no aprofundamento da crise em 2009. Note-se que essa é uma trajetória particular, já que, em nível mundial, os fluxos para emergentes é dominado pelos Investimentos Diretos.

No que se refere à dinâmica dos fluxos de Investimentos em Carteira líquidos, destacamos que em todos os períodos percebe-se que são os fluxos de passivos que dominam a conta em questão (Gráfico 2.17).

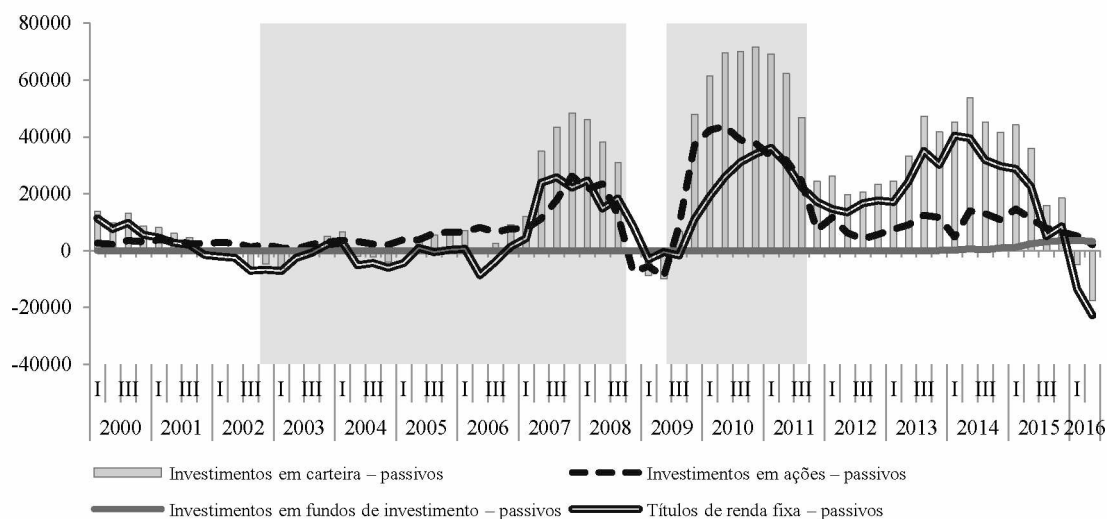
**Gráfico 2.17 – Investimentos em Carteira – Brasil (dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres)**



Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen

Adentrando os ICP (Gráfico 2.18), podemos ver que, tanto os TRF (Títulos de Renda Fixa) quanto as Ações, foram relevantes na entrada de capitais por esta conta, mostrando a dinâmica do mercado de capitais na atração de recursos. Nota-se que os fluxos em Ações apresentam valores líquidos positivos já desde 2003, enquanto que os em TRF só passam a captar recursos de forma mais expressiva a partir de 2006, quando as taxas de juros norte americanas pararam sua trajetória de crescimento, que se expandia desde 2004.

**Gráfico 2.18 – Investimentos em Carteira (passivo) – Brasil (dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres)**



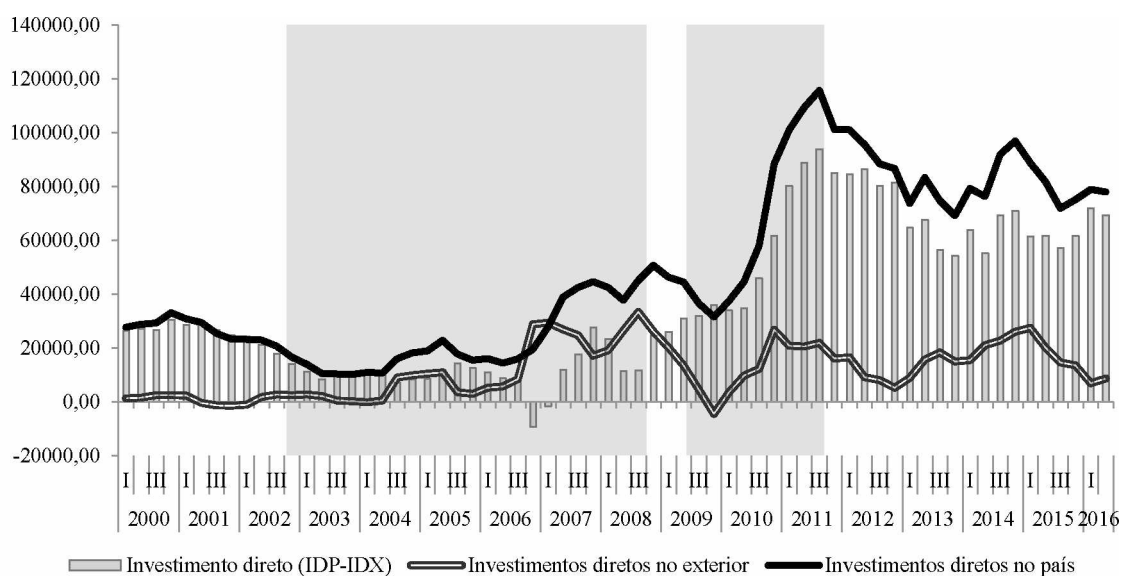
Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen

A influência da taxa de juros norte-americana sobre os fluxos de Títulos de Renda Fixa pode ser observada em 2004, quando ela inicia sua trajetória de crescimento, afetando esses fluxos (fuga para a qualidade), como também entre 2006 e 2008, quando a maior estabilidade da taxa, e posterior queda, gerara a volta mais forte do “apetite pelo risco”.

De outra parte, a conta de Investimento Direto também apresenta uma trajetória de crescimento importante nesse período.

Se olharmos para o ID e para suas subcontas (2º nível de abertura) vemos que a dinâmica desta conta se dá, majoritariamente, pelos Investimentos Diretos no País (IDP), que será aquela que nos interessará estudar mais de perto. Refere-se essencialmente a Investimentos Diretos de estrangeiros no país, ainda que a nova metodologia do Balanço de Pagamento<sup>31</sup> (BPM6) também incorpore, hoje, uma parte de residentes.

**Gráfico 2.19 – Investimento Direto – Brasil (dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres)**



Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen.

Se analisarmos a conta IDP mais adentro (3º nível de abertura da CF – Gráfico 2.20) vemos que a ascensão destes fluxos até 2005 esteve basicamente vinculada aos recursos contabilizados como participação no capital (IDP PC). A partir de 2006 as operações intercompanhias (IDP OI) começam a ter uma participação importante. Ou seja; quando analisamos os fluxos de Investimentos Diretos, precisamos compreender que a dinâmica dos dois subfluxos citados tem comportamentos distintos. No caso de analisar a dinâmica do Investimento Direto, mais estreitamente, não consideraremos os movimentos das Operações

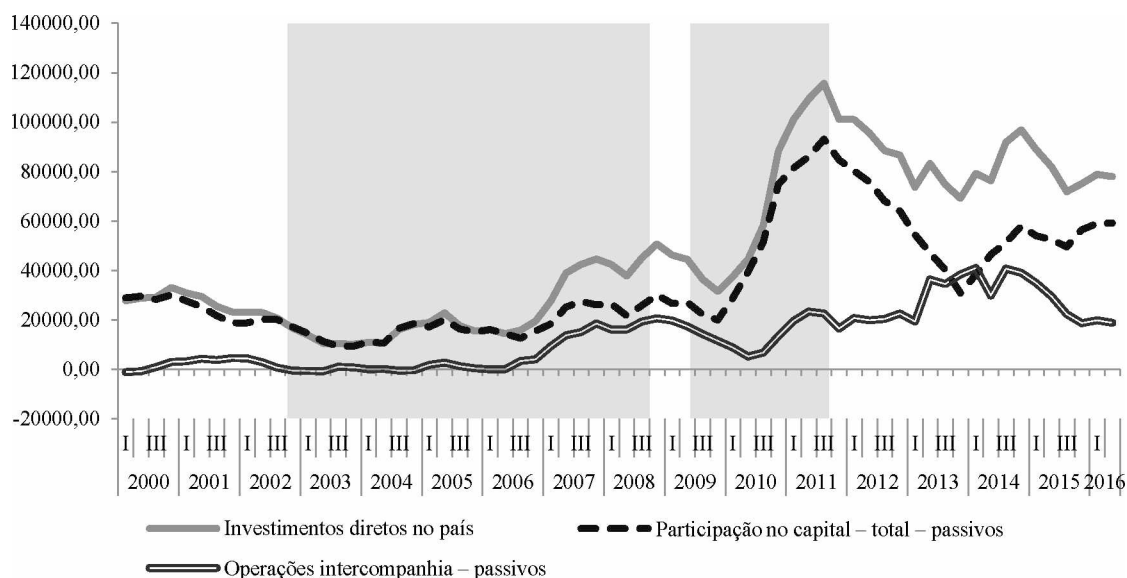
<sup>31</sup> Para maiores esclarecimentos sobre esta nova metodologia (BPM6) consulte o apêndice I dessa dissertação.

Intercompanhias. Pelo Gráfico 2.20 vemos que a expansão dos IDP ocorre primordialmente em função do primeiro fluxo, especialmente após 2006.

Para nós, a percepção de estabilidade do país é um elemento importante para a atração de Investimentos Diretos Participação no Capital. A hipótese de nosso trabalho é a de que entre 2003 e 2008 essa atração ocorre na busca de ganhos que adviriam do aumento da lucratividade das empresas e da visualização de novas oportunidades de mercados. De outra parte, após 2009, parte importante dos Investimentos Diretos ingressantes estariam ligados a fatores especulativos. A análise mais detalhada dessa questão será comentada a seguir, quando analisarmos os próximos períodos, sendo que se efetuará uma análise aplicada no capítulo 3.

Um comentário adicional nos remete de novo aos fluxos de Investimentos em Carteira. De fato, a entrada de capitais com vista à aquisição de ações pode ser relacionada, também, com as melhores perspectivas de lucros das empresas produtoras de *commodities*. Estes fluxos direcionaram-se tanto para o mercado primário quanto para o mercado secundário.

**Gráfico 2.20 – Investimento Direto no País – Brasil (dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres)**



Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen.

Assim, o que queremos destacar em nossa análise referente a esse período é que:

- 2002-2008 se apresenta como um interregno de alta liquidez nos mercados financeiros globais e de forte ingresso nos países periféricos em geral. Ainda assim, o Brasil apresenta uma performance particular, pelo volume dos capitais ingressantes.
- A dinâmica dos Investimentos em Carteira é mais robusta no Brasil em comparação com outros países periféricos.

- c) Até 2004 o Risco país ainda é muito sensível a variações conjunturais, mas de 2005, e até 2011, essa sensibilidade reduz-se fortemente
- d) Nessa fase os fluxos de Investimentos Diretos são atraídos mais fortemente por oportunidades relacionadas às condições de lucratividade das firmas.

### **III) Período 2008Q4-2009Q2**

Este período é caracterizado pela redução do comércio mundial, dos fluxos de capitais, e de retração do crescimento das economias do globo, mas com punição mais severa aos periféricos da Europa, em virtude, principalmente, da crise do *subprime*. Mas também é marcada por uma queda no patamar de crescimento da China e uma mudança de tendência dos preços das *commodities*, que começam a reduzir.

Quando a crise se aprofunda, em 2008, o Brasil apresentava condições externas favoráveis, como também situação fiscal e inflação sob controle, assim como a maioria dos países da América Latina e Ásia, o que transparecia suposta imunidade destes quanto aos choques externos (CUNHA, PRATES e DA SILVA BICHARA, 2009).

Do lado da Conta Financeira, no entanto, observa-se uma importante reversão de recursos. Pelo Gráfico 2.15, vemos como ela cai abruptamente, chegando a saldos negativos nos dois primeiros trimestres de 2009 (para valores acumulados em quatro trimestres). A venda agressiva de títulos por parte dos estrangeiros, gerou o rebaixamento dos preços e o paralelo aumento do prêmio exigido pela posse dos mesmos (CUNHA, PRATES e DA SILVA BICHARA, 2009). Para se ter ideia da redução expressiva dos fluxos líquidos, a Conta Financeira passa de US\$ 88,2 bilhões (acumulado em quatro trimestres) no início de 2008 para US\$ 9,9 bilhões no 2º tri de 2009.

Dentre os fluxos componentes da CF, vemos que os Investimentos em Carteira respondem rapidamente a esta instabilidade, reduzindo-se. De fato, o saldo de ICP passa a apresentar resultados negativos no início de 2009, observando-se a queda tanto dos fluxos em Ações quanto dos em Títulos de Renda Fixa (TRF) (Gráfico 2.18).

Já para o caso dos Investimentos Diretos (ID), é importante destacar que eles não reverterem de forma expressiva. Um comentário relevante é o de que isso ocorre tanto em termos da Participação no Capital quanto das Operações Intercompanhias (Gráfico 2.20). Isso caminha ao encontro da nossa hipótese: a de que a atração de Investimentos Diretos no período que vai até 2009 esteve ligada à performance da dinâmica econômica brasileira e à perspectiva de lucros das empresas. Ou seja, nos momentos de piora do Risco País, não ocorre saída abrupta dos

Investimentos Diretos Participação no Capital, ainda que ocorra no caso dos Investimentos em Carteira.

O que se observa é que a piora do Risco-País (EMBI+Br), não ocorre por deterioração efetiva dos indicadores macroeconômicos do Brasil. Ou seja; não acontece pela piora real do risco de se investir no país, muito menos pela capacidade do país em honrar seus compromissos. Na verdade, ela é resultado do movimento geral de “fuga para a qualidade” que atinge os aplicadores “com viés de curto prazo” – principalmente vinculados às aplicações de Investimentos em Carteira. Seguimos a interpretação de que a elevação do Risco País ocorre, essencialmente, pela reversão da liquidez internacional e maior aversão em carregar ativos menos líquidos, de acordo com o peso atribuído à liquidez de cada moeda. Destarte, retorna-se à questão da hierarquia das moedas, no sentido de que aquelas que estão na hierarquia mais baixa são preteridas nos momentos de instabilidade, gerando impactos de fragilidade externa, mesmo quando os indicadores macroeconômicos domésticos não atestam piora.

Na verdade, a percepção da fragilidade externa afasta os próprios investidores que a geraram, e acelera as remessas de lucros, dividendos e juros, bem como o resgate antecipado de empréstimos, tudo no propósito de voltar o mais rápido possível às posições e à liquidez em moeda forte (BELLUZZO, 2016).

A isso se adenda a reversão pelo lado das Transações Correntes, como resultado da redução do preço das *commodities* e pela redução da demanda de exportações de produtos primários, além do crescimento da remessa de lucros. Ou seja; os capitais voluntários ingressantes líquidos não são suficientes para cobrir os déficits em Transações Correntes, resultando em perda de Reservas e depreciação cambial (BIANCARELI, 2011).

Com respeito ao câmbio gostaríamos de tecer dois comentários:

- 1- A forte reversão de recursos de Investimentos em Carteira e a dinâmica negativa de Conta Financeira impactou no câmbio, mas não gerou uma crise cambial mais profunda, graças ao elevado estoque de divisas (Gráfico 2.22), utilizadas pelo Governo para conter a depreciação cambial. Ainda assim, ocorre uma desvalorização importante, puxada inicialmente pelo mercado futuro de câmbio (ROSSI, 2014), que responde muito rapidamente aos sinais de instabilidade. Neste período (2008Q2-2009Q1) o câmbio sai da casa de R\$/US\$ 1,60 para a casa dos R\$/US\$ 2,30, ou seja, uma desvalorização de quase 44% (Gráfico 2.16).

- 2- Confirma-se a indicação de que a inflação brasileira é fortemente impactada pela taxa de câmbio, não sendo esse um componente de demanda e um impacto não relacionado com a perspectiva que sustenta o sistema de Metas de Inflação.

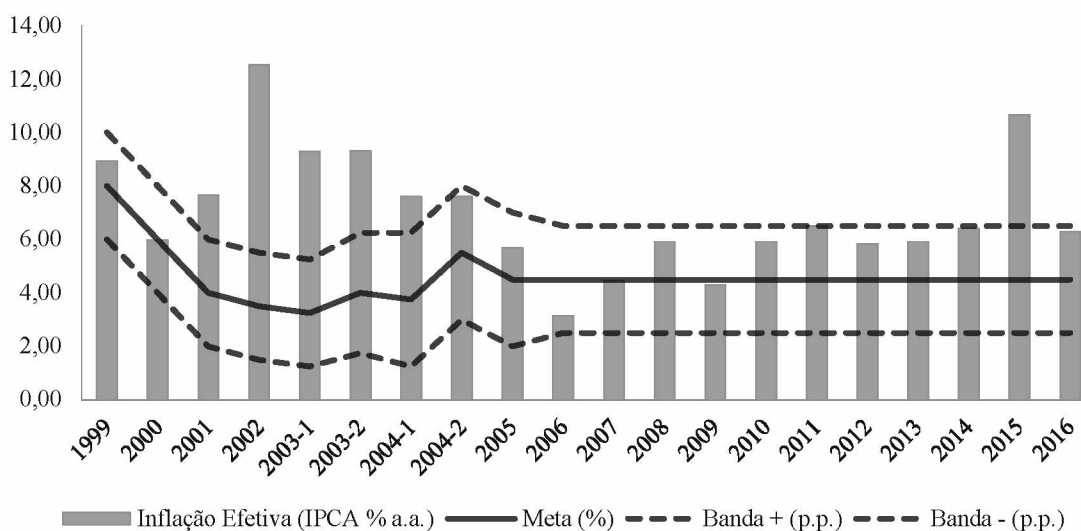
A esse respeito seguimos a interpretação de Summa e Braga (2014), segundo a qual,

A taxa de câmbio é uma variável estruturante da inflação brasileira. Seu papel é tão importante que sempre é levada em consideração em qualquer trabalho teórico ou empírico que se propõe a analisar a inflação brasileira, sendo este praticamente um consenso entre economistas das mais diferentes linhas teóricas” (SUMMA e BRAGA, p.125)

Destaca-se o fato de que, considerando-se o câmbio nominal, há uma mudança de tendência a partir de 2003, em que sua trajetória foi de desvalorização no intervalo 1999-2003, para posterior tendência de apreciação quase contínua até meados de 2011, ainda que esta fora interrompida pela desvalorização ocorrida no ano turbulento de 2008 (Gráfico 2.16).

O importante a destacar é que em quase todos os anos em que a meta inflacionária foi atingida (2000, 2005, 2006, 2007, 2009) se pode constatar que ocorreu uma importante apreciação nominal do Real. Quando os movimentos do câmbio não apresentaram grandes variações (pequena valorização ou desvalorização), a inflação ficou muito próxima do teto da meta (2004, 2010-2014, e 2016) e em períodos de forte desvalorização a inflação ficou fora da meta (2001-2003, 2015).<sup>32,33</sup>

**Gráfico 2.21 – Taxa de inflação efetiva, meta e bandas (IPCA)<sup>34</sup> – Brasil – p.p.**



Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen.

<sup>32</sup> Sobre o efeito da valorização cambial para controlar a inflação, ver também Barbosa-Filho (2007).

<sup>33</sup> Vemos que em 2008 também temos uma forte desvalorização cambial, mas que esta é contrabalanceada, em relação aos efeitos sobre o câmbio, pela crise econômica e recessão da economia brasileira e mundial, neste ano.

<sup>34</sup> Os valores duplos para a inflação nos anos de 2003 e 2004 refere-se a mudanças de resoluções.

O que queremos destacar a partir dessa consideração é o fato de que a dinâmica do câmbio é afetada pela liquidez mundial. Isso é especialmente importante para o caso de países que têm mercados futuros, como o caso do Brasil, pois esses reagem muito rapidamente a mudanças de conjuntura. De outro lado, a dinâmica do câmbio impacta a inflação doméstica, mostrando a relação instável que se estabelece e, que não está vinculada a fatores de demanda, conforme apregoam especialmente os modelos ligados ao “novo consenso macroeconômico”<sup>35</sup>.

Note-se, no entanto, que o movimento de desvalorização do câmbio é transitório (Gráfico 2.16), na medida em que vemos a volta de resultados positivos expressivos do BP logo a seguir (quarto trimestre de 2009), puxado essencialmente pela Conta Financeira, uma vez que temos uma piora paralela da conta de Transações Correntes (Gráfico 2.14).

Ou seja; os capitais retornam rapidamente no final de 2009, enquanto o comércio externo ainda sofre com a desaceleração generalizada. Conforme vimos no início do capítulo, o retorno rápido dos recursos tem a ver com a “volta do apetite pelo risco”, em situação de baixa da taxa de juros dos Estados Unidos e dos países centrais, em geral. Mais uma vez, vemos aqui a dinâmica do ciclo reflexo, já levantada anteriormente. A especificidade do Brasil refere-se ao volume dos capitais ingressantes, fato que será comentado na análise do período que vem a seguir.

No mais, é visto que juntamente com esta ferramenta também foram utilizadas políticas anticíclicas para amenizar o quadro. Com êxito, os bancos públicos e os investimentos do governo foram utilizados para a retomada da dinâmica econômica interna.

Como resumo da dinâmica da Conta Financeira no período destacamos:

- a) A rápida reversão dos recursos de Investimentos em Carteira quando a crise se aprofunda em 2008 (tanto em Ações e em Títulos de Renda Fixa) e o retorno também abrupto, com a volta da liquidez mundial em 2009;
- b) A relativa estabilidade dos fluxos de Investimento Diretos, menos sujeitos, nessa fase à fuga para a qualidade. Nossa hipótese, a ser testada no próximo capítulo, é a de que nessa fase (momento de instabilidade), em que a economia brasileira (como a de outros países da América Latina) é vista como fonte de potenciais ganhos e de condições favoráveis de crescimento, os Investimentos Diretos se apresentam como um “refúgio” para as aplicações, por serem mais promissoras e relativamente mais seguras. Já após 2010 a nossa hipótese é a de que essa dinâmica tenha mudado.

---

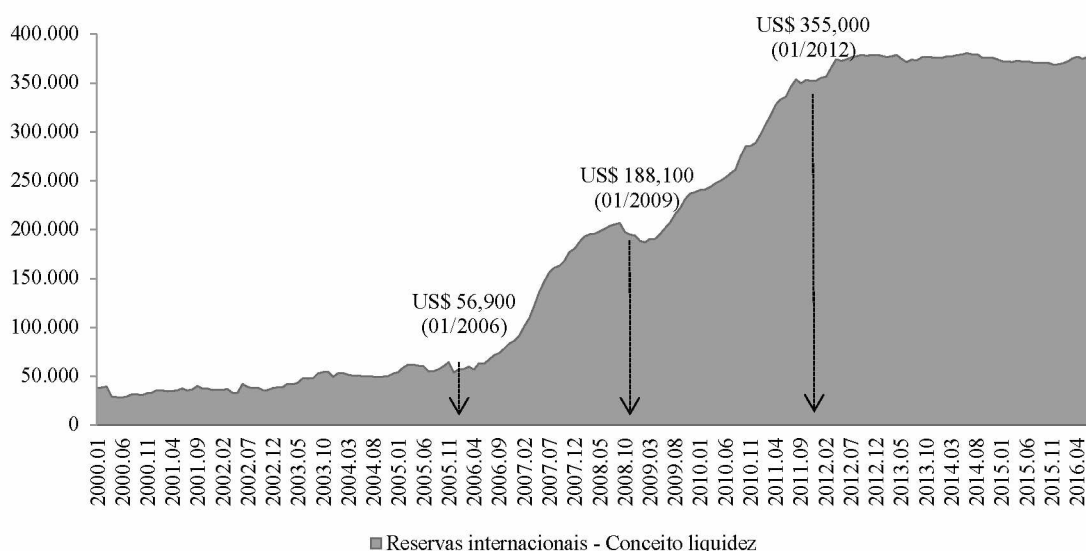
<sup>35</sup> Essencialmente ligados a modelos novo clássicos e novos keynesianos

#### IV) Período 2009Q3-2011Q3

Ainda que se enfrentasse uma das maiores crises da história recente do capitalismo<sup>36</sup>, as políticas de expansão monetária dos EUA e a redução dos juros das economias centrais foram pontuais para a volta dos investidores na busca de outras praças de acumulação, mais rentáveis, que não apenas aquelas ligadas aos mercados centrais. Este movimento vai refletir diretamente nos países periféricos, gerando uma fase de “surto de recursos” (comentada no início do capítulo). Vimos, ademais, que a América Latina foi um destino importante de direcionamento de capital nessa fase – e especialmente o Brasil, por conta de seu elevado diferencial de juros (CINTRA e ACIOLY, 2012; CORRÊA e PEREIRA, 2015).

No caso do Brasil, observamos uma piora do balanço de Transações Correntes, ao mesmo tempo em que se constata o rápido retorno dos recursos pelo lado da Conta Financeira. O ingresso é tão expressivo, que a pressão passa a ser a da valorização do câmbio (como já comentado). O ciclo reflexo mais uma vez se apresenta, e podemos dizer que o financiamento dos países periféricos é garantido, principalmente, pela elevada liquidez mundial (BIANCARELLI, 2011). Tendo em vista o volume de recursos que entram no país, gera-se a necessidade de compras adicionais de Reservas para controlar a valorização do câmbio. Passamos de US\$ 188.100 milhões de Reservas em 2009 para US\$ 355 milhões em setembro de 2011.

**Gráfico 2.22 – Reservas internacionais – Conceito liquidez – Brasil – US\$ (milhões)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEA.

<sup>36</sup> Mais especificamente, a crise de 2008 foi a maior desde 1929 (CUNHA, PRATES e DA SILVA BICHARA, 2009).

Paralelamente, esse processo gera pressão de crescimento das dívidas bruta e líquida, na medida em que a monetização é enxugada pela utilização de operações compromissadas. Esse é outro elemento de instabilidade que a dinâmica das finanças globais gera sobre os países periféricos: em momentos de liquidez e de surtos de recursos, o excesso de capitais ingressantes produz efeitos importantes sobre a Dívida Pública, que será tão maior, quanto maior for o volume de capitais ingressantes e terá efeitos mais profundos, quanto maior for a taxa de juros domésticas.

Ora, as taxas de juros brasileiras continuaram apresentando um elevadíssimo patamar e, após o segundo semestre de 2010, ainda apresenta-se uma expansão. O aumento da inflação causado aí por um choque de oferta de *commodities* tenta ser ajustado pela política de Metas pela via da adoção de uma política monetária mais contracionista. Mais especificamente, entre 2010 e terceiro semestre de 2011, a elevação dos juros ocorre na busca de controlar o crédito e a inflação (CINTRA e ACIOLY, 2012).

As Autoridades Monetária seguiram a interpretação condizente com o modelo de Metas de Inflação, de que os condicionantes de demanda seriam os principais determinantes da inflação, ignorando o fato de que esta também continha também importante componente de choque de oferta (BRAGA e SUMMA, 2013).

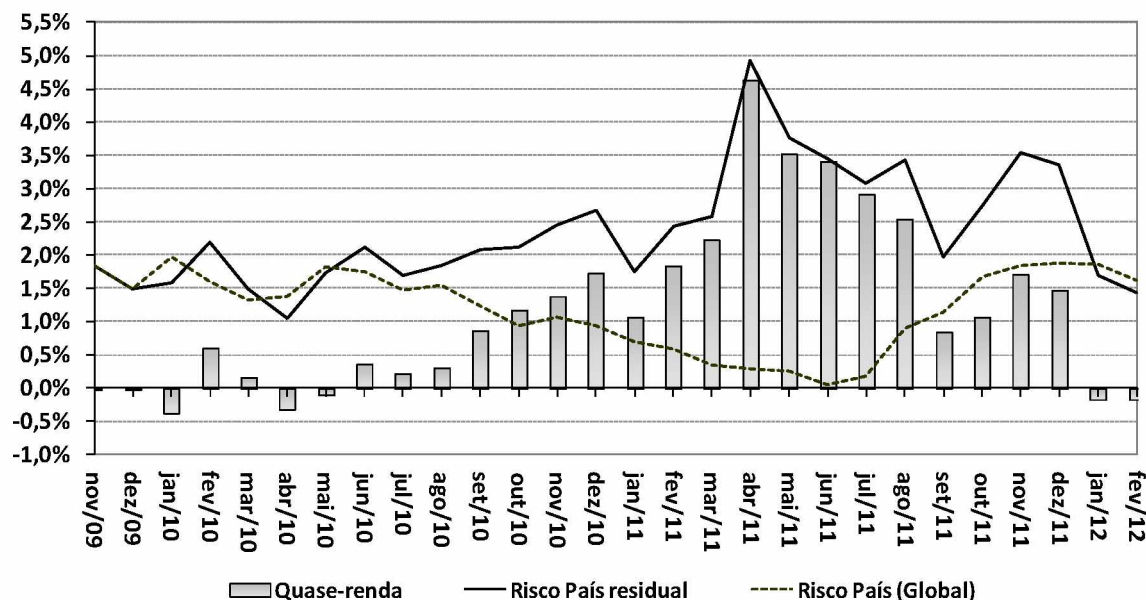
Na medida em que isso ocorre, quando a liquidez retornava fortemente e quando o Risco País medido no mercado internacional caía, podemos dizer que o Risco País pago no mercado doméstico acabava sendo muito maior. De fato, seguindo a explicação desenvolvida no primeiro capítulo, vemos pelo Gráfico 2.23, que a partir do segundo semestre de 2010 e até o final de 2011 o Risco País medido no mercado internacional (Risco País Global) passa a ser bastante inferior que o Risco País medido no mercado doméstico, proporcionando uma Quase-Renda para as aplicações em títulos negociados no mercado doméstico.

Segundo discussão apresentada em Corrêa *et al* (2012), isso é um fator de atração de capital para estrangeiros em Investimentos em Carteira em **Títulos de Renda Fixa Negociados no Mercado Doméstico**.

Ou seja, a taxa de juros oferecida no país, cobria a taxa de juros norte-americana de mesmo prazo, o *forward premium* e ainda oferecia um diferencial (Risco País Residual), superior ao pago nos títulos domésticos de Dívida Soberana negociados no exterior. Esse diferencial proporcionou uma elevação da demanda dos títulos negociados no mercado doméstico, conforme pode ser observado pelo Gráfico 2.24 (CORRÊA e XAVIER, 2014). Podemos observar o crescimento da entrada de TRF negociados no mercado doméstico, depois

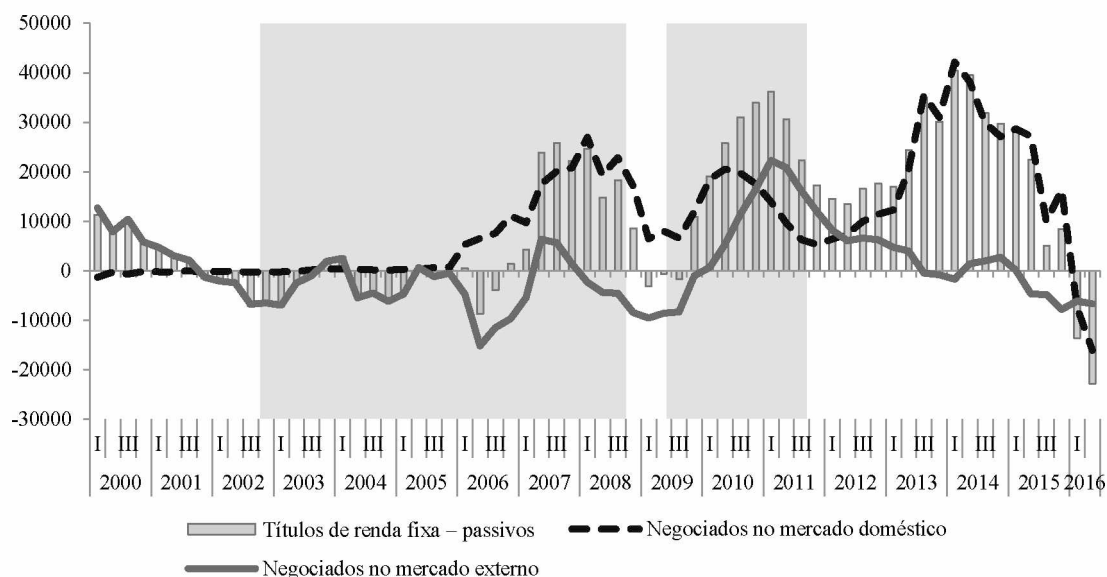
da crise de *subprime*, numa dinâmica mais rápida e mais forte do que aquela observada para o caso dos ICP em Títulos de Renda Fixa negociados no mercado externo (TRF NME).

**Gráfico 2.23 – Risco País Global, Risco País Residual e Quase renda em %**



Fonte: Corrêa *et al* (2012, p. 10).

**Gráfico 2.24 – Investimentos em Carteira (passivo) em Títulos de Renda Fixa – Brasil (dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres)**

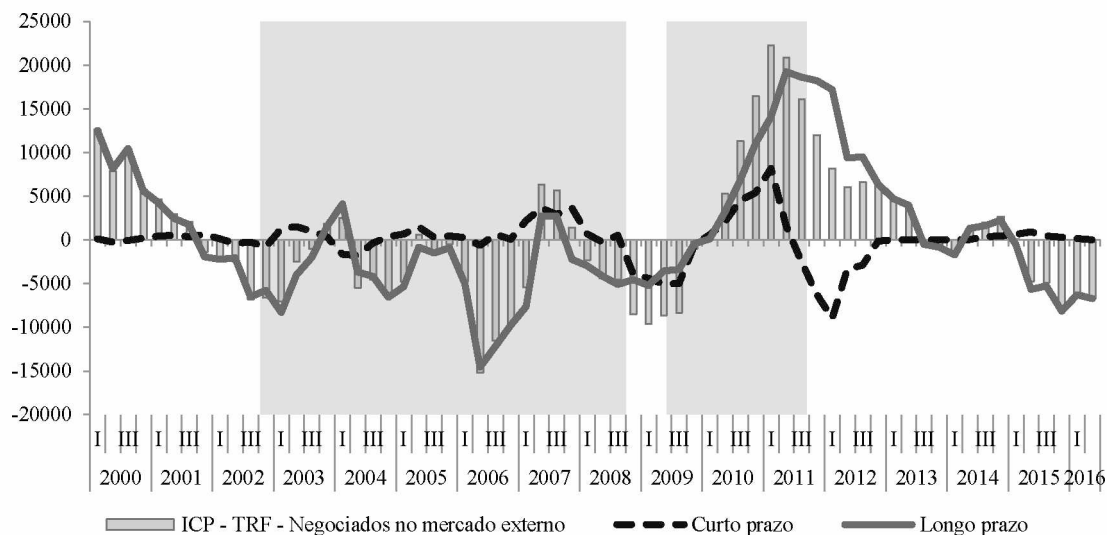


Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen

Quanto a esses últimos (TRF NME), podemos ver que o aumento dos capitais entrantes por esta via, e sua redução *a posteriori*, ocorre principalmente via títulos bancários, sendo que os de longo prazo dominam os de curto prazo neste recorte (Gráfico 2.25 e Gráfico 2.26), mas que os de curto prazo também se reverteram rapidamente em 2010. Já no caso dos fluxos de longo

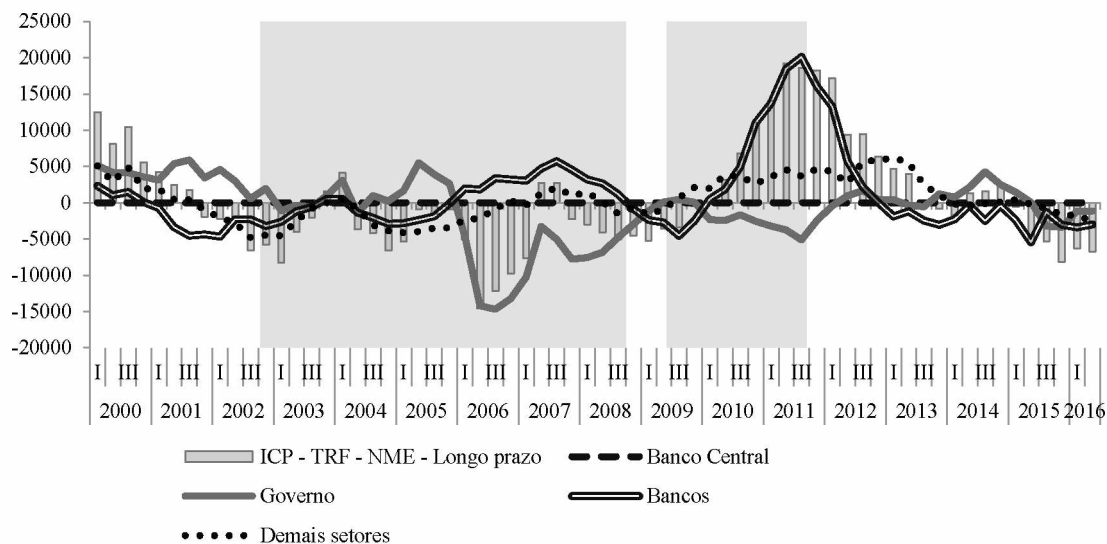
prazo a reversão se dá mais efetivamente em 2012 – ligados à dinâmica da liquidez internacional.

**Gráfico 2.25 – IC (passivo) em Títulos de Renda Fixa Negociados no Mercado Externo – Brasil (dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres)**



Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen.

**Gráfico 2.26 – IC (passivo) em Títulos de Renda Fixa Negociados no Mercado Externo (longo prazo) – Brasil (dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres)**



Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen.

Este fato é importante para entendermos o porquê a partir daqui termos uma melhora do perfil do passivo externo. De fato, cresce o passivo em moeda nacional o que é um fator de redução de vulnerabilidade (BIANCARELLI, 2015).

Ainda que este indicador possa ser considerado uma redução da vulnerabilidade, chamamos a atenção para duas questões:

- 1- O volume dos capitais ingressantes tem, como contrapartida, uma piora dos resultados futuros em TC, por elevar a carga de juros e dividendos enviadas ao exterior, posteriormente. Esse foi efetivamente um fator a impactar negativamente sobre TC no período sob estudo e a isso se soma ainda o crescimento dos Serviços ligados a viagens internacionais e a aluguéis de plataformas de Petróleo (CORRÊA e XAVIER, 2014)
- 2- O volume de capitais ingressantes pela via de Investimentos em Carteira tem um alto potencial de reversão a qualquer mudança de conjuntura, quer esses sejam relacionados a títulos negociados no mercado doméstico, quer sejam relacionados a títulos negociados no mercado internacional. Mas ainda assim, destaque-se que os títulos negociados no mercado doméstico não são tão influenciados pelas mudanças no câmbio.

Note-se que aqui estamos nos referindo aos fluxos de Investimentos em Carteira em Títulos de Renda Fixa. Outro movimento importante de ingresso foi o referente a Investimentos em Carteira Passivos em Ações Negociadas no País (ICP ACNP). Segundo o FMI (2011), se observou o crescimento expressivo desse direcionamento de recursos após a crise de *subprime* para alguns países periféricos, e o Brasil foi um desses. Um fato importante é o de que várias ações brasileiras fazem parte de *benchmarks* que avaliam os mercados acionários, sendo esse um fator adicional de atração de capitais.

Seguimos a interpretação de que após 2009 os capitais que se dirigem aos países periféricos passam a ser mais especulativos, aumentando sobremaneira seu volume. No caso do Brasil, observa-se isso, tanto para o caso de Títulos de Renda Fixa quando no caso das aplicações em Ações.

Uma das hipóteses do presente trabalho é a de que as aplicações em Ações antes de 2009 estavam ligadas a fatores relacionados à própria dinâmica econômica do país e ao potencial de geração de lucro das empresas. Após 2009, a hipótese é a de que o ingresso seja mais especulativo, mais vinculado às variações dos preços de ações.

Neste contexto, vemos que a CF salta de US\$ 9,9 bilhões (acumulado em quatro trimestres) no 2º tri de 2009 para mais de US\$ 150 bilhões no 2º semestre de 2011, maior valor da CF para o recorte analisado. Já as TC passam de US\$ -20,6 bilhões (também acumulados em quatro trimestres) para valores menores que US\$ -75 bilhões, no mesmo período da CF.

Com isto, o saldo do BP, que era negativo no início do período, alcança a marca de mais de US\$ 70 bilhões no 2º semestre de 2011.

Devido à forte entrada de capitais, manutenção daquelas políticas (contracionistas), e consequente valorização do Real, fez-se necessário a imposição de controles de capitais a fim de reduzir a entrada de capitais especulativos e estabilizar o mercado de câmbio. Na verdade, já estavam sendo adotadas medidas de controle de capitais antes disso, mas de forma mais fraca. Já desde 2007, devido ao grande volume de recursos entrantes, principalmente pela rubrica Investimento em Carteira, o governo volta a usar o IOF como controle auxiliar dos capitais e do câmbio. (DE FREITAS e CAGNIN, 2012). O Quadro 2.4 apresenta o conjunto das medidas entre 2008-2012.

**Quadro 2.4 – Medidas Macropрудenciais - histórico das alterações do IOF – Brasil**

<b>Janeiro/2008</b>	Aumento da alíquota de IOF, de 5,00% para 5,38%, sobre empréstimos em moeda estrangeira com prazo mínimo de até 90 dias.
<b>Março/2008</b>	Aumento da alíquota de IOF, de 0,38% para 1,5%, nas liquidações de operações de câmbio referentes a ingresso de recursos no País, realizadas por investidor estrangeiro, inclusive por meio de operações simultâneas para aplicação em renda fixa e ações.
<b>Outubro/2009</b>	Aumento da alíquota do IOF nas liquidações de operações de câmbio referentes a ingresso de recursos no país, realizadas por investidor estrangeiro, inclusive por meio de operações simultâneas: - para aplicação em renda fixa: de 1,5% para 2,0%; - para aplicação em renda variável realizada em bolsa de valores ou em bolsa de mercadorias e futuros, na forma regulamentada pelo CMN - Resolução CMN 2.689 -, exceto as operações com derivativos que resultem em rendimentos pré-determinados: de 0,0% para 2,0%; - para aquisição de ações em oferta pública registrada ou dispensada de registro na CVM ou para subscrição de ações, desde que, em nos dois casos, as companhias emissoras tenham registro de negociação das ações em bolsa de valores: de 0,0% para 2,0%.
<b>Outubro/2010</b>	Aumento na alíquota do IOF nas liquidações de operações de câmbio referentes a ingresso de recursos no país, realizadas por investidor estrangeiro, inclusive por meio de operações simultâneas: - para aplicação em renda fixa: de 2,0% para 6,0%; e 2,0% para ações - para constituição de margem de garantia, inicial ou adicional, exigida por bolsa de valores, de mercadorias e futuros: de 0,38% para 6,0%.
<b>Dezembro/2010</b>	Aumento na alíquota do IOF nas liquidações de operações de câmbio referentes a ingresso de recursos no país, realizadas por investidor estrangeiro, inclusive por meio de operações simultâneas: - para recursos originários da mudança de regime do investidor estrangeiro de investimento direto de que trata a Lei nº4.131, de 03 de setembro de 1962, para investimento em bolsa de valores na forma regulamentada pelo CMN, de 0,38% para 2,0%. Aumento da alíquota do IOF sobre o valor ingressado (liquidado) no país decorrente ou destinado a empréstimos em moeda com os prazos médios mínimos de até 90 dias: de 5,0% para 5,38%.

<b>Janeiro/2011</b>	Recolhimento diário compulsório e encaixe obrigatório sobre posição vendida de câmbio - de 0,0% para 60% sobre a parcela que exceder o menor dos dois valores: a) US\$ 3 bilhões; ou b) Média aritmética dos valores correspondentes ao nível 1 do PR apurado.
<b>Março/2011</b>	Elevação da alíquota de IOF nas operações de câmbio de 2,38% para 6,38%, destinadas ao pagamento de despesas efetuadas pelo cartão de crédito referente à aquisição de bens e serviços no exterior.
<b>Abril/2011</b>	Aumento da alíquota do IOF sobre o valor ingressado, com operação de câmbio contratada, referente a empréstimos externos, contratados de forma direta ou mediante emissão de títulos no mercado internacional com prazo médio de até 720 dias de 0,0% para 6,0%. Aumento da exigência de depósito compulsório sobre as posições vendidas de bancos no mercado à vista. O limite para cada instituição passou de US\$ 3 bilhões para US\$ 1 bilhão, ou o valor equivalente ao patrimônio de referência. O que exceder esses patamares terá incidência de compulsório.
<b>Julho/2011</b>	Alteração da regulamentação do IOF, com imposto de 1,0% sobre posições vendidas líquidas com derivativos de câmbio. Obrigação de pagamento de IOF também sobre os empréstimos de prazo superior a 720 dias que forem liquidados antes.
<b>Março/2012</b>	Aumento da alíquota do IOF sobre o valor ingressado, com operação de câmbio contratada, referente a empréstimos externos, contratados de forma direta ou mediante emissão de títulos no mercado internacional com prazo médio de até 1180 dias de 0,0% para 6,0% Aumento da alíquota do IOF sobre o valor ingressado, com operação de câmbio contratada, referente a empréstimos externos, contratados de forma direta ou mediante emissão de títulos no mercado internacional com prazo médio de até 1800 dias de 0,0% para 6,0% Redução, de 2,0% para 0,0%, da alíquota do IOF para <i>Brazilian Depositary Receipts</i> (BDR), que é um certificado de compra de ações. Aumento da alíquota do IOF sobre operação de Pagamento Antecipado ao exportador (PA) para prazos superiores a 360 dias: de 0,0% para 6,0%.

Fonte: Corrêa *et al* (2012).

No segundo semestre de 2010 o governo triplica (de 2% para 6%) o Imposto Sobre Operações Financeiras (IOF) para aplicações em renda fixa, empréstimos externos de até 2 anos, e eleva para 2% o IOF para ações, além do estabelecimento de compulsório de 60% sobre as posições vendidas em moeda estrangeira acima de US\$ 1 bilhão das instituições financeiras (IPEA, 2011a).

A elevação do IOF levou a uma mudança qualitativa na composição dos fluxos da CF nos períodos seguintes. Seguimos a interpretação apresentada por Corrêa *et al* (2012), de que essas medidas têm impactos sobre a dinâmica dos Investimentos em Carteira, mas também sobre a dinâmica dos Investimentos Diretos. Oreiro e De Paula (2009) também alertaram para

a capacidade dinâmica os fluxos de capitais driblarem restrições impostas, sobretudo a imposição de controles de capitais com a utilização do IOF.

Nesse contexto, a introdução recente de uma alíquota de IOF de 2% sobre as aplicações em renda fixa e variável por parte de não-residentes é um primeiro passo na direção de diminuir a intensidade da entrada de fluxos de capitais - ainda que tímido. Para ter alguma eficácia, o governo deverá fazer um monitoramento atento das transações financeiras para detectar quaisquer movimentos de disfarce dos fluxos de capitais para renda fixa e ações em "investimento externo direto". A vigilância permanente é o preço a ser pago pela re-introdução dos controles de capitais na economia brasileira (OREIRO e DE PAULA, 2009).

O interessante é que a partir do momento em que os controles sobre os capitais foram impostos, vemos uma redução dos fluxos em IC, ao mesmo tempo em que vemos uma elevação dos ID (principalmente em IDP PC), numa sincronia e magnitude que chamam a atenção (Gráfico 2.27).

Nesta tendência, os ID líquidos ultrapassam os IC líquidos no primeiro trimestre de 2011. Enquanto os Investimentos Diretos acumulavam US\$ 34,9 bilhões (em quatro trimestres) e os Investimento em Carteira US\$ 74,3 bilhões no segundo trimestre de 2010, no segundo semestre de 2012 estes valores passam para US\$ 86,4 bilhões e US\$ 18,7 bilhões, respectivamente.

Essa observação chama à atenção para o fato de que capitais podem ter entrado pela conta ID simplesmente a fim de driblar as restrições impostas sobre as demais contas (principalmente sobre as rubricas do Investimento em Carteira). Ou seja, seguimos a hipótese desses trabalhos, que indicam que parte dos capitais entrantes em ID referem-se a compras de ações com viés especulativo, e o crescimento destes nessa fase, em parte, tem a ver com a fuga das medidas de controle impostas.

Note-se que a presença destes capitais na rubrica ID não é um fato isolado para períodos que são impostos controles de capitais, mas que nestes momentos esta característica fica mais evidente. Esta evidência se fortalece quando vemos que a entrada em IDP se dá quase na sua totalidade pela rubrica Participação no Capital, que é aquela que corresponde às transações efetuadas pela simples compra de ações (aquisição/subscrição/aumento total ou parcial do capital social com direito a voto). Assim, vemos que a contabilização dos ID pode mascarar seu verdadeiro perfil.

De fato, a exigência para caracterizar um fluxo como ID é a de que os capitais entrantes adquiram mais de 10% do capital acionário com direito a voto de uma empresa. Ou seja; se o

capital ingressante compra 11% de ações de uma empresa ele é contabilizado como Investimento Direto, não estando sujeito ao pagamento do IOF.

Além do mais, nada impede que após a entrada estes capitais possam ser liquidados, desconstruindo aquilo que imaginamos ser os Investimentos Diretos de longo prazo. Os capitais poderiam entrar na forma de Investimento Direto Participação do Capital, serem vendidos, e a seguir podem comprar títulos da dívida pública no mercado doméstico, sem pagar o IOF que seria cobrado por compra direta destes títulos. Dessa forma, investimentos deste tipo poderiam burlar restrições com a abertura de novas Sociedades Anônimas por investidores estrangeiros, que graças a falta de fiscalização, poderiam aplicar em fundos de investimentos com a utilização de operações de tesouraria, fugindo das tributações incidentes sobre operações que na verdade são como as encontradas nos Investimentos em Carteira (CORRÊA e XAVIER, 2014).

A hipótese das operações, de arbitragem regulatória, também pode ser observada através do aumento dos TRF Negociados no Mercado Externo, principalmente via captação dos bancos (ICP TRF NME). A partir do final de 2010, vemos uma queda das mesmas, quando o IOF sobre ações e renda fixa no mercado doméstico foi elevado e antes da reversão da liquidez internacional. A finalidade destas antes das medidas de controle fora a de realizar operações de *carry trade* e obter *funding* externo, em condições mais favoráveis que as oferecidas internamente (CINTRA e ACIOLY, 2012).

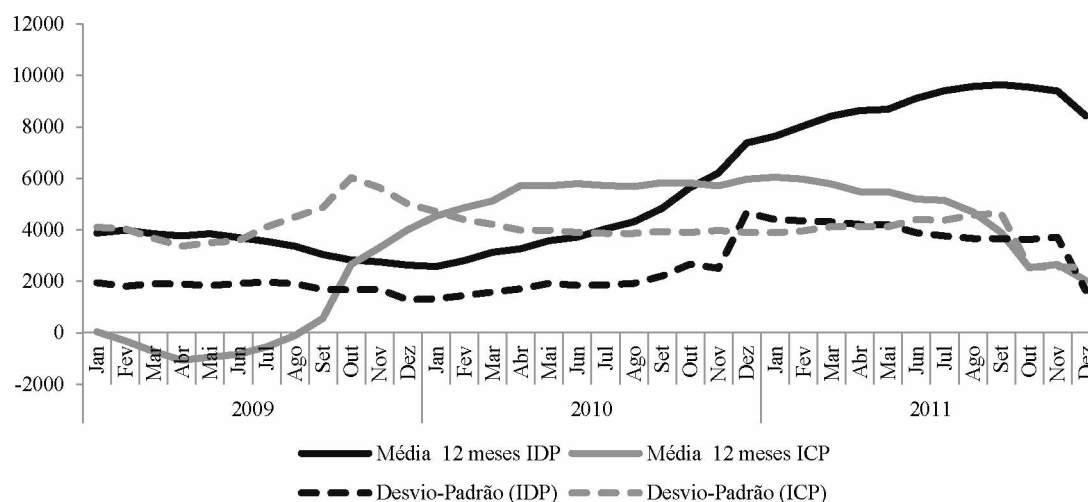
Outro fator relevante está ligado ao fato de que estes capitais também “obedecem” uma tendência internacional do momento, em que há um volume considerável de recursos destinados aos emergentes.

Ou seja; para nós, após 2010 o crescimento do Investimento Direto tem uma dinâmica diferente daquela observada no período anterior. Fatores especulativos estão afetando esses fluxos e a fuga dos controles é um elemento importante. Note-se que estes fatos não impedem a entrada de Investimentos Diretos também ocorra com o intuito da compra de ações para controlar empresas que tenham grande potencial produtivo e de geração de lucros. O interessante é que a elevação desta conta (ID) se dá justamente no momento que a aplicação em títulos de renda fixa no país – mais especificamente em títulos da dívida interna - apresenta um rendimento extra (Quase-Renda).

De outra forma, é visto também, que a partir de 2010 os IDPs passam a apresentar um aumento considerável das suas medidas de dispersão (Gráfico 2.27), sinalizando uma elevação da volatilidade dessa rubrica, que normalmente indica uma entrada mais efetiva de capitais curto-prazistas. O que é razoável de se considerar, uma vez que parte dos capitais entrantes por esta rubrica constituem compra de ações (IDP PC).

Por constituírem recursos destinados à obtenção de ganhos financeiros de curto prazo, os investimentos em carteira apresentam maior volatilidade, indicada pelos patamares mais elevados de seu desvio-padrão. Contudo, os deslocamentos recentes para cima das trajetórias da média móvel e do desvio-padrão de IED constituem um indicio adicional da entrada efetiva de aplicações em carteira sob a rubrica deste último (IPEA, 2011a, p.31).

**Gráfico 2.27 – Média Móvel e Desvio Padrão (12 meses) dos Investimentos Diretos no País e Investimentos em Carteira Passivos – para o Brasil (dados mensais em milhões US\$)**

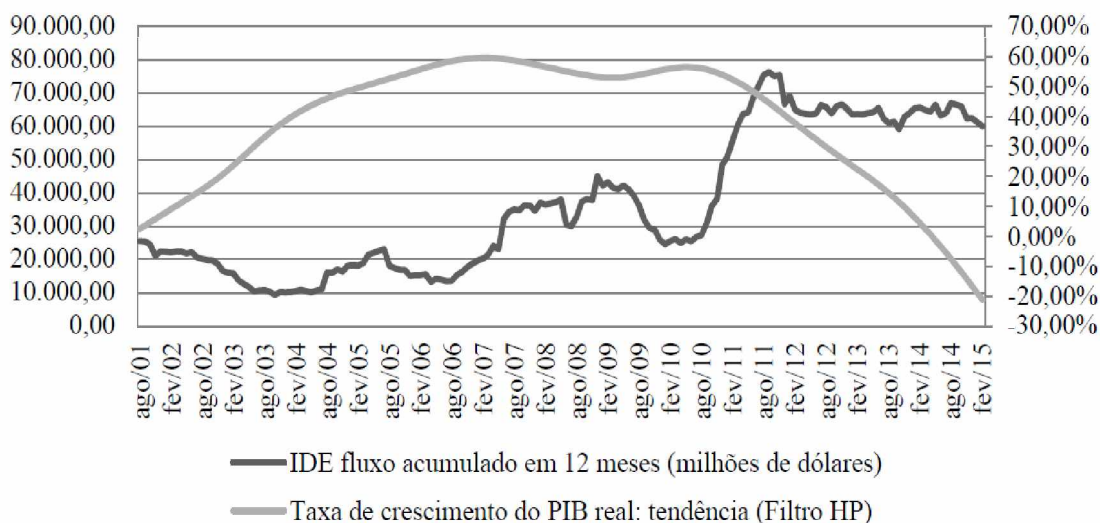


Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen.

Outro indicador importante, referente a essa discussão, é o de que os fluxos de Investimento Direto Líquido (acumulados em 12 meses) descolam da tendência da taxa de crescimento real do PIB (Gráfico 2.28). De outra parte, e de forma mais interessante, vemos um descolamento da taxa de crescimento real do IDE em relação a dinâmica de crescimento da formação bruta de capital fixo (Gráfico 2.28), a partir do final de 2010.<sup>37</sup>

<sup>37</sup> Esses dois últimos gráficos foram desenvolvidos por La Banca (2016), orientado por Julia Braga, que é uma das coautoras da discussão apresentada em Corrêa *et al* (2012).

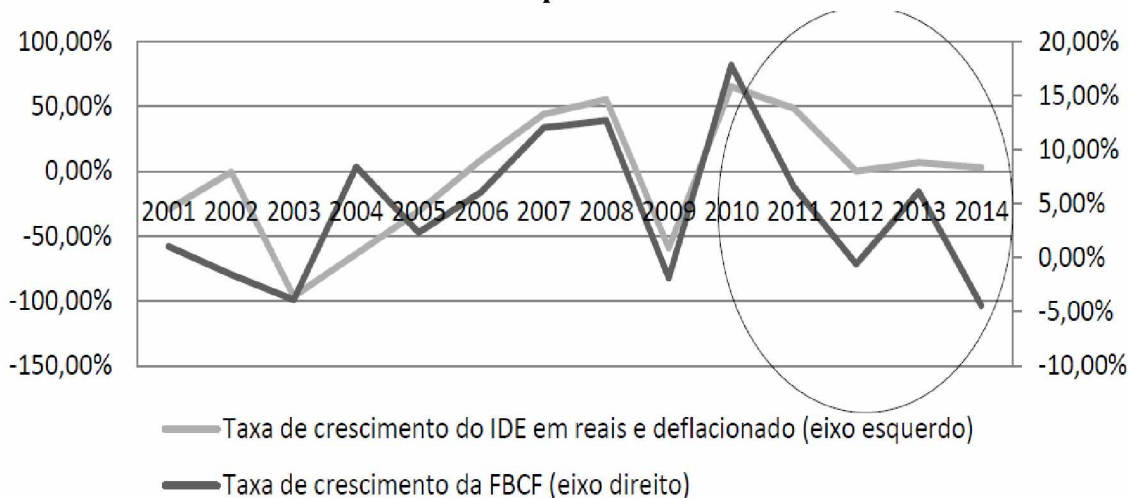
**Gráfico 2.28 – Comparativo entre o IDE (acumulado em 12 meses) e a tendência de Longo Prazo da taxa de crescimento real do PIB**



Fonte: La Banca (2016, p. 49).

IDE → Próximos aos que são os IDP na nova metodologia do BP (BPM6).

**Gráfico 2.29 – Comparativo entre IDE (em R\$ e deflacionado) e FBKF (Formação Bruta de Capital Fixo)**



Fonte: La Banca (2016, p. 49).

IDE → Próximos aos que são os IDP na nova metodologia do BP (BPM6).

Indicada essa questão referente à explosão dos ingressos de Investimentos em Carteira, ao controle de capitais e ao perfil dos Investimentos Diretos, passamos agora a outro aspecto que consideramos importante comentar quanto ao período que estamos estudando.

Para nós, o período de novembro de 2010 a outubro de 2011 correspondeu a duas dinâmicas distintas, ligadas à dinâmica da liquidez internacional – mais uma vez a dinâmica reflexa.

O primeiro subperíodo vai de novembro de 2010 ao terceiro trimestre de 2011 e é marcado pela adoção de restrições ao fluxo de capitais entrantes pela conta IC com a elevação da alíquota do IOF e aumentos sucessivos da taxa básica de juros (aumento do diferencial de

juros), as consequências foram a redução e ultrapassagem dos fluxos em IC pelos ID e elevação do desvio-padrão dos IDP (valores próximos aos dos ICP).

A partir do quarto trimestre de 2011, a queda dos ICs pode não ter sido totalmente revertida em ID. Na verdade, passamos a observar uma queda da taxa Selic (início do ciclo de queda – mudança da condução da política monetária) (IPEA, 2011c)

Em termos da interpretação do período destacamos:

- a) A forte e rápida expansão dos Investimento em Carteira Passivos, puxada pelos Títulos de Renda Fixa Negociados no País e Ações Negociadas no País, sendo que essa dinâmica, por um lado reduz a fragilidade externa – por serem títulos em moeda nacional. No entanto, o alto volume indica uma vulnerabilidade particular que é a de que são fluxos que podem reverter rapidamente (ALMEIDA, 2016)
- b) O fato de que o crescimento dos Investimentos Diretos tem uma nova dinâmica, mais descolada da formação bruta de capital fixo e do crescimento do país. Seguimos a interpretação de que a partir de 2010 a dinâmica dos Investimentos Diretos é distinta da observada no período anterior e a análise do comportamento dos fluxos vai ao encontro dessa perspectiva. A hipótese é a de que os fluxos de Investimentos Diretos também podem esconder um “viés de curto prazo”, sendo que os controles tarifários (adotados em novembro de 2010) exercidos sobre a Conta Financeira podem ter perdido parte de sua eficácia, por conta do desvio dos recursos para ingressar via conta de Investimento Direto no País (passivo) Participação no Capital. De qualquer forma, os controles tiveram efeito sobre a volatilidade do câmbio, cabendo destaque especial para os controles sobre os mercados futuros.

O recorte que aqui se analisa encerra antes da redução da liquidez nos mercados financeiros internacionais, que fará parte do próximo período.

## **V) 2011Q4 em diante**

Esta é a fase em que se observa um primeiro subperíodo de piora no cenário externo, e é aí que ocorre a reversão de liquidez, por conta da dificuldade de os bancos europeus honrarem com seus contratos, conforme comentado no início do capítulo. O segundo subperíodo é o que ocorre após 2012, quando se observa um retorno da liquidez, em nível internacional, mas em que se nota uma redução relativa dos recursos dirigidos para à América do Sul, além de uma redução paulatina do ritmo de crescimento da maioria dos países da região, inclusive do Brasil.

No que se refere aos acontecimentos de 2012, ainda que tenhamos observado uma melhora no crescimento e das taxas de desemprego no mundo no início de 2011, no segundo semestre temos uma queda das expectativas, principalmente após a crise nos países da Europa, redução do crescimento das economias avançadas e dúvidas quanto a resiliência da economia norte-americana (IPEA, 2011b).

A expectativa do FMI (Fundo Monetário Internacional) para o crescimento em 2012 era de desaceleração, tanto dos países desenvolvidos quanto dos em desenvolvimento, com previsão de crescimento de 3,5% (mundo). Já a OMC (Organização Mundial do Comércio) esperava um crescimento de 3,7% em 2012, com possível piora. Estes sinais contribuíram também para uma redução dos fluxos de capitais dirigidos aos países periféricos, com destaque para os da América do Sul (IPEA, 2011b).

A OMC projeta um crescimento do comércio mundial de apenas 3,7% em 2012 e destaca que há diversos fatores de risco que podem reduzir ainda mais este número, a exemplo de um eventual aprofundamento da crise na Europa, ou de uma desaceleração mais forte da economia chinesa, ou ainda do aumento dos preços do petróleo e dos problemas geopolíticos (IPEA, 2012a, p.49)

No cenário interno brasileiro, se observa uma reversão importante de um dos componentes da demanda que mantinha o crescimento, mesmo considerando a queda do setor externo. Estamos nos referindo à queda dos Investimentos Públicos, agregados a uma política fiscal contracionista, com a aposta de que os investimentos privados assumiriam o espaço deixado pelo setor público, e o crescimento retornasse (CORRÊA e XAVIER, 2014).

Dentre as novas medidas adotadas temos a redução dos juros, a desvalorização do câmbio, as desonerações fiscais à indústria e a elaboração de projetos através de parcerias público-privadas (PPP) para investimento em infraestrutura.

Destaque-se então que a redução da taxa de juros, gerou uma queda no diferencial de juros coberto, reduzindo-se a “Quase Renda” a partir de 2012 (CORRÊA e XAVIER, 2014). Somada a esta alteração, temos uma piora das expectativas no mercado financeiro internacional, o que previsivelmente, levou a uma queda dos capitais destinados aos países periféricos (principalmente em Investimento em Carteira) e, piora dos seus “indicadores de risco”.

No entanto, é interessante observar que, no caso específico do Brasil, não se observou uma redução mais profunda do Risco País. Nesses termos, a indicação é a de que até 2012 o país ainda apresentava a perspectiva de aplicações rentáveis e de uma economia ainda vista como promissora (CORRÊA e XAVIER, 2014), mas mesmo assim, se observa uma reversão

de recursos na Conta Financeira como resultado da redução da liquidez internacional e a “fuga para a qualidade”.

O Balanço de Pagamentos brasileiro, que apresentara resultados positivos expressivos no final de 2011, chegou a quase zero no final de 2012, principalmente pela redução da CF. A principal conta a contribuir com esta queda foram mais uma vez os IC, que no segundo trimestre de 2011 acumulava (em quatro trimestres) US\$ 70,7 bilhões, e chegou a US\$ 18,7 bilhões no segundo tri de 2012. Ou seja, se observa uma redução de mais de 70% em apenas um ano. A redução desses fluxos se dá, tanto no fluxo de estrangeiros (passivos) em Ações quanto em TRF, mas fundamentalmente em Ações (Gráfico 2.18).

Já os ID, que apresentavam entrada acumulada (em quatro trimestre) de US\$ 88,7 (US\$ 109 em IDP) bilhões, caem para US\$ 86,4 bilhões (US\$ 95,5 em IDP), no mesmo período.

Detalhemos melhor esses resultados. No que se refere aos Investimentos Passivos em Títulos de Renda Fixa, mais uma vez é importante notar a diferença que se observa entre os títulos negociados no país em comparação com aqueles que são negociados no exterior. Os Investimentos em Carteira Passivos em Títulos de Renda Fixa Negociados no Mercado Externo caem desde 2011, puxados principalmente pela queda das aplicações de curto prazo. No caso dos fluxos de longo prazo, a queda de 2012 é puxada pelos bancos. Pelo Gráfico 2.26 podemos notar a estratégia dos bancos em efetuar aplicações em títulos brasileiros no exterior até 2012. Depois disso é notável a mudança paulatina de estratégia.

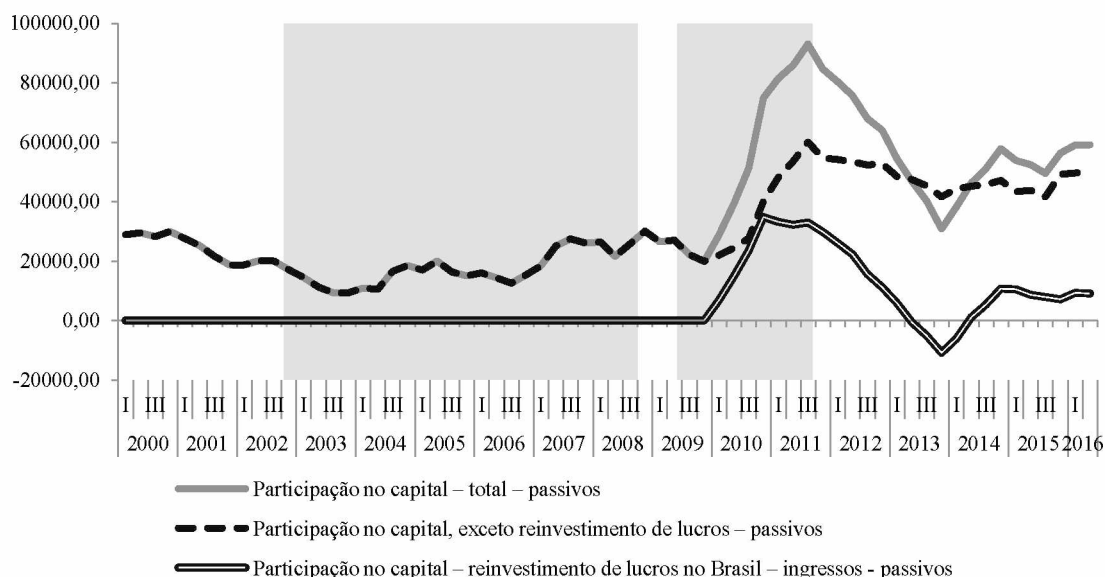
Ou seja, em 2012 observa-se a queda conjunta das aplicações de estrangeiros em títulos de Renda Fixa Negociados no Exterior (de curto e longo prazo). A isso se soma, ainda, o comportamento dos Investimentos em Carteira Passivos, em Títulos de Renda Fixa Negociados no Mercado Doméstico, que decaem desde o controle de capitais a partir de 2010, aprofundando sua queda com a retração da liquidez em 2012. Atenta-se, ainda, a rápida reversão das aplicações em Ações Negociadas no País.

No caso dos Investimentos Diretos no País, Participação no Capital (IDP PC) vemos a sua queda importante entre 2011 e 2013. Destacamos que é preciso detalhar a composição dessa conta para entender melhor essa dinâmica.

Pelo Gráfico 2.30, podemos observar, claramente, a estratégia que os investidores estrangeiros tiveram, de contabilizar recursos nessa conta, sob a rubrica “reinvestimentos de lucro no Brasil”, como forma de fugir dos controles de capitais. Esse foi um dos fatores de expansão mais expressiva dos IDP PC em 2010. Quando os controles perdem paulatinamente efetividade é essencialmente essa subconta que decresce rapidamente e mais profundamente

depois de 2012. Os “Investimentos Diretos Participação do Capital excetuados do reinvestimento de lucros” apresenta apenas um pequeno decréscimo no final de 2012.

**Gráfico 2.30 – Investimento Direto no País em Participação no Capital (passivo) – Brasil (dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres)**



Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen.

Dessa forma, considerando o subperíodo de queda da liquidez, podemos dizer que:

- O ciclo reflexo impacta sobre os fluxos de Investimentos em Carteira dirigidos ao Brasil de forma generalizada.
- Quem puxa a dinâmica negativa dos IDP é a parte de “lucros reinvestidos”, assim como fora em parte ela a geradora do expressivo crescimento no período anterior.

Quanto à **fase pós 2012**, observamos que, em nível mundial é um período de retomada da liquidez. Destacaremos os principais acontecimentos de 2012, 2013, 2014 e 2015, que afetaram a Conta Financeira, para após analisarmos sua dinâmica, de forma mais detalhada.

#### **Acontecimentos que afetaram a dinâmica da Conta Financeira entre 2012 e 2015**

A pequena recuperação dos EUA no início de 2012 (mas ainda com alto desemprego), o crescimento baixo dos emergentes com aparente tendência de queda e, a recessão na zona do Euro, era a situação do cenário internacional em 2012. Nesses termos, as ações das Autoridades Monetárias dos países centrais foram essenciais para o retorno da liquidez no final do ano. Destacam-se as novas rodadas de expansão monetária dos Estados Unidos, que proporcionaram um novo surto de recursos aos periféricos (2012Q2 – 2014Q4).

Portanto, a tarefa de estimular a atividade econômica no curto prazo tem sido deixada a cargo dos bancos centrais, que lançam mão de medidas excepcionais

de expansão monetária (Quantitative Easing 3 (QE3) nos Estados Unidos e Outright Monetary Transactions, na Zona do Euro) cuja eficácia tem sido questionada (IPEA, 2012b, p.44).

O FED iniciou a terceira rodada de compras de ativos em setembro de 2012, quando se comprometeu a comprar US\$ 85 bilhões em ativos de longo prazo todos os meses até que houvesse uma “substancial melhora” no mercado de trabalho. O banco central americano começou a reduzir o ritmo de compra de ativos em dezembro de 2013 até o volume de US\$ 15 bilhões, em outubro de 2014. A política de afrouxamento monetário tinha como objetivo reduzir as taxas de juro de longo prazo, depois dos juros de curto prazo terem sido derrubados para zero (VALOR, 2014). Juntamente com esta, também temos a acomodação da política monetária do Banco Central Europeu e redução da meta de juros, que mantiveram elevada a demanda por ativos dos países emergentes durante o primeiro trimestre de 2013 (PRATES e CUNHA, 2014).

No entanto, ainda que as políticas de afrouxamento monetário tenham estimulado a liquidez dos mercados ela não parece ser capaz de recuperar, de forma vigorosa, as economias afetadas pela crise de 2008. Especialmente no caso da Europa, as políticas de ajuste exigidas pelos países que enfrentaram problemas graves com o reverberar da crise do *suprime* (Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha) geraram uma retomada muito lenta e, com impactos negativos sobre o emprego. De outra parte, do lado dos Estados Unidos, a recuperação ocorreu, mas gerou um crescimento modesto, além da China, que viu suas taxas de crescimento serem reduzidas (PRATES e CUNHA, 2014).

**No segundo semestre de 2013**, o aviso do presidente do FED, Ben Bernanke, de que poderia começar a reduzir os estímulos monetários, provocou um movimento de incerteza nos mercados e nos investidores (elevação do CDS – prêmio de risco) que, na busca por antecipar o movimento das taxas de juros, realocaram seus portfólios a nível global, com maior demanda pelo Dólar e consequente desvalorização das moedas periféricas (PRATES e CUNHA, 2014). Para o Brasil, tivemos uma queda das reservas em quase US\$ 500 milhões em julho e, uma pressão crescente para desvalorização da taxa de câmbio. (IPEA, 2013a e IPEA, 2013b).

Como resposta a este movimento de desvalorização das moedas periféricas e de consequente pressão sobre o câmbio, o Bacen reduziu os controles impostos sobre os capitais e entrou atuando mais forte no mercado de *swaps*. No entanto, mesmo assim, a trajetória do câmbio a partir dali passou a ser de desvalorização.

**O ano de 2014** inicia com uma melhora de todas as rubricas da Conta Financeira, em relação ao ano anterior. No entanto, estes fatores não foram suficientes para conter a

desvalorização do real, que fechou setembro em R\$ 2,45/US\$, o seu maior valor desde dezembro de 2008.

Vale lembrar que a desvalorização aconteceu, mesmo com as intervenções do Bacen no mercado cambial via contratos de *swap*. O mais interessante é que as pressões sobre o câmbio não advêm de falta de moeda estrangeira ou da dificuldade de financiamento externo, mas por outros fatores que afetam rapidamente o mercado futuro de câmbio e geram efeitos sobre o mercado à vista, como: as incertezas causadas pelas eleições no país; o movimento global de valorização do dólar (aumento da remuneração dos títulos do Tesouro norte-americano); a redução do preço das *commodities* e; a elevação generalizada da aversão ao risco relacionado a títulos de países emergentes. Estes fatores foram importantes para explicar o movimento do câmbio (IPEA, 2014).

A partir de então, e principalmente depois do anúncio do Comitê Federal de Mercado Aberto do Federal Reserve (Fomc) dos Estados Unidos no final de 2014, confirmou-se o fim da era de compras ilimitadas de ativos, com consequente tendência de valorização do dólar frente às demais moedas.

**A partir de 2015**, juntamos todos estes fatores externos (valorização do dólar; queda dos preços das *commodities*; e o aumento do risco-país dos periféricos), à alguns fatores internos, como a piora do crescimento do país; a deterioração das contas públicas e o aumento da instabilidade política, vemos então que as contas externas apresentaram um duplo movimento: uma piora na entrada de capitais e um processo de desvalorização do câmbio (IPEA, 2015a).

O conjunto de incertezas levou a taxa de câmbio (R\$/US\$) a atingir, no início de setembro de 2015, o nível de R\$ 3,80 por dólar, o maior valor desde 2002. O risco de crédito, apresentado pelos CDS (*credit default swaps*) da dívida brasileira, também apresentaram resultados elevados e, por exercer pressões no mercado futuro de câmbio, afetou rapidamente o câmbio à vista, que chegou a subir 80% entre maio e setembro de 2015, “atingindo valor superior a R\$ 4,00 por dólar, pela primeira vez em dez anos” (IPEA, 2015b, p.51). O aumento do risco, neste momento, estava associado, principalmente, à possibilidade de perda do título de *investment grade* conquistado pelo Brasil em 2008.

### **Dinâmica dos Investimentos em Carteira Passivos e dos Investimentos Diretos no País entre 2012 e 2015**

No contexto da melhora da liquidez no final de 2012 é que se observa a dinâmica do retorno dos recursos da Conta Financeira, tanto dos Investimentos em Carteira quanto dos Investimentos Diretos.

Considerando a Conta Financeira do Balanço de Pagamentos brasileiro, destaca-se um retorno dos Investimentos em Carteira Passivos, sendo que se observa a queda desses fluxos apenas ao final de 2014. Paralelamente, outra dinâmica refere-se ao retorno dos Investimentos Diretos no País depois de 2013, sem que eles apresentem um arrefecimento depois de 2015<sup>38</sup>.

Mais uma vez, a abertura dessas contas nos esclarece melhor essa dinâmica.

Considerando o fluxo de passivos em Ações Negociadas no Mercado Doméstico, observamos o retorno dos mesmos a partir de 2012, sendo que eles atingem os valores que se observavam entre 2006 e 2007 – fase de liquidez internacional e de crescimento do país.

No caso dos Investimentos em Carteira (passivos) em Títulos de Renda Fixa, as magnitudes do retorno são substancialmente maiores.

Observemos primeiro as aplicações de estrangeiros em TRF Negociados no Mercado Externo (NME). As de curto prazo, praticamente zeram a partir de 2013 e as de longo prazo continuam decrescendo depois de 2012, puxadas, principalmente, pelos bancos, ainda que em 2013 apresentassem o mesmo nível líquido de captação do observado em 2007. No caso desses últimos, explicita-se o que já indicamos anteriormente: o fato de que eles mudaram sua estratégia de aplicação no Brasil.

Paralelamente, considerando as aplicações de estrangeiros em TRF Negociados no País (Gráfico 2.24), observamos a rápida expansão dessas aplicações em 2013. Isso, provavelmente, foi puxado pelo alto diferencial de juros propiciado pela aplicação em títulos no Brasil. Note-se que para aqueles que ingressam no país, sem efetuar a cobertura cambial no mercado futuro, o ganho refere-se a paridade descoberta dos juros, que na época foi expressiva. Apenas em meados de 2014 é que se observa o início da retração desses fluxos, mas, mesmo

---

<sup>38</sup> Não estamos aqui detalhando a dinâmica dos fluxos de residentes. No entanto cabem algumas considerações. Quanto ao aumento das aplicações de brasileiros no exterior, os mais expressivos foram os referentes a rubrica Outros Investimentos, graças a dois movimentos: **O primeiro**; refere-se ao aumento dos empréstimos e financiamentos de Residentes (ativos) ao exterior (via, principalmente, BNDS e Banco do Brasil). Referiu-se, a empréstimos facilitadores da exportação de máquinas e equipamentos, que foi fator positivo para a Balança Comercial. **O segundo**, tem a ver com a saída, via Moedas e Depósitos, que reflete a compra, maior que a venda, de dólares no exterior pelos bancos, e a manutenção de receitas em dólares dos exportadores no exterior<sup>38</sup>. Assim, a piora dos saldos da CF pela via da saída de recursos de Residentes, significa, na verdade, uma melhora da solvência do país neste momento, por aumentar seus ativos no exterior (PRATES e CUNHA, 2014).

nesse ano as magnitudes ainda eram elevadas – maiores do que as que se havia observado no período favorável, relativo ao interregno 2003-2008. A partir de 2015 é que se observa uma queda mais rápida, indicando a percepção da piora mais expressiva da economia brasileira.

Quanto à dinâmica dos Investimentos Diretos no País, vemos pelo Gráfico 2.30 que os “Investimentos Diretos no País Participação do Capital, excetuados de lucros reinvestidos” apresenta relativa estabilidade depois de 2012, não decrescendo, nem em 2014, nem em 2015. Já no caso dos “Investimentos Diretos Participação do Capital lucros reinvestidos”, há um retorno apenas depois de 2013. Segue, nessa fase, basicamente a dinâmica das aplicações em Ações Negociadas no País (passivos) – que retoma a compra líquida de ações, basicamente até 2015.

Dessa forma, podemos destacar as principais dinâmicas das contas de Investimento em Carteira Passivos e Investimento Direto no País no período:

- a) O forte crescimento dos Investimentos em Carteira Passivos, puxados fundamentalmente pelas aplicações em Títulos de Renda Fixa Negociadas no País e, secundariamente pelas aplicações em Ações – ambas em moeda nacional.

O crescimento dessas aplicações em moeda nacional em Ações Negociadas no País e em Títulos de Renda Fixa Negociados no País pode ter sido influenciado por:

\* Primeiro; pela gradual retirada dos controles de entrada de capitais (como o IOF) a partir do primeiro semestre de 2013;

\* Segundo; pela nova rodada de expansão monetária dos bancos centrais dos países avançados (acarretando num novo surto de recursos aos países periféricos (2012Q2-2014Q4);

No caso dos títulos de Renda Fixa se adenta ainda um fator adicional:

\* Terceiro; pelo fato de que os TRFs passaram a responder de forma mais acentuada justamente quando a taxa de juros, e o diferencial de juros, volta a se elevar (a partir de 2013) (PRATES e CUNHA, 2014). A indicação é a de que na nova rodada de liquidez os estrangeiros preferiram aplicar em títulos de renda fixa negociados no país – pelo elevado nível do ganho descoberto.

- b) A queda paulatina das aplicações em Títulos de Renda Fixa Negociados no Exterior (passivos): de curto prazo e de longo prazo, estas últimas puxadas pelos bancos. Note-se que, mesmo considerando essa queda, a expansão das aplicações de estrangeiros em TRFs Negociadas no País foi de tal magnitude que foi capaz de manter alto o fluxo líquido de Investimentos em Carteiras Passivo. Para se ter ideia, os ICP passam de US\$ 24,5 bilhões (acumulados em quatro trimestres) no início de 2013 para US\$ 45,2 bilhões no terceiro semestre

de 2014, em que, destes fluxos ingressantes líquidos, mais de 70% estiveram relacionados às aplicações em TRF. Mais especificamente: a aplicações em **Títulos de Renda Fixa Negociados no Brasil**! No entanto, os Investimento em Carteira apresentam queda brusca a partir de 2015, principalmente em TRF (o que se soma também à rubrica de Outros Investimentos). Os ICP que apresentavam entrada acumulada em quatro trimestres de US\$ 44,3 bilhões no início de 2015 passam a apresentarem valores negativos de US\$ 17,6 bilhões no segundo semestre de 2016.

c) O fluxo de “Investimentos Diretos Participação no Capital excetuado de reinvestimento de lucros”, apresenta estabilidade após 2012 e não decaem em 2015. São os fluxos relativos a reinvestimentos de lucros que decrescem em 2012 e retornam de forma mais expressiva depois de 2013. Destaque-se o fato de que os Investimentos Diretos no País apresentaram expansão líquida em 2015, a despeito de todos os sinais de piora da conjuntura interna e externa. A entrada desses capitais neste momento pode estar atrelada a forte desvalorização sofrida pela moeda nestes últimos períodos, uma vez que os ativos das empresas e companhias brasileiras se tornam mais baratos e mais atrativos. Por um lado, pode-se considerar a expectativa de valorização destes ativos no futuro, que agora estão desvalorizados, tanto em função da moeda estrangeira quanto pelos resultados econômicos do país.

### **2.4.3 – Vulnerabilidade financeira e dinâmica do passivo externo do Balanço de Pagamentos brasileiro**

#### **2.4.3.1 – Dinâmica do Passivo Externo do Balanço de Pagamentos Brasileiro**

Na parte anterior do capítulo analisamos a dinâmica dos principais fluxos componentes da Conta Financeira, mostrando como a dinâmica dos fluxos de Investimentos em Carteira está fortemente relacionada à dinâmica da liquidez internacional – apresentando-se internamente um ciclo reflexo desses recursos (RESENDE e AMADO, 2007)<sup>39</sup>. À medida em que esses fluxos dependem fortemente de fatores que não dependem da dinâmica do país, o seu peso no Balanço de Pagamentos pode ser um fator de vulnerabilidade (CORRÊA, 2006). Nesse caso, estamos tratando da vulnerabilidade referente à manutenção de elevados “passivos com viés de curto prazo”.

---

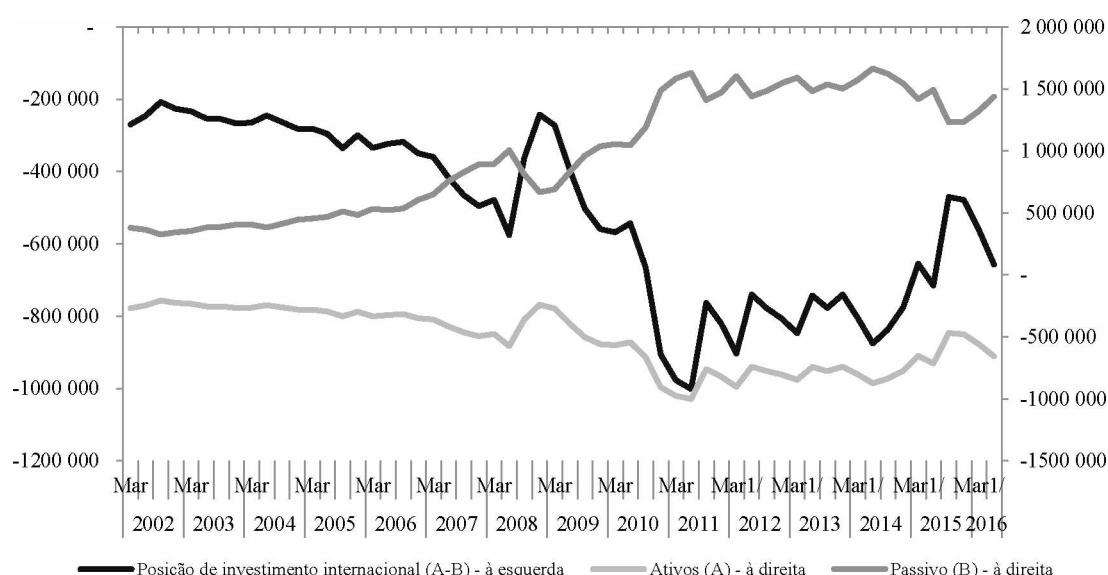
<sup>39</sup> Essa questão será mais explorada no capítulo III, aonde faremos uma análise aplicada para o caso do Brasil e levantaremos uma bibliográfica nacional adicional, que trata sobre o tema.

O que ocorreu no interregno 2003-2015 foi que o passivo externo ligado a fluxos “com viés de curto prazo” cresceu sobremaneira, indicando um problema quanto ao perfil de nosso passivo externo<sup>40</sup>, mesmo considerando que ele está mais desdolarizado.

No que se refere ao Passivo Externo Líquido (PEL) é importante salientar que há uma melhora da situação do país a partir dos anos 2000 (elevado volume de reservas – Gráfico 2.31). Nota-se que isso é essencialmente resultado do crescimento dos Ativos (Gráfico 2.32) – mais especificamente das Reservas e dos Investimentos Diretos de Residentes – já que os passivos apresentam importante crescimento no período (Gráfico 2.33). Assim, a melhora do PEL não ocorre por via da sua redução, mas na capacidade do país de amenizar grandes oscilações dos fluxos de capitais, em virtude do seu elevado volume de reservas.

É evidente que as reservas internacionais possibilitam a rolagem de parte dos empréstimos externos; contêm a transmissão (efeito-contágio) dos choques externos para o sistema financeiro doméstico; reduzem os impactos sobre a atividade econômica, o emprego e a renda; permitem políticas monetárias, cambiais e fiscais anticíclicas; diminuem também a percepção de risco dos investidores sobre os ativos domésticos, com impactos sobre a taxa de juros e o preço dos ativos, mas são claramente insuficientes para honrar o passivo externo líquido e conter uma “fuga para a qualidade”, dadas as assimetrias predominantes no sistema monetário internacional (o real persiste uma moeda inconvertível (CINTRA e ACIOLY, 2012, p. 417).

**Gráfico 2.31 – Posição de investimento internacional<sup>41</sup> (dados trimestrais em US\$ milhões)**

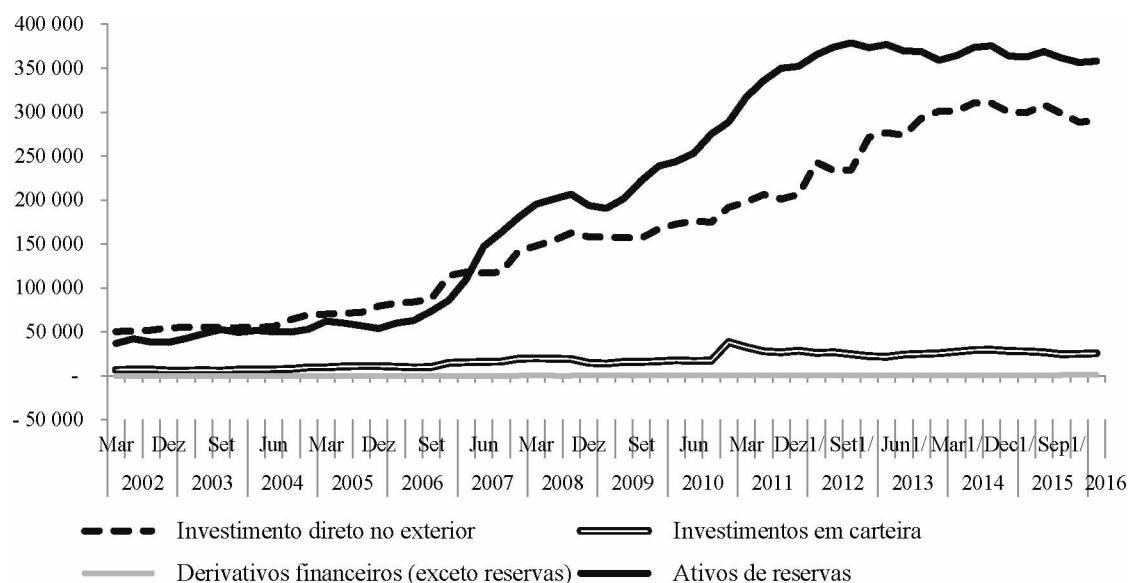


Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen

<sup>40</sup> Esse ponto também será melhor discutido no capítulo III

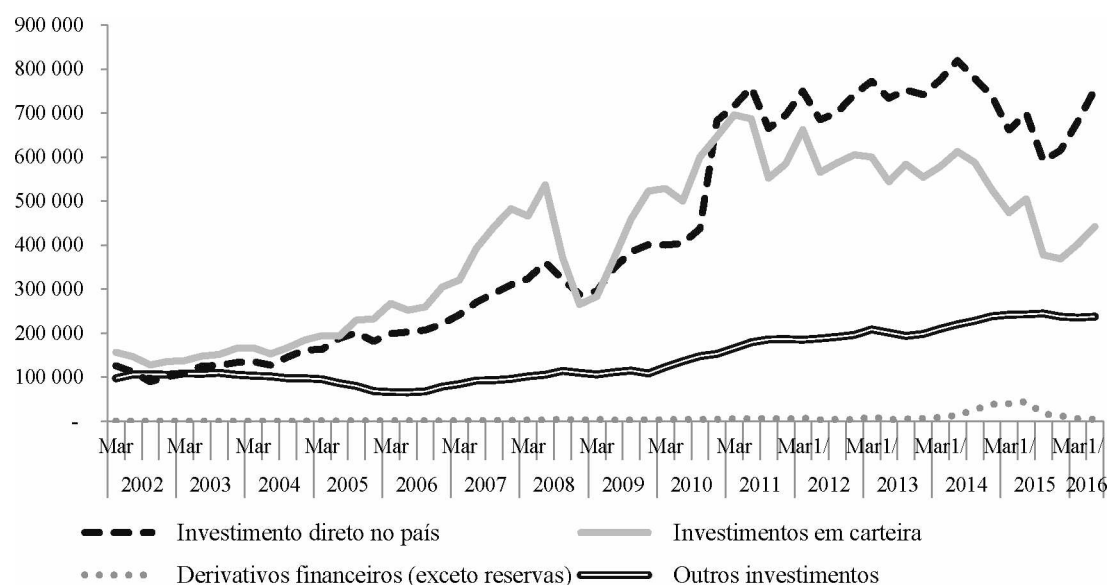
<sup>41</sup> Equivale ao Passivo Externo Líquido.

**Gráfico 2.32 – Posição de Investimento Internacional – Estoque de ativos (dados trimestrais em US\$ milhões)**



Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen

**Gráfico 2.33 – Posição de Investimento Internacional – Estoque de passivos (dados trimestrais em US\$ milhões)**



Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen

No caso dos estoques de passivos, vemos o crescimento expressivo de seus volumes, tanto em termos de Investimento Direto, quanto de Investimento em Carteira (Gráfico 2.33).

Considerando os Investimentos em Carteira, vemos que os seus estoques são superiores aos de Investimentos Diretos desde 2002 e até 2010, quando passa ocorrer a queda das aplicações em Títulos de Renda Fixa Negociados no Exterior (passivos).

A partir daí o estoque de passivos em Investimentos em Carteira passa a ser dominado por:

- 1- Títulos de renda fixa em moeda nacional – vinculados a aplicações em títulos públicos.
- 2- Ações negociadas no mercado doméstico – também em moeda nacional.

Esses dois fatores mostram uma dupla determinação: uma melhora na fragilidade externa, pelo fato de os mesmos estarem vinculados à moeda nacional (BIANCARELLI, 2015) e uma piora potencial na fragilidade externa, na medida em que eles são muito voláteis e afetados por variáveis conjunturais (CORRÊA, 2014). Esse segundo elemento geraria uma vulnerabilidade externa particular: aquela que chama a atenção para o potencial de reversão de recursos de passivos que têm “viés de curto prazo”. Isso seria um fator de instabilidade, pois elementos conjunturais dos mercados financeiros globais poderiam afetar esses fluxos, mudando rapidamente o perfil dos passivos, afetando o câmbio, os juros domésticos, a dívida pública. Conforme vimos na introdução da dissertação, é esse elemento de vulnerabilidade que queremos investigar.

Quanto aos estoques de passivos de Investimento Direto, se observa que parte significativa do passivo externo brasileiro é composto por ele, o que seria um fator de estabilidade. A esse respeito destacam-se três questões:

(i) não há obrigação de pagar de volta os recursos ingressados, como acontece com as amortizações de dívida; (ii) a remuneração dos investimentos (na forma de remessas de lucros e dividendos ao exterior) só ocorre se ele for efetivamente lucrativo, o que significa que gerou aumento de renda doméstica; e (iii) tanto o estoque de investimento quanto os lucros relacionados a ele são avaliados em moeda nacional, não estando sujeitos a um crescimento acelerado ante uma eventual desvalorização do câmbio. Na verdade, uma desvalorização do câmbio acaba por reduzir o valor em dólares do passivo na forma de investimentos” (RIBEIRO, 2016).

No entanto, a questão da estabilidade envolvida não está considerando o fato de que parte dos fluxos de Investimentos Diretos refere-se essencialmente à compra de ações e podem se comportar como a dinâmica dos Investimentos em Carteira (em Ações). Na verdade, na rubrica de Investimentos Diretos estão contidas diferentes dinâmicas. Ao longo do presente capítulo já apresentamos a análise dessa questão e mostramos que, especialmente após 2009 a dinâmica dos Investimentos Diretos parece ser distinta da observada no período anterior, na medida em que parte do Investimento Direto foi influenciado pelo movimento dos controles de

capitais, passando a receber recursos que foram contabilizados aí para fugir da regulação. Especialmente os fluxos de “reinvestimentos” parecem ter enfatizado essa intenção.

#### **2.4.3.2 – Vulnerabilidade externa e financeira ligada à possibilidade de reversão de recursos**

Quando tratamos de vulnerabilidade externa, conhecemos os indicadores tradicionais, que buscam analisar a capacidade de solvência de um determinado país, analisando a relação entre sua dívida externa e suas reservas, sua dívida externa e suas exportações e/ou suas reservas sobre o PIB, por exemplo.

Ribeiro (2016) faz uma compilação dos principais indicadores citados pela literatura, baseando-se nos estudos de Frankel e Saravelos (2011) e o de Milesi-Ferreti e Razin (2000). Além dos indicadores tradicionais destacam-se os estudos empíricos realizados a partir da década de 1998, dedicados a identificar “indicadores de alerta” de crises cambiais, com base nos trabalhos de Kaminsky, Reinhart e Lizondo (1998), Hawkins e Kalu (2001) e Abiad (2003).

A partir daí o autor faz o cálculo dos principais indicadores de vulnerabilidade para a Economia brasileira e destaca que para o primeiro recorte analisado (2001-2007), temos a melhora de quase todos os indicadores de vulnerabilidade. Para o segundo e terceiro período, 2007-2010 e 2010-2015, vemos que o número de indicadores que apresentaram melhora quase se equivalem ao número de indicadores que apresentaram resultados de piora.

Assim, podemos classificar o primeiro período como de melhora dos condicionantes de vulnerabilidade e os demais períodos de relativa piora destas condições, sendo que, o importante é constatar que os dois últimos períodos apresentaram “níveis de vulnerabilidade” semelhantes. Outro fator importante a considerar, levando em conta a conclusão do autor, é o de que os resultados de vulnerabilidade externa são em geral melhores, se comparados ao ano de 2000.

Para esses resultados apresentamos a Tabela 2.2, que demonstrar os indicadores considerados pelo autor.

Nos interessa comentar os indicadores destacados por nós, na medida em que queremos considerar outros aspectos que não são levantados pelos indicadores tradicionais e que dizem respeito ao perfil dos passivos externos de capitais que podem reverter rapidamente, como os de Investimentos em Carteira, em comparação com os passivos relacionados a fluxos considerados mais estáveis: os Investimento Diretos.

Destacamos os indicadores que relacionam os estoques de Investimento Direto e Investimento em Carteira sobre o Passivo Externo Bruto.

A esse respeito queremos destacar o fato de que:

- 1- Vemos que o estoque de passivos de Investimentos em Carteira passa de 40,9% para 54% do estoque de Passivo Externo Bruto de 2001 para 2007, e para 43% e 29,5% em 2010 e 2015, respectivamente. Esta variação nos mostra que esse indicador apresentou uma piora em 2007, em termos de vulnerabilidade e possibilidade de reversão de recursos, mas depois disso houve uma relativa melhora, de 2007 para 2010, e mais ainda em 2015. Isso ocorreu por que o passivo externo cresceu ainda mais rapidamente, via à via os ICP, puxado também pelo crescimento dos Investimentos Diretos.
- 2- Dentre os estoques de passivos de Investimentos em Carteira, vemos que houve uma mudança importante da participação das ações. Tomando-se o total dos estoques de passivos de Investimentos em Carteira, as ações chegaram a representar 75% desses estoques em 2007 e a 68,3% em 2010. São fluxos em moeda nacional e além do mais podem reduzir seu preço nos momentos de instabilidade, reduzindo o montante de capitais que possivelmente revertam-se, em relação a estes quando entraram, em função da sua desvalorização. Sob esse ponto de vista, uma alta participação delas sobre o total de Investimentos em Carteira é um fator positivo, já que nos momentos de instabilidade e fuga seu montante se reduz. Ainda assim, cabe a observação de que existe outro fator a ser considerado: a de que esse fluxo pode reverter muito rapidamente, assim como todos os fluxos de Investimentos em Carteira. Ou seja; permanece a ideia relativa à análise do peso dos Investimentos em Carteira sobre o total dos estoques de passivos da Conta financeira, analisado no item acima.
- 3- O peso dos passivos relacionados aos Investimentos Diretos cresce expressivamente em relação aos Passivos totais. Saem de uma participação de 28% no início dos anos 2000 e chegam a 39% em 2010. Lembremo-nos que isso ocorre quando os passivos estão crescendo sobremaneira. Se considerarmos que esses fluxos são em moeda nacional e que seu valor cai nos momentos de instabilidade (grande parte refere-se à compra de ações), poderíamos dizer que há uma melhora da vulnerabilidade externa do país. Se a isso acrescentarmos a ideia de que esses fluxos são mais estáveis, se confirmaria a ideia da melhora da vulnerabilidade externa, pois o peso do Investimento Direto sobre o estoque de passivos aumentou até 2010, enquanto que o estoque de Investimentos em Carteira, sobre o total do passivo não apresentou expansão considerável em relação ao total dos passivos externos.

**Tabela 2.2 – Indicadores de Vulnerabilidade Externa do Brasil (anos selecionados)**

Indicadores	2001	2007	2001-2007	2010	2007-2010	2015	2010-2015
Reservas (% do PIB)	6,4	12,9	+	13,1	+	20,8	+
Reservas (% do passivo bruto externo)	9,7	20,3	+	19,4	-	29,7	+
Passivo externo bruto (% do PIB)	66,2	63,7	+	67,2	-	70,2	-
Passivo externo bruto/exportações de bens e serviços (razão)	5,5	4,9	+	6,4	-	5,5	+
Passivo externo líquido (% do PIB)	46,8	35,5	+	41,0	-	26,3	+
Passivo externo líquido/exportações de bens e serviços (razão)	3,9	2,7	+	3,9	-	2,1	+
Dívida ext. bruta, exc. Emprést. Intercompanhias (% do passivo ext. bruto)	54,8	20,8	+	17,0	+	26,9	-
Dívida externa de curto prazo (% do passivo externo bruto)	7,5	4,4	+	3,9	+	4,3	-
Estoque de IDE - Participação no capital (% do passivo externo bruto) **	28,6	29,5	+	39,5	+	34,0	-
Estoque de IDE - Emprést. Intercompanhias (% do passivo externo bruto) **	4,4	5,3	+	6,4	+	16,7	+
Estoque de Invest. em Carteira – Passivo - total (% do passivo externo bruto) **	40,9	54,3	-	43,5	+	29,5	+
Estoque de Invest. em Carteira – Passivo – Ações (% do Inv. em Carteira total) **	24,4	75,4	-	68,3	+	39,6	+
Saldo em transações correntes (% do PIB)	-4,2	0	+	-3,4	-	-3,3	+
Exportações de bens (% do PIB)	10,4	11,5	+	9,1	-	10,7	+
Importações de bens (% do PIB)	10,1	8,7	+	8,3	+	9,7	-
Exportações de serviços (% do PIB)	1,6	1,6		1,4	-	1,9	+
Importações de serviços (% do PIB)	2,9	2,6	+	2,8	-	4,0	-
Juros + remessas (% das exportações de bens e serviços)	28,9	15,9	+	16,6	-	14,8	+
Termos de troca (desvio em relação à média de 20 anos)	-9,6	-3,9	+	12,6	+	-3,7	-
Razão de quantum (desvio em relação à média de 20 anos)	-2,9	16	+	-17,7	-	-2,2	+
Exportações de produtos básicos (% das exportações totais)	26,3	32,1	-	44,6	-	45,6	-
Quantum de exportação de manufaturados (2006=100)	55,1	103,2	+	82,4	-	77,7	-
Déficit público nominal (% do PIB)	4,8	2,7	+	2,4	+	10,3	-
Dívida pública externa - (% da dívida bruta)	20,5	7,6	+	5,4	+	6,7	-
Dívida pública interna indexada ao câmbio (% do total)	25,2	0,8	+	0,5	+	0,5	+
+			21		12		14
-			3		13		11

Fonte: Elaboração própria a partir de Ribeiro (2016).

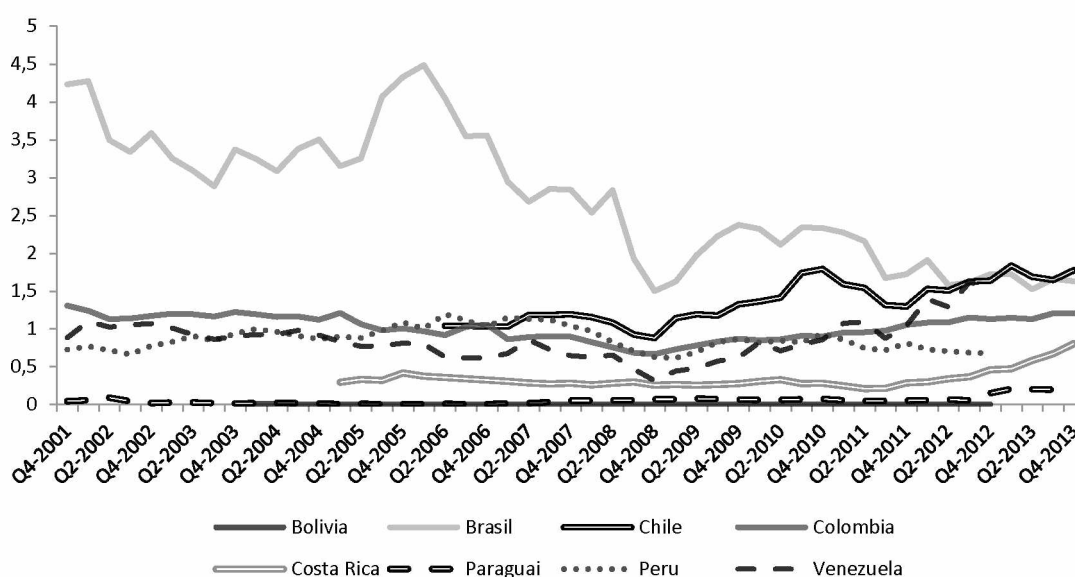
Outra forma de ver a questão de indicadores síntese de vulnerabilidade envolve a análise do volume das Reservas. De fato, enquanto as Reservas apresentem elevados patamares, pode-se dizer que a fragilidade financeira não se explicita. Almeida (2016), desenvolve esse argumento, propondo como indicador de Fragilidade Financeira, a relação entre: Estoques de Passivos com “viés de curto prazo”<sup>42</sup>/Reservas. A autora denominou esse índice de IVF-R

<sup>42</sup> São passivos com viés de curto prazo: os Investimentos em Carteira, os Derivativos, Outros Investimentos – Moedas e Depósitos, Outros Investimentos – Empréstimos a fornecedores.

(índice de vulnerabilidade financeira à reversão de recursos). Ela faz um estudo para todos os países da América do Sul e indica que essa relação melhorou para o caso do Brasil ao longo dos anos 2000, o que pode ser constatado no Gráfico 2.34.

É possível observar a redução do indicador brasileiro ao longo do tempo e o fato de que ele converge para os níveis dos demais países da América do Sul, enquanto que no início dos anos 2000 os níveis desse indicador eram substancialmente maiores. Já no período mais recente os estoques de passivos cresceram, tanto vinculados aos Investimentos em Carteira, quanto aos Investimentos Diretos. Vimos que a participação dos primeiros sobre as Reservas decresceu, tendo em vista o crescimento mais rápido dos últimos.

**Gráfico 2.34 – Índice de Vulnerabilidade Financeira – Reversão (IVF-R) para países da América do Sul (dados trimestrais)**



Fonte: Almeida (2016), elaborado a partir de dados do IFS- FMI – dados trimestrais.

Isso mostra que, ao mesmo tempo em que aumentaram os passivos com “viés de curto prazo”, as reservas aumentaram proporcionalmente mais, melhorando o indicador.

Note-se, no entanto que, dois fatores devem ser considerados:

- 1- À medida em que os capitais “com viés de curto prazo” revertam mais profundamente e que as reservas caiam rapidamente a fragilidade se explicitará.

Essa questão é destacada por Almeida (2016), sendo que o estudo realizado também desenvolveu uma análise complementar – referente à verificação de quais são os fluxos que mais contribuem para a volatilidade da Conta Financeira. Aplicando metodologia desenvolvida por Neder e Corrêa (2012), mostra que os fluxos de Investimentos em Carteira são aqueles que mais contribuem para essa volatilidade nos diferentes períodos aqui considerados, o que vai ao

encontro da análise desenvolvida ao longo desse capítulo. Nesses termos, mesmo considerando que o IVF-R melhorou, a vulnerabilidade continua, se esses fluxos têm se mostrado muito voláteis, indicando um grande potencial de reversão. Quanto maior o volume desses fluxos com viés de curto prazo, maior o impacto que sua volatilidade poderá provocar sobre o câmbio e os juros, especialmente quando o balanço de Transações Correntes apresentar situação não virtuosa – como tem ocorrido no período pós 2009.

- 2- Parte dos fluxos de Investimentos Diretos também podem ter um “viés de curto prazo”, fato levantado ao longo do presente capítulo. Nesse caso, o indicador IVF-R não incorpora essa questão que é difícil de ser medida, mas se explicita, na medida em que se mostra que a dinâmica dos Investimentos Diretos é múltipla, e não necessariamente estável.

## **2.5 – Tendência e composição dos Investimentos Diretos no Brasil e no Mundo nos últimos anos**

A partir de 2015 vemos uma retomada dos ID no mundo, em níveis superiores aos demais anos, desde a crise do *subprime* (2008). No entanto, este volume apresentou-se aquém do encontrado em 2007, maior valor da série para esta variável. Dentre os principais responsáveis por esta expansão, os países avançados lideram tanto na saída de recursos quanto no recebimento, sendo que este último chegou a apresentar um aumento de 75%. Dentre os capitais entrantes, destaca-se aqueles destinados aos processos de fusão e aquisição (55% do ID global) (IEDI, 2016).

Em relação a saída de capitais, os EUA continuam como os maiores investidores mundiais, na frente de Japão (subiu de 4º para 2º) e China (3º). Já entre 20 maiores países, temos um domínio dos países europeus (IEDI, 2016).

“A fonte principal dos investimentos continuou sendo os países desenvolvidos, cujos fluxos de saída de IED aumentou 33% em relação a 2014, atingindo US\$ 1,1 trilhão em 2015. A União Europeia se tornou a principal região de origem (participação de 33% em 2015), posição que tinha perdido em 2012 por conta da crise.” (IEDI, 2016, p. 3).

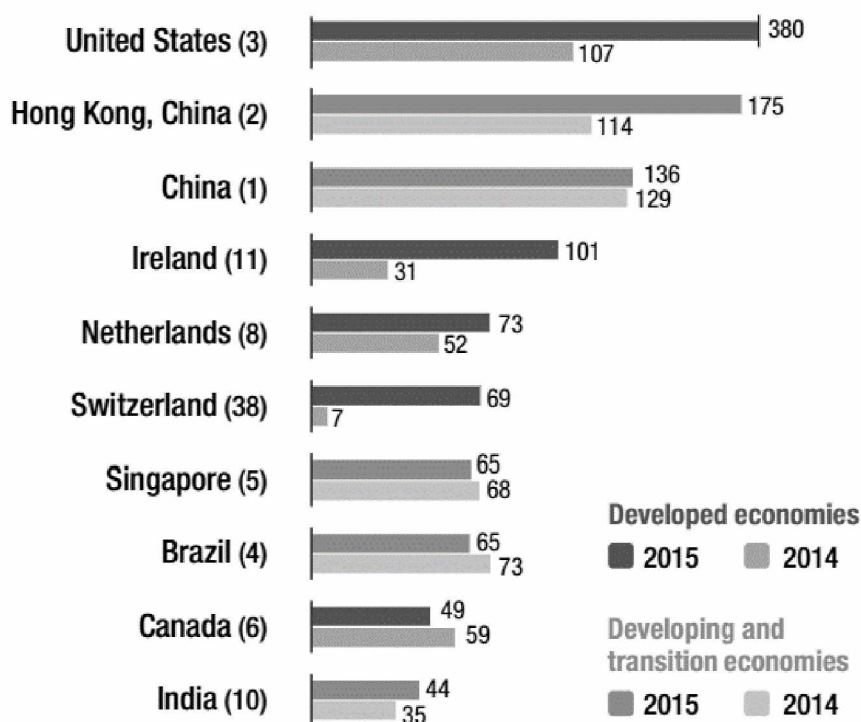
Para os países em desenvolvimento, tivemos um crescimento mais modesto do recebimento de capitais por esta via. Quanto a região, os países da Ásia, principalmente do Leste e Sudeste, são os maiores receptores, e apresentam número recorde em 2015 (US\$ 541 bilhões), ainda que a participação destes no total tenha caído. Os países da América Latina e da África apresentaram queda desses fluxos, em detrimento da baixa dinâmica econômica no período. A queda do preço da *commodities* não só foi responsável pela queda na participação,

mas também provocou redução dos montantes totais de recursos direcionados a estas regiões, uma vez que reduziu as perspectivas de ganhos dos capitais direcionados à indústria extrativa e setores primários. Devido a estes fatos a China passou a dominar o grupo dos países em desenvolvimento, recebendo mais da metade dos ID totais deste grupo (IEDI, 2016).

Com relação ao Brasil, vemos que este apresentou queda de 12% da entrada de ID em 2015, mais ainda assim continua entre os países que mais recebem ID, atrás apenas de China e Singapura, entre os em desenvolvimento. Com esta queda o passou da 4ª para 8ª posição no *ranking* dos países que mais receberam ID naquele ano (IEDI, 2016).

**Gráfico 2.35 – Ranking dos países – Entrada de Investimento Direto (US\$ bilhões)**

(x) = 2014 ranking



Fonte: UNCTAD (2016).

As previsões destes fluxos são de piora, em que a UNCTAD espera uma redução de 15% do ID mundial para 2016. O fato apresenta-se devido a maior fragilidade econômica e política, baixo dinamismo da demanda mundial e medidas impeditivas às inversões corporativas (IEDI, 2016).

Os investimentos novos (*greenfield*), dentre os fluxos de ID, corresponderam a apenas 44% dos fluxos totais entrantes. Dentre estes, a expansão dos capitais destinados à fusão e aquisição foram os principais. Este fato está relacionado a nova dinâmica das empresas

multinacionais, com alterações nas estruturas de propriedades e inversões corporativas<sup>43</sup> (IEDI, 2016).

Com relação ao estoque setorial de ID, para 2014 (ano mais recente), é visto que a maior parte deste foi destinado ao setor de serviços (64%), enquanto que a indústria de transformação e setor primário ficaram com 27% e 7%, respectivamente. Para os países da América Latina e Caribe, os IDs destinados a indústria de transformação foi de 31%, número superior à média global (IEDI, 2016).

Na análise dos fluxos financeiros entre o período de 1990 e 2014, Pereira (2015) demonstra a importância dos Investimentos Diretos na composição dos fluxos destinados aos países periféricos, sendo que o peso destes na Conta Financeira, em comparação com as demais rubricas, oscila e depende tanto da conjuntura externa como de fatores internos a cada país. No entanto, é visto que os condicionantes externos são mais efetivos na determinação desta dinâmica, em que grande parte dos fluxos apresenta um movimento semelhante no tempo, quando o destino são países de moeda fraca, tanto no movimento de entrada como no de saída, ainda que os movimentos de refluxo sejam mais homogêneos.

Dentre os surtos de recursos<sup>44</sup> citados pela autora, ou seja, períodos em que temos um homogêneo e vultoso movimento de capitais para os países periféricos, o surto de 2006Q4-2008Q3 foi puxado fundamentalmente pelos Investimentos Diretos. Por um lado, este movimento ocorre graças as melhores oportunidades de lucro e maiores taxas de crescimento nos países periféricos (fatores internos), mas por outro lado, este fato demonstra que os fluxos destinados aos países da periferia vão se movimentar de forma semelhante no tempo.

No trabalho de Labanca (2016), este constata que, especificamente a partir de 2010, quando a entrada de ID no Brasil dá um salto (aumento de 209% entre o primeiro trimestre de 2009 e primeiro trimestre de 2011, para dados acumulados em quatro trimestres), esta elevação ocorre com um descolamento das relações entre a tendência do PIB e IDP, e taxa de crescimento do IDP e da FBCF. Ou seja, vemos que a partir de 2010 o IDP cresce exponencialmente sem guardar relação com o aumento do PIB e da FBCF, justamente no momento em que as medidas macroprudenciais foram intensificadas.

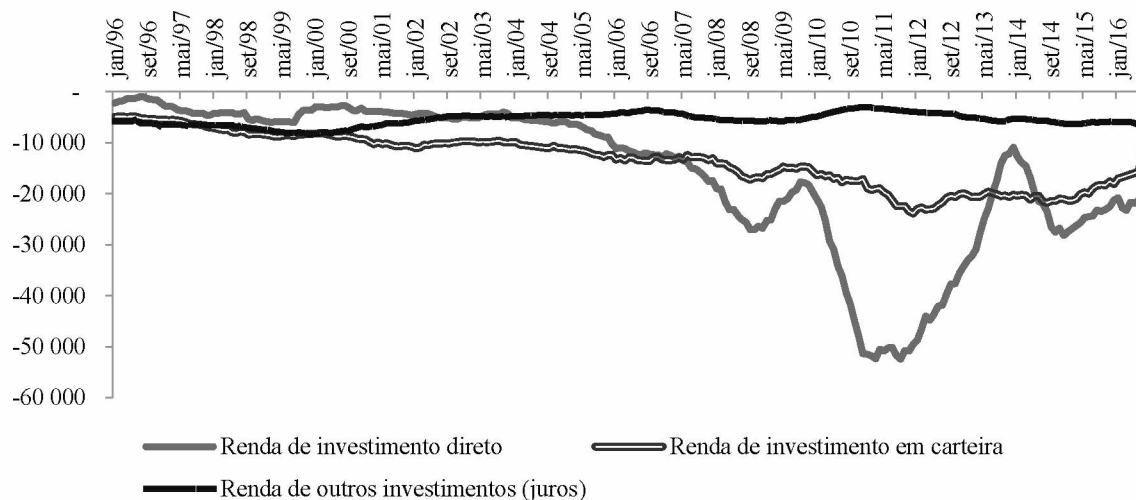
---

<sup>43</sup> “[...] busca por domicílios fiscais mais favoráveis para alocação da sede das empresas, torna-se cada vez mais comum, aproveitando-se da legislação (ainda) permissiva neste aspecto. Este fenômeno empresarial, denominado de Inversão Corporativa [...]” ([http://www.valoroffshore.com/index.php?option=com\\_content&view=article&id=32&catid=11&Itemid=115](http://www.valoroffshore.com/index.php?option=com_content&view=article&id=32&catid=11&Itemid=115))

<sup>44</sup> Os surtos de recursos ocorreram em três períodos entre 1990 e 2014, sejam eles: 1995Q4–1998Q2; 2006Q4–2008Q2; 2009Q3–2010Q2 (PEREIRA, 2015).

Por outro lado, temos que considerar também que a entrada de IDP necessariamente acarretará num envio futuro de lucros e dividendos, para os IDP Participação no Capital, e o envio de juros, para os IDP Operações Intercompanhia. Dentre o grande volume de recursos enviados para o exterior através da Conta de Rendas (Transações Correntes), o envio de lucros, dividendos e juros em contrapartida dos Investimentos Diretos entrantes, é a rubrica que tem maior peso. Além disso, temos também que, juntamente com os ICs, os IDs, estes são os principais responsáveis pelo aumento do passivo externos nos anos analisados por Pereira (2015).

**Gráfico 2.36 – Conta de Rendas Secundárias – Balanço de Pagamentos Brasileiro (US\$ milhões)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Bacen.

Dentre os países que mais direcionaram recursos ao Brasil através da conta IDP PC destacamos os EUA e os Países baixos (entre 2001 e 2015). Um fato curioso no estudo dos principais países que destinam capitais para o Brasil através do IDP PC é que em sua grande maioria, estes são grandes centros financeiros, que não necessariamente possuem economias desenvolvidas, diversificadas. Isto dificulta a análise, uma vez que os capitais entrantes podem não ser verdadeiramente daquele país. Na verdade, o complexo emaranhado de capitais centralizados, principalmente, nos investidores institucionais, e ampla rede de mobilidade destes, desconstrói qualquer tentativa de encontrar a “nacionalidade de algum capital”. No mais, a tabela a baixo nos mostra os principais países que destinaram recursos ao Brasil sobre a rubrica IDP PC de 2001 até 2015.

**Tabela 2.3 – Ingressos de Investimentos Diretos no País (Brasil) – Participação no Capital – por ano (distribuição por país - US\$ milhões)**

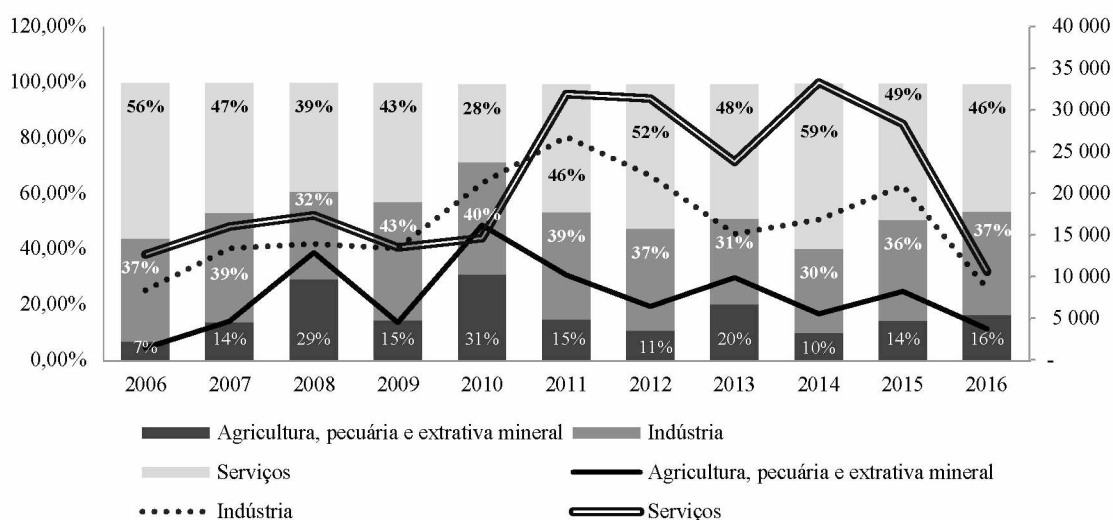
2001		2002		2003	
Estados Unidos	4464.932	Países Baixos	3372.108	Estados Unidos	2382.743
Espanha	2766.58	Estados Unidos	2614.475	Ilhas Cayman	1908.585
França	1912.823	França	1814.876	Países Baixos	1444.195
Países Baixos	1891.848	Ilhas Cayman	1554.549	Japão	1367.508
Ilhas Cayman	1755.071	Bermudas	1468.687	França	824.685
2004		2005		2006	
Países Baixos	7705.066	Estados Unidos	4643.883	Estados Unidos	4521.792
Estados Unidos	3977.413	Países Baixos	3207.917	Países Baixos	3505.919
Ilhas Cayman	1521.664	México	1661.167	Ilhas Cayman	1974.394
Espanha	1054.473	França	1458.353	Suíça	1659.024
Alemanha	794.946	Canadá	1435.31	Espanha	1563.693
2007		2008		2009	
Países Baixos	8128.78	Estados Unidos	7047.476	Países Baixos	6514.789
Estados Unidos	6072.92	Luxemburgo	5936.628	Estados Unidos	4901.989
Luxemburgo	2857.18	Países Baixos	4639.165	Espanha	3424.383
Espanha	2202.19	Japão	4098.801	Alemanha	2472.977
Alemanha	1801.14	Espanha	3850.773	França	2140.613
2010		2011		2012	
Luxemburgo	8819.017	Países Baixos	17582	Estados Unidos	12310.47
Países Baixos	6702.203	Estados Unidos	8909.323	Países Baixos	12212.94
Suíça	6444.938	Espanha	8593.283	Luxemburgo	5965.361
Estados Unidos	6144.085	Japão	7536.363	Suíça	4332.725
França	3479.168	França	3085.685	Espanha	2522.9
2013		2014		2015	
Países Baixos	10510.89	Países Baixos	8791.259	Países Baixos	11573.25
Estados Unidos	9024.11	Estados Unidos	8580.182	Estados Unidos	6646.668
Luxemburgo	5067.276	Luxemburgo	6659.464	Luxemburgo	6598.686
Chile	2962.906	Espanha	5961.769	Espanha	6569.659
Japão	2516.264	Japão	3779.513	Alemanha	3452.856

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Bacen.

Já na análise por setor, é visto que quase em todo o período analisado o ingresso de IDP PC se destina com maior intensidade ao setor de serviços (média de 46,72% no período), em que apenas em um ano (2010) ele é superado pela Indústria. Vemos também que estes dois setores disparam a partir de 2010, em comparação com “Agricultura, pecuária e extrativa mineral”. Além da maior parte dos fluxos entrantes por esta conta ser para fins de serviços, dentre os serviços que mais recebem capitais os “Serviços financeiros e de atividades auxiliares” são a segunda principal categoria recebedora destes fluxos (soma das entradas entre 2006-2016m07), ficando atrás apenas da categoria “Comércio”. Dessa forma, vemos que

apenas uma menor parte dos IDP PC são destinados à indústria, o que nos sinaliza para uma melhor averiguação das características desta rubrica.

**Gráfico 2.37 - Ingressos de Investimentos Diretos no País (Brasil) – Participação no Capital – por ano (distribuição por setor - US\$ milhões – barras com valores no eixo principal e linhas no eixo secundário)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Bacen.

Dois pontos importantes sobre o ID precisam ser destacados. Primeiro que o ID é uma importante rubrica quando se analisa a volatilidade da Conta Financeira brasileira, indicando que os fluxos entrantes por esta via podem ter características também especulativas, e não somente produtivas, haja vista que atividades produtivas apresentam maior tempo de maturação, e, portanto menor necessidade de movimentação de capitais no curto prazo. Segundo, que há uma necessidade da dissociação das subcontas do Investimento Direto para seu entendimento, uma vez que devido suas características e especificidades, impactam diferentemente na variância da Conta Financeira. Sendo que os IDP Participação no Capital são mais relevantes para a variância da CF enquanto que os IDP Operações Intercompanhia têm menor peso (PEREIRA, 2015).

Pereira (215) aponta também que o ID Participação no Capital deve ser qualificado com cuidado, uma vez que entradas vultosas com destino a um único empreendimento podem ocorrer num período, e não no próximo, incorrendo a uma falsa noção de volatilidade. Mesmo assim, é preciso chamar atenção ao fato de que parte destes fluxos pode ter características similares a dos IC, uma vez que a compra de mais de 10% das ações (com direito a voto) de uma companhia representa uma transação deste tipo. Assim, a noção é que parte destes fluxos, principalmente após 2009, visava uma compra temporária de ações, aproveitando da tendência

de valorização destas e da expectativa de valorização da moeda nacional, que proporcionaria maiores ganhos com o envio de dividendos e de possível venda destas futuramente.

Ainda que os ID tenham apresentado trajetória de elevação, principalmente a partir de 2010, atualmente a tendência destes é de decrescimento para os emergentes. Os grandes volumes de ID recebidos nos períodos passados por “este grupo”, no entanto, não foram necessariamente de grande proveito econômico, por dois motivos: pela sua composição, e pelo seu custo futuro. Em relação a composição dos Investimentos Diretos, é percebido que grande parte destes se destinam ao setor de serviços, tanto no Brasil quanto no mundo, em que em sua maior parte é para a aquisição e fusão de empresas, em função da nova estrutura produtiva e administrativa, e processo de concentração e centralização do capital, ou seja, em sua maioria não cria capacidade produtiva nova. Segundo, que IDs necessariamente requererão remessas monetárias futuras, pesando sobremaneira a Conta de Rendas Primárias (como já vem acontecendo). O fato é que os capitais só deixaram os países centrais, de moeda forte, para destinarem-se aos países emergentes caso haja um diferencial de ganho, seja na forma de lucros, juros ou dividendos. O que colabora para um peso extra nas remessas de recursos (déficits em TC), que requerem nova entrada de capitais para seu refinanciamento.

A caracterização dos IDs e o conhecimento da sua composição nos parece algo muito complexo. No entanto, é perceptível que parte deste não corresponde as características que normalmente atribuímos aos Investimento Direto, de investimento novo, produtivo, mas que sua dinâmica também está associada aos grandes movimentos de valorização dos capitais globais, e se movimentam, em parte, independentemente das condições internas apresentadas pelos países, sobretudo os periféricos.

### **Considerações para o próximo capítulo**

Ao longo do presente capítulo passamos pela análise da dinâmica dos fluxos conta financeira do Balanço de Pagamentos brasileiro, centrando-nos no estudo dos Investimentos em Carteira e dos Investimentos Diretos e seguindo a periodicidade determinada pela dinâmica da liquidez internacional.

No que se refere a esse estudo:

- a) Mostramos a dinâmica volátil e altamente dependente da liquidez internacional dos fluxos de Investimentos em Carteira e, detectamos a expansão de seus volumes após 2003, mais fortemente após 2006. Foi possível observar a variação desses ingressos determinada por fatores fora do alcance do país e mesmo quando

indicadores macroeconômicos domésticos apresentavam melhora. Pela análise se constata a dinâmica dos “ciclos reversos”.

- b) Mostramos que após 2009 são os fluxos de Investimentos em Carteira Passivos em TRF negociados no Mercado Doméstico que puxam os valores de Investimentos em Carteira, sendo que também os fluxos de Ações respondem positivamente, mas em patamares menores do que os dos anteriores. Destaca-se que esses fluxos foram afetados pelos controles de capitais pós 2010.
- c) Mostramos que os Investimentos Diretos crescem expressivamente, mas que sua dinâmica pós 2009 é distinta daquela observada nos períodos anteriores. A nossa hipótese é a de que nesses primeiros períodos a atração de Investimentos Diretos se dá por fatores ligados ao crescimento do país, e depois de 2009, fatores exógenos à essa questão foram mais incisivos na influência desses fluxos – especialmente os controles de capitais adotados nessa fase. Aí são incorporados uma maior parcela de fluxos com viés de curto prazo.

Na parte final do capítulo efetuamos estudo que envolve a análise dos estoques de ativos e passivos do Balanço de Pagamentos e avançamos para análise de indicadores de vulnerabilidade. Mostramos a melhora relativa de todos os indicadores a partir dos anos 2000, mas que foi possível também observar o forte crescimento dos passivos externos totais. Se é verdade que se pode constatar uma melhora dos indicadores (pela melhora da relação com as reservas, ou considerando a variação de preço para baixo das ações e Investimentos Diretos em momentos de instabilidade), com base no que estudamos na primeira parte da dissertação consideramos importante avançar na questão da análise da vulnerabilidade:

1. Incorporando a análise temporal da volatilidade dos fluxos;
2. Analisando a dinâmica dos Investimentos Diretos no País (Participação no Capital) e dos IC em Ações (Negociadas no País). O intuito é o de verificar se os primeiros são afetados pela dinâmica da liquidez internacional e se eles apresentam relação com os fluxos de Ações. Outro fator a ser observado é se há diferença de dinâmica do IDP PC entre os períodos 2000m01-2007m06 e 2007m07-2016m01.

### CAPÍTULO III

#### ANÁLISE EMPÍRICA DOS DETERMINANTES E DA VOLATILIDADE DOS INVESTIMENTOS DIRETOS NO PAÍS EM PARTICIPAÇÃO NO CAPITAL

##### Introdução

Com os movimentos de desregulamentação financeira, liberalização externa e expansão das inovações financeiras, principalmente a partir das décadas de 1980 e 1990, vimos que o volume dos capitais que circulam interpaíses aumentou sobremaneira e que essa dinâmica incorpora tanto os países periféricos quanto os avançados, mas que os primeiros fazem parte do processo de forma subordinada. Considerando o que foi desenvolvido nos capítulos anteriores da dissertação, o intuito desse capítulo é o de efetuar uma análise aplicada, que nos permita avançar na confirmação das hipóteses que estamos testando no presente trabalho e, que foram observadas no capítulo anterior pela análise da evolução das séries da Conta Financeira.

O objetivo desse terceiro capítulo é o apresentar dois estudos, que analisam a dinâmica da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos brasileiro entre 2000 e 2016.

**O primeiro**, visa-se estudar a volatilidade da conta de Investimentos em Carteira Passivos (ICP) e de suas principais subcontas, como também da conta de Investimentos Diretos no País – Participação no Capital (IDP PC) e Operações Intercompanhia (IDP OI). O intuito é o de observar a volatilidade das mesmas no tempo, para verificar se essa tem relação com os movimentos da liquidez internacional. A escolha de Investimentos em Carteira e de suas subcontas se explica pelo fato de que a mesma tem um alto peso na composição da Conta Financeira. Queremos explicitar o fato de que, mesmo nas fases em que os indicadores macroeconômicos domésticos apresentaram bons resultados, essa conta e suas subcontas continuaram apresentando alta volatilidade, impactadas por fatores conjunturais, fora do alcance do país. De outra parte, o estudo da volatilidade dos Investimentos Diretos pretende observar se a dinâmica da volatilidade desses fluxos difere da observada para os Investimentos em Carteira. Assim, o estudo envolve a análise da especificidade do Investimento Direto no País Participação no Capital, a fim de demonstrar que este também tem forte ligação com a dinâmica da liquidez dos mercados financeiros mundiais e que pode apresentar alta volatilidade, por conterem grande volume de compra de ações. Para o estudo da volatilidade utilizaremos a metodologia ARCH/GARCH (Processo Autoregressivo com Heterocedasticidade Condicional, e sua generalização).

**O segundo estudo** pretende aprofundar a análise da dinâmica dos Investimentos Diretos no País – Participação no Capital, na medida em que queremos avançar na verificação da hipótese de que parte importante desses fluxos tem um comportamento semelhante aos dos ICP em Ações, especialmente a partir de 2009. A partir daí, aplicaremos modelos de Vetores Autorregressivos e de Correção de Erros (VAR e VEC), com o intuito de analisar as relações entre os IDP Participação no Capital, variáveis conjunturais externas selecionadas, variáveis financeiras internas selecionadas e os fluxos de ICP em Ações (negociadas no país).

A hipótese que pretendemos confirmar com os dois estudos é a de que, não apenas os Investimentos em Carteira Passivos apresentam caráter especulativo, mas que os Investimentos Diretos no País também podem ter esta característica dominante, em determinadas periodicidades.

A hipótese se constrói sobre a constatação de que a entrada de capitais pela compra de mais de 10% do capital social de uma empresa em ações com direito a voto é caracterizada como Investimento Direto no País (rubrica Participação no Capital). Ou seja; a entrada desses capitais pode ser configurada como mera troca de propriedade, e essas aplicações podem ser facilmente liquidadas pela venda das ações em mercado secundário. Isso nos leva a duas problemáticas principais que foram levantadas nos capítulos anteriores e que queremos confirmar com os dois estudos aplicados:

a) A conta Investimento Direto apresenta múltiplas dinâmicas, uma vez que incorpora a compra de ações particionadas (acima de 10%), sem que signifiquem controle da empresa ou que garantam uma posse mais estável dessa propriedade. Nesses termos, nossa hipótese é a de que entre 2000 e 2008 a dinâmica dos Investimentos Diretos Participação do Capital é dominada pela lógica da compra de ações, mas buscando-se essencialmente a rentabilidade da empresa em questão e o potencial de crescimento da firma, tendo em vista a trajetória favorável da economia brasileira e da dinâmica mundial. Nesse período os investidores internacionais estariam considerando as aplicações em Investimentos Diretos no País como sendo seguras e estáveis. Provavelmente devam apresentar uma dinâmica em que nos momentos de instabilidade, esses capitais permanecem e tendem a aumentar de volume. De outra parte, no período pós 2008, queremos testar a hipótese de que os Investimentos Diretos mudaram sua dinâmica, sendo que o aumento de seu volume é definido por outros elementos. Para nós, pelos controles de capitais impostos entre 2010 e 2013, o crescimento do volume dessa rubrica tem a ver, em parte, com a tentativa de burlar estes.

b) caso a entrada de capitais desse tipo se intensifique, a volatilidade e instabilidade desta rubrica podem se elevar, sendo que a dinâmica dos Investimentos Diretos pode se

aproximar daquela observada para os Investimentos em Carteira Passivos em Ações Negociadas no País.

Na medida em que consigamos confirmar essas duas questões, fica explicitado que a análise da vulnerabilidade financeira de países periféricos é mais complexa do que usualmente analisado.

Devemos destacar que o presente trabalho se apresenta como um avanço de diferentes estudos efetuados no âmbito do Núcleo de Desenvolvimento Econômico (NUDES) da UFU e coordenados pela Professora Vanessa Petrelli Corrêa. Essas hipóteses foram efetuadas e diferentes estudos se materializaram. Destacamos: Corrêa (2004), Corrêa (2006), Munhoz e Corrêa (2009), Munhoz (2006), Kobayashi (2008); Biagi, Corrêa e Neder (2008); Corrêa *et al* (2012), Pereira (2015). Quanto à questão mais específica dos Investimentos Diretos, citamos o trabalho de Corrêa et al (2012) e também Pereira (2015). Por fim, com relação à discussão da vulnerabilidade financeira, considerando a linha de argumento que aqui defendemos citamos Corrêa, Mollo e Biagi (2008).

A contribuição do trabalho envolve a análise da volatilidade dos fluxos financeiros, mas pretende analisar com mais detalhe o perfil dos Investimentos Diretos. Vai ao encontro das questões já levantadas pelos referidos autores, de que devemos melhor qualificar aquilo que entendemos ser os Investimentos Diretos, ou seja, a concepção é a de que aquele investimento tipicamente *greenfield*, produtivo e teoricamente estável, pode divergir da dinâmica da conta IDP Participação no Capital. A pretensão do trabalho não é a de afirmar que todo Investimento Direto tem caráter especulativo. A indicação é a de que, a depender da conjuntura, essa rubrica pode estar fortemente dominada por capitais que tenham um viés de curto prazo. É claro que a organização da sociedade por ações, por si só já nos traz a questão de que o controle de uma empresa pela via da posse de um conjunto de ações que dá um poder de decisão não envolve a posse de 51% das ações. No entanto, o artifício contábil de contabilizar a posse acima de 10% de ações ordinárias como Investimento Direto, permite que essa rubrica (em especial a de Investimentos Diretos Participação do Capital) se confunda, em parte, com a rubrica de Investimentos em Carteira em Ações Negociadas no País.

Uma das possibilidades que esse tipo de regulação permite é a de que parte da rubrica de Investimentos Diretos possa ser dominada, por exemplo, por aplicadores que estão fugindo de regulações impostas aos Investimentos em Carteira – considerados mais estáveis.

A partir daí o capítulo está estruturado segundo a ordem indicada a seguir. Além da presente introdução, que frisa as hipóteses e objetivo do trabalho, o próximo passo envolve uma breve revisão dos estudos anteriores citados acima e também mais alguns relacionados à

temática. Na terceira parte, são apresentadas brevemente as metodologias econométricas utilizadas no trabalho. Iniciamos por aquela vinculada ao primeiro estudo: metodologia ARCH/GRACH e seguimos pela vinculada ao segundo estudo: modelos VAR/VEC. Na quarta parte são apresentados o primeiro estudo e seus resultados e o segundo estudo e seus resultados. Encerramos apresentando as considerações finais do capítulo.

### **3.1 – Revisão da literatura empírica**

O objetivo aqui é realizar um levantamento resumo dos trabalhos referentes a esta temática e na mesma linha de raciocínio desta dissertação, a fim de demonstrar os avanços alcançados com relação a problemática dos fluxos de capitais e buscar apoio teórico para as análises dos modelos, para por fim, evidenciar onde o trabalho pretende avançar.

Partimos do trabalho realizado por Corrêa (2006), em que a autora destaca a especificidade dos fluxos que apresentam o que chamou de “viés de curto prazo”: Investimentos em Carteira, Outros Investimentos – moedas e depósitos, empréstimos a fornecedores, derivativos. Analisando a dinâmica de economias periféricas destacou o papel subordinado e reflexo da dinâmica desses fluxos. Analisando a dinâmica da Conta Financeira brasileira após o processo de abertura comercial e financeira dos anos 1990, analisou a dinâmica dos fluxos de Investimentos em Carteira, traçando um paralelo entre sua dinâmica e as variações do Risco País brasileiro e dos países periféricos em geral no interregno entre os anos 1990 e até 2005. Uma das novidades do trabalho é a de “abrir cada um dos fluxos da Conta Financeira”, analisando os subfluxos, que apresentam especificidades distintas. É aí que se indica a questão de que a volatilidade dos fluxos deve ser vista como um fator de instabilidade, que é tanto maior, quanto menor forem as Reservas do País. Para a autora, quanto maior for o peso dos capitais voláteis na conta financeira, maior o potencial de reversão desses fluxos e isso pode indicar a situação de uma vulnerabilidade financeira para o país. Ademais dessa questão, outra indicação do estudo foi a de que a análise dos subfluxos é importante para se analisar e discutir controle de capitais.

Os estudos realizados por Munhoz e Corrêa (2009) e Munhoz (2010) propõem um estudo empírico para tratar dessa questão. Estudam a volatilidade das subcontas componentes da Conta Financeira, através da metodologia ARCH/GARCH<sup>45</sup>. A sequência dos estudos mostra o peso que a volatilidade de cada fluxo representa para a volatilidade total da Conta Financeira. Os resultados demonstram que os fluxos que possuíam maior volatilidade foram justamente aqueles com que, por princípio, têm um maior potencial de reversão diante da

---

<sup>45</sup> Processos autorregressivos com heterocedasticidade condicional e sua generalização.

alteração das expectativas de mercado: os fluxos de Investimento em Carteira de Estrangeiros (próximos ao que são os ICP) e os Outros Investimentos Estrangeiros em Moedas e Depósitos.

Os estudos demonstrados destacam que essa dinâmica se efetivou após o processo de abertura financeira dos anos 1990, sendo que traçou relação entre a dinâmica financeira internacional, a dinâmica dos juros domésticos e a volatilidade dos fluxos. Essa parte do estudo não foi efetivada através de metodologia econométrica naquele estudo.

O fato dos investimentos estrangeiros entrarem massivamente nos momentos de boom e sair rapidamente a qualquer sinal de mudança da conjuntura, seja ela interna ou externa, tornou os movimentos especulativos mais intensos, e conseqüentemente, elevou a volatilidade destes fluxos. O resultado corrobora com a hipótese de Corrêa (2006) de que o aumento do volume e do peso dos fluxos de capitais de curto-prazo na conta financeira, tende a provocar uma contínua volatilidade nessa última, tendo em vista o fato de que esses fluxos são direcionados em grande parte pelas mudanças conjunturais.

Uma das conclusões é a de que não são os fundamentos econômicos que determinam prioritariamente a dinâmica dos fluxos de capitais no país e sim elementos ligados à fatores conjunturais: especialmente da política monetária norte americana e da trajetória de sua taxa de juros básica.

Não se considera que as condições internas não sejam relevantes na atração de capitais, mas se destaca o fato de que mesmo se o país apresente bons indicadores, como aqueles perseguidos pela visão convencional, os capitais se afugentarão a qualquer percepção de mudança no cenário externo. Assim, os fundamentos macroeconômicos serão relevantes sim para definir o destino desses capitais, mas apenas nos momentos em que a liquidez internacional esteja favorável à saída de capitais dos países centrais, que têm moeda forte. Ainda que estes fundamentos permaneçam consistentes<sup>46</sup>, nada impedirá a reversão dos capitais nos momentos de mudança do “humor” do mercado.

Em trabalho posterior, Corrêa, Mollo e Biage (2008), por sua vez, desenvolvem estudo explicitando o conceito de vulnerabilidade financeira vinculada a um país periférico e aí questionam o perfil dos Investimentos Diretos, alertando que eles podem esconder um “viés de curto prazo”.

A partir daí, citamos trabalhos que avançam nessa hipótese: Ipea (2011a, 2011c e 2011e) consideram as hipóteses acima, e a discussão de diferencial do juros, além de

---

<sup>46</sup> Aos fundamentos macroeconômicos consistentes, me refiro a determinação de certo nível de endividamento do setor público; taxa de juros; taxa de câmbio; dentro outras variáveis e indicadores; que são consistentes com a existência, a curto ou a longo prazo, de uma posição de equilíbrio.

desenvolverem trabalho sobre a volatilidade dos fluxos seguindo as indicações propostas por Munhoz e Corrêa (2009). No Conjuntura em Foco Ipea (2011a) a constatação inicial vai também ao encontro da hipótese levantada pelo trabalho, em que este analisa os IDP em comparação com os ICP e, constata um aumento da média-móvel e do desvio padrão do primeiro a patamares similares ao encontrado nos IC, que constitui fluxos primordialmente de curto prazo e de caráter especulativo. A partir daí, destacam que:

Embora as boas perspectivas de crescimento da economia brasileira relativamente às das economias avançadas – ainda em recuperação da crise financeira de 2008 – estimulem a entrada de IED<sup>47</sup> no país, isso não parece esgotar a explicação para o acentuado influxo desses recursos verificado nos últimos meses. O elevado diferencial entre juros internos e externos e a consequente valorização da moeda doméstica – apesar das medidas tributárias adotadas para restringir a entrada de investimentos em carteira – constituem indício de entrada de capitais especulativos sob a rubrica IED (IPEA, 2011b).

O estudo relaciona a evolução dos fluxos em Investimentos em Carteira, Investimentos Diretos e os controles de capitais, através da observação dos fluxos e, sem utilizar qualquer metodologia econométrica. O estudo apontou a existência de indícios fortes de que parte dos IDP tem caráter puramente especulativo, sendo que isso teria se intensificado, fundamentalmente, num momento que houve restrições impostas a entrada de capitais por outras contas, ou seja, com o intuito de driblar as regulações impostas sobre outras rubricas da Conta Financeira.

Assim, a elevação do IOF sobre entrada e saída de capitais em outras contas da Conta Financeira, naquele momento (2010), com a intenção de reduzir o fluxo de capitais especulativos, fez com que estes encontrassem na conta IDP uma oportunidade de movimentação sem os custos que envolveriam a movimentação de capitais naquelas outras contas. A ocorrência deste fato de maneira alguma aponta que o fluxo de IDP seja totalmente especulativo, mas que estes dois movimentos, fluxos com destino a investimentos novos, fusão ou aquisição de empresas, possam ocorrer simultaneamente a entrada de capitais puramente especulativos.

O boletim Ipea (2011c) aponta também, que parte da fragilidade do Balanço de Pagamentos advém de motivos internos ao nosso país, uma vez que empresas brasileiras estão internalizando capitais, com manobras de tesouraria, a fim de obter ganhos de curto prazo com títulos de renda fixa ou de operações cambiais. As consequências negativas da movimentação de grandes volumes de capitais especulativos também são apontadas nesse estudo,

---

<sup>47</sup> Na nova metodologia BPM6 os fluxos antes chamados de IED ou IDE agora são os Investimentos Diretos no País (IDP). Para melhor especificação consulte o apêndice dessa dissertação.

principalmente relacionada aos impactos no câmbio. A entrada excessiva de capitais causa pressões para a valorização da moeda nacional, o que leva a perda de competitividade das empresas/produtos nacionais, além de elevar os passivos das empresas endividadas em dólares. O estudo termina frisando a importância da vigilância contínua sobre os fluxos de capitais, a fim de controlá-los e utilizá-los em prol do interesse nacional.

Da mesma forma, na Carta Conjuntura Ipea (2011e), eles observam o aumento da volatilidade e maior ingresso do IDP bruto, a partir de dezembro de 2010, através de modelo GARCH, seguindo a metodologia proposta por Munhoz e Corrêa (2009). O trabalho daqueles evidenciam que a alta volatilidade é característica de fluxos de curto prazo, com caráter especulativo, o que desconstrói o sentido comum atribuído aos Investimentos Diretos Externos (próximo ao que são os IDP).

Corrêa *et al* (2012) detalham mais esse estudo, analisando também a relação entre a volatilidade dos fluxos de Investimentos em Carteira e de Investimentos Diretos com a existência do que chamaram de “quase renda” e que foi definida no primeiro capítulo do presente trabalho. Mostram que a volatilidade dos Investimentos em Carteira é contínua e que o crescimento do ingresso de capitais pela modalidade de Investimentos em Carteira está relacionada ao crescimento da “Quase Renda” após 2006, fato comentado em nosso capítulo anterior. Nesses termos, a hipótese é a de que estaria havendo uma “arbitragem regulatória” e de que parte dos IDPs é constituído sim de fluxos especulativos, em que a entrada destes por esta via ocorreu não somente num momento em que houve aumento da regulamentação dos capitais sobre outras contas<sup>48</sup>, mas também num momento em que a taxa de juros dos títulos internos estava oferecendo um rendimento extra aqueles ofertados no exterior. Ou seja, houve, a partir de 2010, principalmente, entrada de capitais pela rubrica IDP a fim de realizar operações de arbitragem em função do elevado diferencial entre as taxas doméstica e internacional de juros. Neste trabalho os autores, também através de modelagem ARCH/GARCH, constataam um aumento da volatilidade dos fluxos de IDP próximo daquela encontrada nos ICP.

Na análise da volatilidade da Conta Financeira brasileira feita por Carvalho (2014), este indica que ainda que o nível de volatilidade do IDP seja menor do que o em IC, ela cresceu bastante, principalmente, a partir de 2007, apresentando movimentos mais intensos de volatilidade no período da crise do Euro. Seus resultados também vão ao encontro dos encontrados por Munhoz e Corrêa (2009), de que a volatilidade está intrinsicamente ligada aos fluxos com caráter especulativo e de curto prazo.

---

<sup>48</sup> Para melhor entendimento dos controles impostos sobre os capitais no Brasil a partir de 2000, veja Corrêa et al (2012).

O trabalho de Pereira (2015), avança um pouco mais e analisa os fluxos que mais contribuem para o aumento da vulnerabilidade da Conta Financeira brasileira, apreendendo os seus fluxos com viés mais curto-prazista, através de análise criteriosa. Observa que não só os Investimentos em Carteira de Estrangeiros (Passivo - e suas subcontas) são importantes no entendimento da volatilidade da Conta Financeira, mas que os Investimentos Diretos no País (essencialmente de estrangeiros), e em particular, os em Participação no Capital, também são fluxos voláteis e são importantes para compreender a volatilidade da Conta Financeira. A partir daí, utiliza a modelagem econométrica (VEC) relacionando os subfluxos de Investimentos em Carteira de Estrangeiros a variáveis conjunturais externas e a variáveis macroeconômicas internas. Posteriormente faz o mesmo estudo para os Investimentos Diretos Participação no Capital. A conclusão é a de que os fluxos são mais influenciados pelas variáveis conjunturais externas – especialmente pelo índice VIX.

O estudo de Labanca (2016), através de modelos VAR e GMM, encontra forte correlação entre os IDP e as variáveis financeiras (taxa de juros norte americana, índice Bovespa, taxa de juros interna), principalmente para os indicadores de risco-país. Além disso, indica que parte destes fluxos (em IDP) podem ter auferido, entre 2001 e 2015, elevados ganhos de arbitragem, seguindo também, a metodologia de Munhoz e Corrêa (2009) e de Corrêa *et al* (2012).

A perspectiva do trabalho, segue então a discussão acima, considerando que a dinâmica dos fluxos de capitais, com viés de curto prazo, é fortemente influenciada por alterações na dinâmica da liquidez mundial, que envolvem a questão da incerteza, da hierarquia das moedas, da confiança dos agentes e dos potenciais de rentabilidade. Mesmo em momentos que o país apresentar bons fundamentos econômicos, isto não assegurará que os capitais aqui “instalados” permaneçam caso haja uma mudança no cenário externo, no sentido das expectativas. O avanço de nosso estudo em comparação aos demais, envolve o fato de que consideraremos as subcontas de IDP e de ICP. Essa questão é importante pois investigaremos as volatilidades dos Investimentos em Carteira Passivos em Títulos de Renda Fixa em separado das aplicações em Ações. Também analisaremos a especificidade da volatilidade de Investimentos Diretos Participação no Capital em separado das Operações Intercompanhias.

**Segundo**, o nosso trabalho pretende avançar nessa temática ainda pouco abordada, que é a dinâmica particular dos Investimentos Diretos no País em Participação no Capital (IDP PC), avançando especialmente no trabalho apresentado por Pereira (2015). A hipótese é a de que a subconta da conta Investimento Direto no País, a em Participação no Capital apresenta dinâmica próxima daquela encontrada na conta Investimento em Carteira Passivo em Ações. Essa questão

foi abordada por Pereira (2015), mas avançaremos no estudo, apresentando a relação por subperíodos, o que não havia sido feito anteriormente. A nossa hipótese é a de que a dinâmica dos IDP PC difere, se considerarmos os períodos (2000-2008) e (2009-2015), o que foi levantado no Capítulo II e testaremos agora. Outro avanço no estudo é o de que efetuaremos os modelos VAR e VEC levando em conta variáveis adicionais, que não foram consideradas no estudo citado.

Com isto, as variáveis e os modelos econométrico selecionados, demonstrados nas seções seguintes, vão ao encontro da teoria e dos trabalhos estudados, a fim de verificar a plausibilidade das hipóteses levantadas.

### **3.2 – Aspectos metodológicos dos modelos VAR/VEC e ARCH/GARCH**

A seguir, apresentaremos, de forma breve, as metodologias que serão desenvolvidas nos dois grupos de estudos que faremos. Indicaremos os passos seguidos pelos modelos ARCH/GARCH (primeiro estudo) e pelos modelos VAR/VEC (segundo estudo). Depois dessas explicações, no item 3.3 apresentaremos nosso trabalho aplicado, detalhando a construção dos modelos e seus resultados

#### **3.2.1 – Modelos ARCH/GARCH**

A metodologia econométrica utilizada para estudar a volatilidade das séries que consideraremos no trabalho refere-se aos modelos ARCH/GARCH<sup>49</sup> (processo autoregressivo com heterocedasticidade condicional e sua generalização).

O estudo para observar a citada volatilidade pode ser realizado através da análise da variância das séries ou do Coeficiente de Variação, uma vez que estes medem a volatilidade estocástica de séries temporais. No entanto, eles são incapazes de aferir a volatilidade localizada nas séries temporais, em determinados períodos de suas trajetórias.

A volatilidade deste tipo é conhecida pela variância condicional<sup>50</sup>, passível de ser modelada por modelos ARCH/GARCH, que possibilita destacar os períodos específicos que ela ocorre (volatilidade).

O modelo ARCH foi introduzido inicialmente por Engle (1982), e sua extensão (generalização) por Bollerslev (1986). Estes modelos tratam-se de uma formulação não linear das equações da variância, uma vez que esta é uma função não linear de valores passados da

---

<sup>49</sup> Há outras variações desses modelos, mas para os propósitos desse trabalho, em que não é necessária uma modelagem exata da volatilidade, a utilização daqueles modelos já é suficiente. No entanto, reconhecemos demais extensões destes modelos, como: IGARCH, EGARCH, TARCH, APARCH e GJR, demonstrados em Bottecchia Filho (2011).

<sup>50</sup> A Heterocedasticidade ocorre quando a variância muda ao longo do tempo, quando ela é não constante.

série. Eles são indicados para demonstrar as alterações da variância de séries temporais que indiquem períodos de elevada volatilidade, alternados com momentos de relativa tranquilidade. Este comportamento é característica comum das séries da Conta Financeira analisada.

Duas características comuns em séries financeiras são a alta volatilidade e forte exposição à choques externos, ou seja, são séries que possuem alta correlações com os termos de erros passados e variância não constante (GUJARATI, 2011). Para modelar séries com processos autorregressivos (quando valores passados da série afeta o presente) e de médias móveis (erros passados impactam no presente), modelos ARMA<sup>51</sup>  $(p,q)$  podem ser utilizados. A construção de modelos ARMA para eliminar a correlação serial da série, se ela existir, é o primeiro passo para a construção de modelos ARCH (MORETTIN, 2008).

$$X_t = \theta_0 + \phi_1 X_{t-1} + \dots + \phi_p X_{t-p} + \varepsilon_t - \theta_1 \varepsilon_{t-1} - \dots - \theta_q \varepsilon_{t-q} \quad (3.1)$$

Em que  $X_t$  é a variável estudada,  $\theta_t$  e  $\phi_q$  parâmetros reais e  $\varepsilon_t \sim \text{RB}(0, \sigma^2)$ . A escolha dos lags  $(p,q)$  para construção de modelos ARMA pode ser facilitada pela observação das  $\text{fac}$  (função de autocorrelação) e  $\text{facp}$  (função de autocorrelação parcial). Mas a observação destas não é suficiente, uma vez que mais de um modelo pode ser considerado adequado. Assim, a escolha do melhor modelo para a série analisada pode ser decidido através de algum critério (MORETTIN, 2008). No trabalho, utilizaremos os critérios de informação seguintes: critério de informação Bayesiano proposto por Schwarz (BIC), Hannan-Quinn (HQC) e Akaike (AIK), em que os modelos que apresentarem menores valores para estes critérios serão os escolhidos.

Outra característica de séries financeiras é o fato destas possuírem variância condicional não constante. Há vários modelos não-lineares disponíveis na literatura, mas para este trabalho, em que o intuito é modelar a volatilidade das séries interessadas, concentraremos nos modelos ARCH/GARCH.

A ideia básica dos modelos ARCH (modelos auto-regressivos com heteroscedasticidade condicional), introduzidos por Engle (1982), é de que a volatilidade (variância condicional) das séries depende de valores passados através de uma função quadrática, em que modelos ARCH aceitam que os erros não sejam correlacionados, mas, no entanto, são dependentes (MORETTIN, 2008).

$$x_t = \sqrt{h_t} \varepsilon_t \quad (3.2)$$

---

<sup>51</sup> Para construção de modelos ARMA ao invés de ARIMA, a variável de interesse tem que ser estacionária, ou seja, não possuir raiz unitária.

$$h_t = \gamma_0 + \gamma_1 x_{t-1}^2 + \dots + \gamma_\rho x_{t-\rho}^2 \quad (3.3)$$

Em que  $x_t$  são os valores da série,  $\varepsilon_t \sim N(0,1)$ ,  $\varepsilon_t \sim t$  ou uma melhor distribuição que descreva as caudas de séries financeiras<sup>52</sup>,  $h_t$  a variância condicional, e  $\gamma_0 > 0$ ,  $\gamma_\rho \geq 0$ ,  $\rho > 1$ , são os parâmetros a serem estimados. Em que o modelo é condicionalmente homocedástico se,  $\gamma_\rho = 0$ ,  $\rho > 1$  (MORETTIN, 2008).

Um ponto negativo para este modelo é que tratamos as variações negativas e positivas da mesma forma, uma vez que a formula da volatilidade é quadrática. Diferente disso, na prática vemos que a volatilidade reage diferente dependendo do impulso. Da mesma forma, por termos parâmetros ao quadrado, algumas estimativas podem apresentar valores superestimados (MORETTIN, 2008).

Uma generalização do modelo ARCH são os modelos GARCH<sup>53</sup>. A diferença principal entre estes é que nos processos ARCH, a variância do termo de erro depende dos termos de erro defasados ao quadrado, enquanto que para os processos GARCH  $(\rho, m)$ , a variância dos termos de erro dependerá também dela defasada, ou seja, a variância do termo de erro depende dos termos de erro defasados ao quadrado (em  $\rho$  lags) e da própria variância dos termos de erro defasada (em  $m$  lags) (GUJARATI, 2011). A variância condicional para este modelo é a seguinte:

$$x_t = \sqrt{h_t} \varepsilon_t \quad (3.4)$$

$$h_t = \gamma_0 + \gamma_1 x_{t-1}^2 + \dots + \gamma_\rho x_{t-\rho}^2 + \alpha_1 h_{t-1}^2 + \dots + \alpha_m h_{t-m}^2 \quad (3.5)$$

Na prática, podemos ter modelos GARCH (1,1), em que  $\gamma_1 + \alpha_1$  são próximos de um. Normalmente a Conta Financeira brasileira apresenta característica do tipo GARCH, por não apresentarem autocorrelação em nível, variância não constante, e excesso de curtose (MUNHOZ, 2010).

Os passos seguidos para a construção dos modelos ARCH-GARCH são os seguintes:

1º - As variáveis escolhidas para análise devem ser estacionárias, ou seja, não apresentarem raiz unitária. Para isto são aplicados os testes de raiz unitária ADF, PP e KPSS.

2º - Deve-se qualificar se as variáveis escolhidas possuem um processo auto-regressivo aliado, ou não, a um processo de média-móvel (ARMA) e verificar, quando houver, o número de defasagens desses processos. A escolha do número de lags pode ser facilitada observando a

<sup>52</sup> Para este trabalho, rodaremos modelos com distribuição Gaussiana.

<sup>53</sup> Os modelos GARCH foram inicialmente sugeridos por Bollerslev (1986, 1987 e 1988).

fac e a facp. A escolha dos melhores modelos AR, MA ou ARMA será feita por meio dos critérios de Akaik, Schwarz e Hannan-Quinn. Verificar também se a série original apresenta heterocedasticidade condicional. O que é feito através do teste ARCH de Engle<sup>54</sup>. Se a estatística F for significativa, sugere a presença de ARCH (BROOKS, 2002).

3º - Assim, estima-se os modelos ARCH, GARCH, de acordo com o melhor modelo AR, MA ou ARMA encontrado, utilizando modelos de baixa ordem (0,1 e 1,0 a 2,2) para os termos de erro defasados ao quadrado ( $\rho$ ) e variância dos termos de erro defasada ( $m$ ), como recomendado por Morettin (2008), analisando a significância de cada variável e os critérios de Akaik, Schwarz e Hannan-Quinn para a escolha do melhor modelo. Os modelos são estimados por máxima verossimilhança e distribuição Gaussiana dos erros.

4º - Após cada estimação é observado os correlogramas dos resíduos e dos resíduos ao quadrado, a distribuição dos erros e feito o teste ARCH, para confirmarmos a não mais ocorrência de autocorrelação e heterocedasticidade condicional (MORETTIN, 2008).

5º - Por último, geramos a variância condicional (volatilidade) das séries.

Dessa forma, os modelos ARCH/GARCH são uma forma de modelar a variância de uma série que possui alta volatilidade, em que nos momentos que seu valor for alto, isto indica grandes mudanças na variação da série analisada, e pequeno quando houver variações menos significativas (GUJARATI, 2011).

### 3.2.3 – Modelos VAR/VEC

Os modelos VAR (Vetores Autorregressivos) e sua extensão, Vetorial de Correção de Erros (VEC), possuem especificações bastante semelhantes. Estes modelos são muito utilizados na análise multivariada de séries temporais, devido a sua grande flexibilidade e facilidade de manipulação, além de se mostrarem bastantes eficientes para demonstrar o comportamento dinâmico de séries econômicas e financeiras. Nestes, pela sua forma dinâmica, as variáveis são consideradas de forma endógena, em que todas as variáveis são afetadas uma pelas outras e, dependendo do nível de defasagem apontado pelos testes, estas também vão depender de seus valores defasados. Como estas variáveis normalmente são correlacionadas diretamente com o erro, as estimações não podem ser feitas de forma direta e os modelos VAR/VEC resolvem este problema (BUENO, 2011).

---

<sup>54</sup> A heterocedasticidade condicional de uma série pode ser verificada pelo teste ARCH, através da estatística-F e das probabilidades destas, em que quanto maior as estatísticas e menor o p-valor destas (menor que 10% para esta significância), maior será a chance da série apresentar heterocedasticidade condicional. No entanto, ela também pode ser verificada pela análise gráfica dos resíduos, conforme feito em Munhoz (2010) e Labanca (2016).

A diferença primordial entre os modelos VEC e VAR está na capacidade de trabalhar com variáveis que não são estacionárias em nível, ou seja, que apresentam raiz unitária. Assim, o modelo VEC pode ser escolhido ao invés do modelo VAR por conseguir trabalhar com variáveis, sem a necessidade de transforma-las em primeira diferença, ou seja, conseguimos trabalhar com as variáveis sem perder as ligações de longo prazo entre estas. Quando precisamos transformar uma variável na sua primeira diferença para torná-la estacionária, algumas das suas propriedades são perdidas, como o caso da perda da sua constante.

A propriedade dos modelos VEC trabalharem com séries não estacionárias está na sua capacidade de encontrar combinações lineares entre as variáveis integradas que sejam estacionárias, ou seja, cointegração<sup>55</sup> entre as séries (BUENO, 2011). Além disso, a equação de cointegração nos fornece as relações de longo prazo das variáveis.

Os modelos VEC são modelos VAR mais completos por apresentarem significado econômico, uma vez que as variáveis, por terem uma dinâmica comum, apresentam componentes de curto e longo prazo (BUENO, 2011).

A relação de longo prazo encontrada em modelos VEC está ligada a uma tendência estocástica, por não serem todas as séries estacionária. Assim, o equilíbrio de longo prazo, vetor de cointegração, existe quando há uma combinação linear entre as variáveis, em que estas seguem uma tendência comum, sem desvios. No curto prazo, no entanto, podemos ter desvios desta tendência comum, em que o  $u_t$  representa o erro de equilíbrio, por expressar os desvios temporários da tendência de longo prazo (BUENO, 2011).

Em modelos VEC as variáveis precisam ser de mesma ordem de integração, ou seja, mesmo número de diferenças para torná-las estacionárias. No entanto, em modelos em que o número de variáveis endógenas seja maior que 2, não há necessariamente essa exigência. Na verdade, há a necessidade de que pelo menos duas variáveis sejam integradas de mesma ordem, em que esta ordem seja a ordem máxima, para que haja cointegração. Assim, é comum estudos que relacionem variáveis integradas de ordem 1 e ordem 0 (BUENO, 2011).

A partir daí, são seguidos os seguintes passos para estimação dos modelos VAR/VEC.

**1º - Teste de estacionariedade das séries.** Para o modelo VAR é preciso que todas as séries sejam estacionárias, enquanto que a não estacionariedade de algumas séries já é um indicativo para a utilização do VEC. Além disso, para um VEC é preciso encontrar pelo menos um vetor integrante entre as séries.

---

<sup>55</sup> Relação de longo prazo entre variáveis não estacionárias, em que nestas, portanto, há uma tendência estocástica (BUENO, 2011).

2° - **Teste de escolha de defasagens**, em que os critérios de Schwarz (SC), Akaike (AIC) e Hannan-Quinn (HQ) indicam o número de *lags* ideal. Esta escolha é essencial para a obtenção de “resíduos brancos”, em que a parcimônia será sempre característica chave nesse modelo (BUENO, 2011).

3° - **Teste de autocorrelação**, para garantirmos que os erros não são correlacionados. Caso haja indícios de autocorrelação, recomenda-se o aumento do número de *lags* utilizados no modelo, e novo teste para conferir o ajuste.

4° - **Teste de cointegração**, em que é preciso que haja pelo menos um vetor cointegrante para um modelo VEC, caso esse seja o modelo utilizado (BUENO, 2011).

5° - Por último, estimamos e analisamos os resultados a partir da **Funções Impulso-Resposta** e da **Decomposição da Variância**.

Assim, demonstrado a especificação da metodologia escolhida, é feita na próxima seção a construção dos modelos, unindo as metodologias escolhidas com a concepção teórica do trabalho, a fim de verificar a plausibilidade da hipótese levantada de que os Investimentos Diretos no País em Participação no Capital são fluxos que apresentam múltiplas dinâmicas, podendo também receber fluxos de caráter volátil e especulativo, que podem ser dominantes em determinados períodos, além de possuírem alto potencial de reversão à mudanças na liquidez internacional.

### 3.3 – Construção dos modelos e resultados

#### 3.3.1 – Estudo 1 – Modelos ARCH/GARCH

Para o caso do estudo da volatilidade, os fluxos analisados e suas especificações encontram-se listados na Quadro 3.1.

**Quadro 3.1 – Séries das Volatilidade Estimadas**

Variáveis	Fonte	Periodicidade	Unidade	Sigla
Investimento Direto no País – Participação no Capital	Bacen	Mensal	US\$ milhões	IDPPC
Investimento Direto no País – Operações Intercompanhia	Bacen	Mensal	US\$ milhões	IDPOI
Investimento em Carteira Passivo – Ações – Negociadas no País	Bacen	Mensal	US\$ milhões	ACNP
Investimento em Carteira Passivo – Título de Renda Fixa – Negociados no Mercado Doméstico	Bacen	Mensal	US\$ milhões	TRFNMD

Fonte: Elaboração própria.

Para o cálculo das medidas de volatilidade das séries estudadas foram feitos modelos ARCH-GARCH para cada uma das séries, respeitando os passos indicados na metodologia.

As séries escolhidas para estudo correspondem aquelas que buscam relacionar a volatilidade dos Investimentos Diretos no País com a volatilidade de outras séries que possuem uma dinâmica que apresenta o que chamamos de “viés de curto prazo”, a fim de averiguar em quais períodos a volatilidades destas contas se intensificam e, se as volatilidades dessas contas se aproximam.

Para tanto, abrimos as contas Investimento Direto no País (IDP) e Investimentos e Carteira Passivos (ICP) em<sup>56</sup>: IDP Participação no Capital (DIDPPC); IDP Operações Intercompanhia (DIDPPC); ICP em Ações Negociadas no País (DACNP) e; ICP em Títulos de Renda Fixa negociados no mercado doméstico (DTRFMD), para vermos a dinâmica da volatilidade destas contas. As séries utilizadas são de periodicidade mensal e entre os anos de 2000-2016 mês 06.

A abertura das subcontas dos ICPs e IDPs se efetua para que possamos nos aprofundar melhor nas especificidades de cada uma.

Em primeiro lugar, ao abrir as Contas Investimentos em Carteira Passivos (ICP) considerando as subséries, poderemos analisar com mais profundidade a característica de cada uma delas, separando os títulos de renda fixa das ações e, mais que isso, separando os que são negociados no país, dos que são negociados no exterior. Os estudos aplicados citados acima não utilizaram esse “grau de abertura” da Conta Financeira. No caso de nosso estudo, no capítulo anterior detectamos o fato de que as aplicações Passivas em Títulos de Renda Fixa Negociadas no País X Negociadas no Exterior apresentaram diferenças, sendo que nos interessa, especialmente, estudar as Negociadas no País.

Em segundo lugar, a abertura dos IDP, considerando a Participação no Capital e as Operações Intercompanhias, também é importante, uma vez que nos é mais interessante analisar a lógica do mercado acionário, presente na primeira subconta. Os estudos citados anteriormente que analisaram a volatilidade dos IDP não efetuaram essa separação.

O trabalho segue o raciocínio inicialmente proposto por Munhoz e Corrêa (2009), de que fluxos com natureza especulativa apresentam maior volatilidade. Para tanto demonstraremos inicialmente os modelos (ARCH/GARCH) estimados, e posteriormente as séries de volatilidade encontradas.

O primeiro passo para a construção de modelos ARCH/GARCH é a análise das variáveis escolhidas, através das estatísticas descritivas e dos testes de estacionariedade. Para

---

<sup>56</sup> Lembrando que as séries analisadas serão trabalhadas em primeira diferença, ou seja, sobre a sua variação. Esta escolha se faz por conta da variável IDPPC não apresentar estacionariedade em nível. Assim, para melhor comparação das volatilidades as demais variáveis também serão trabalhadas em primeira diferença.

estes modelos é preciso que as séries sejam estacionárias, ou seja, não apresentem raiz unitária. Para testar a estacionariedade das séries foram feitos os testes ADF (*Augmented Dickey-Fuller*); PP (*Phillips-Perron*); e o KPSS (Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin). A hipótese nula dos dois primeiros (ADF e PP) é de que a série analisada possui raiz unitária. Assim, se o t-estatístico do teste estiver fora da área de não rejeição dos t-estatísticos críticos (1%, 5% e 10%, normalmente), ou se o prob do teste for menor que 0,05 (para 5% de significância), rejeita-se a hipótese nula do teste e possivelmente a variável analisada não terá raiz unitária. Para o teste KPSS a lógica se inverte, uma vez que a hipótese nula é de que a série não possui raiz unitária, assim, se o t-estatístico estiver dentro da área de não rejeição, não podemos rejeitar a hipótese nula e a série possivelmente não possui raiz unitária, ou seja, ela é estacionária.

Deste modo, pela Tabela 3.2 vemos que apenas a variável IDPPC não é estacionária em nível, mas é estacionária em primeira diferença (DIDPPC). Assim, para compatibilizar a análise entre a volatilidade das séries, todas as variâncias condicionais serão modeladas a partir das variáveis em primeira diferença. Ou seja, o estudo da volatilidade das séries será efetuado sobre a variação das mesmas.

**Tabela 3.1 – Estatísticas descritivas (séries das volatilidades)**

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão	Simetria	Curtose	P-valor
<b>DIDPPC</b>	10.24929	30.4793	11404.12	-13688.96	2459.09	-0.538101	11.43641	0.0000
<b>DIDPOI</b>	-5.668563	0.829	6265.816	-6701.111	1552.485	0.032579	8.212482	0.0000
<b>DACNP</b>	8.954171	25.91165	7891.141	-10604.67	2202.074	-0.546827	7.700715	0.0000
<b>DTRFMD</b>	5.479741	5.37492	19163.28	-8359.922	2339.927	2.385729	26.83769	0.0000

Fonte: Elaboração própria a partir do EViews 9.

Tabela 3.2 – Teste de estacionariedade (ADF, PP, KPSS)

Variáveis	Testes					
	ADF		PP		KPSS	
		t-Statistic		t-Statistic		t-Statistic
<b>IDPPC</b>	-2.454593	-3.464101	-9.588305*	-3.463576	0.129025***	0.216000
R	n	-2.876277	e	-2.876047	n	0.146000
i,t	b	-2.574704	b	-2.574581	a	0.119000
<b>DIDPPC</b>	-14.08936*	-2.576936	-51.42448*	-2.576814	0.053497	0.739000
R	e	-1.942473	e	-1.942456	e	0.463000
i,t	c	-1.615611	c	-1.615622	b	0.347000
<b>IDPOI</b>	-5.552217*	-3.463749	-8.553398*	-3.463576	1.413271*	0.739000
R	e	-2.876123	e	-2.876047	n	0.463000
i,t	b	-2.574622	b	-2.574581	b	0.347000
<b>DIDPOI</b>	-11.92293*	-2.576999	-49.03221*	-2.576814	1.413271*	0.739000
R	e	-1.942482	e	-1.942456	n	0.463000
i,t	c	-1.615606	c	-1.615622	b	0.347000
<b>ACNP</b>	-6.537261*	-3.463749	-11.55084*	-3.463576	0.420282***	0.739000
R	e	-2.876123	e	-2.876047	n	0.463000
i,t	b	-2.574622	b	-2.574581	b	0.347000
<b>DACNP</b>	-15.94160*	-2.576875	-88.23819*	-2.576814	0.123586	0.739000
R	e	-1.942465	e	-1.942456	e	0.463000
i,t	c	-1.615617	c	-1.615622	b	0.347000
<b>TRFMD</b>	-10.20655*	-3.463576	-10.39041*	-3.463576	0.609033**	0.739000
R	e	-2.876047	e	-2.876047	n	0.463000
i,t	b	-2.574581	b	-2.574581	b	0.347000
<b>DTRFMD</b>	-12.18325*	-2.577125	-58.99060*	-2.576814	0.097513	0.739000
R	e	-1.942499	e	-1.942456	e	0.463000
i,t	c	-1.615594	c	-1.615622	b	0.347000

R (resultado) → e (estacionária); n (não estacionária).

Com intercepto e tendência (a); intercepto (b); sem intercepto e tendência (c).

\*rejeita a 1%; \*\* a 5%; \*\*\* a 10%.

t-Statistic a 1%; 5% e; 10%, de cima para baixo.

D(variável) → variável em primeira diferença.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 9.

Antes da construção dos modelos ARCH/GARCH é preciso testar se as séries escolhidas possuem heterocedasticidade condicional e autocorrelação (BROOKS, 2002). Para a heterocedasticidade, verificamos sua ocorrência através do teste de Engle (1982) para efeitos ARCH, enquanto que a autocorrelação é verificada através do teste LM de Breusch-Godfrey. O teste ARCH é feito através da regressão do quadrado dos resíduos em relação a seus valores defasados e uma constante, enquanto que os teste LM é feito através da regressão dos resíduos em relação a suas defasagens e uma constante. Os resultados destes encontram-se abaixo.

Para as variáveis escolhidas vemos (Tabela 3.3) que todas apresentaram heterocedasticidade condicional e autocorrelação, uma vez que possuem alto F-estatístico e P-valor menor que 0,05. Desta forma, para todas as variáveis temos a rejeição da hipótese nula

dos seus respectivos testes. Para o teste ARCH, a hipótese nula é de a série não apresentar heterocedasticidade condicional, e para o teste LM, da série não possuir autocorrelação. Assim, podemos seguir com a construção dos modelos ARCH/GARCH, sendo que primeiro precisamos estimar os melhores modelos ARMA para a remoção da correlação serial.

**Tabela 3.3 – Testes de Heterocedasticidade (ARCH) e Autocorrelação (LM)**

Variável	F-estatístico (ARCH)	P-valor	F-estatístico (LM)	P-valor
<b>DIDPPC</b>	54.83062	0.0000	57.22466	0.0000
<b>DIDPOI</b>	7.460759	0.0000	29.15599	0.0000
<b>DACNP</b>	13.41578	0.0000	49.80278	0.0000
<b>DTRFMD</b>	4.351018	0.0009	32.25710	0.0000

Fonte: Elaboração própria a partir do EViews 9.

Para a correta especificação dos processos ARMA ( $p,q$ ), inicialmente observamos os correlogramas das funções de autocorrelação (fac) e de autocorrelação parcial (facp), para que possamos encontrar as defasagens dos processos autorregressivos (quando valores passados da série afeta o presente) e de médias móveis (erros passados impactam no presente) que afetam a série. Uma vez que mais de um modelo pode ser considerado adequado por este método, após a estimação de vários modelos escolhemos os melhores pelos critérios de informação seguintes: critério de informação Bayesiano proposto por Schwarz (BIC), Hannan-Quinn (HQC) e Akaike (AIC), em que os modelos que apresentarem menores valores para estes critérios serão os escolhidos (MORETTIN, 2008).

Após elencarmos os melhores modelos ARMA (AR ou MA), verificamos através dos correlogramas dos resíduos se estes eliminaram a autocorrelação das séries. Se sim, damos continuidade na construção dos modelos ARCH/GARCH.

Escolhidos os modelos ARMA partimos para a identificação dos modelos ARCH/GARCH. O ajustamento destes modelos é algo complicado. Assim, recomenda-se o uso de modelos de baixa ordem (1,1), (1,2), (2,1), (2,2), e a posterior escolha do modelo pelos critérios de informação (AIC, BIC) (MORETTIN, 2008). Desta forma, chegamos nos modelos demonstrados abaixo.

Para a variável DIDPPC foi estimado um modelo MA (1) ARCH (2), em que temos um processo de média-móvel de ordem 1 e, da variância do termo de erro dependendo dos termos de erro ao quadrado defasados em dois períodos (Quadro 3.2).

**Quadro 3.2 – Modelo ARCH/GARCH para a variável DIDPPC**

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Z-estatístico	Prob
MA(1)	-0.814519	0.037182	-21.90607	0.0000
C	1691311.	189470.9	8.926497	0.0000
RESID(-1)^2	0.185282	0.113518	1.632175	0.1026
RESID(-2)^2	0.600591	0.084206	7.132433	0.0000

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EVIEWS 9.

Para a variável DIDPOI foi estimado um modelo ARMA (1,1) GARCH (1,1), em que temos um processo autorregressivo de ordem 1 aliado a um processo de média-móvel também de ordem 1 e, a variância do termo de erro dependendo dos termos de erro ao quadrado defasados, e da própria variância dos termos de erro defasada uma vez (Quadro 3.3).

**Quadro 3.3 – Modelo ARCH/GARCH para a variável DIDPOI**

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Z-estatístico	Prob
AR(1)	0.127524	0.053876	2.366976	0.0179
MA(1)	-0.913878	0.025197	-36.26869	0.0000
C	3582.409	334.5582	10.70788	0.0000
RESID(-1)^2	-0.034548	0.002560	-13.49747	0.0000
GARCH(-1)	1.055586	5.83E-05	18100.82	0.0000

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EVIEWS 9.

Já para a variável DACNP foi estimado um modelo MA (1) GARCH (1,2), em que temos um processo de média-móvel de ordem 1, da variância do termo de erro dependendo dos termos de erro ao quadrado defasados uma vez, e da própria variância dos termos de erro defasada duas vezes (Quadro 3.4).

**Quadro 3.4 – Modelo ARCH/GARCH para a variável DACNP**

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Z-estatístico	Prob
MA(1)	-0.884049	0.033380	-26.48434	0.0000
C	2609.741	1585.691	1.645807	0.0998
RESID(-1)^2	0.088032	0.027135	3.244242	0.0012
GARCH(-1)	1.580176	0.143664	10.99914	0.0000
GARCH(-2)	-0.648485	0.125033	-5.186533	0.0000

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EVIEWS 9.

Para a variação dos TRFMD foi estimado um modelo ARMA (7,1) GARCH (2,2), o qual apresenta um processo autorregressivo significativo para os termos de erro de primeira e sétima ordem, juntamente com um processo de média-móvel de ordem 1, em que o modelo GARCH dependerá dos termos de erro ao quadrado e da própria variância dos termos de erro, ambos defasados duas vezes (Quadro 3.5).

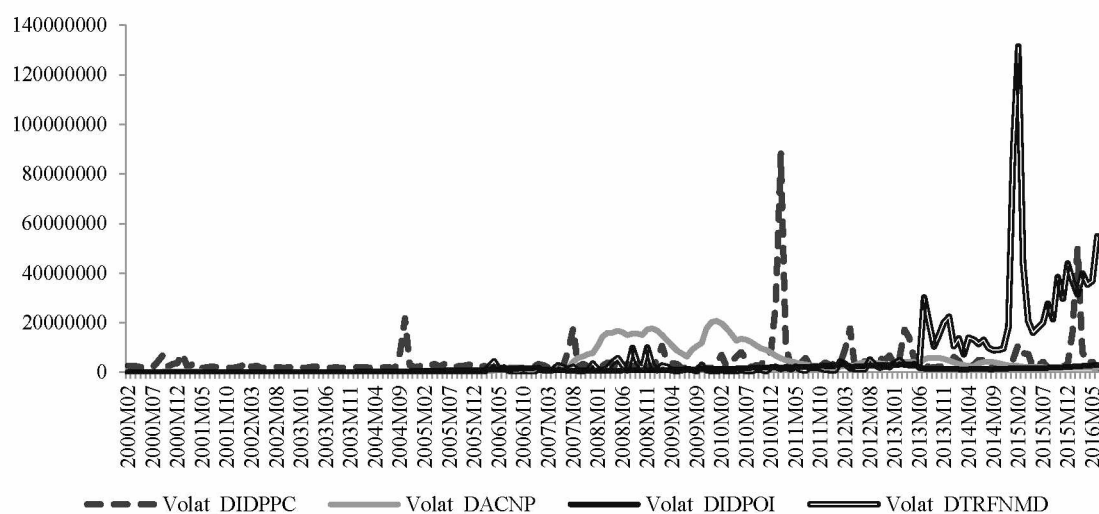
**Quadro 3.5 – Modelo ARCH/GARCH para a variável DTRFMD**

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Z-estatístico	Prob
AR(1)	0.222995	0.061082	3.650763	0.0003
AR(7)	0.090038	0.055773	1.614382	0.1064
MA(1)	-0.874009	0.035045	-24.93926	0.0000
C	28.24451	4.281276	6.597218	0.0000
RESID(-1)^2	0.731147	0.009117	80.19522	0.0000
RESID(-2)^2	-0.797390	0.011986	-66.52687	0.0000
GARCH(-1)	1.330342	0.002341	568.2375	0.0000
GARCH(-2)	-0.266647	0.002128	-125.2952	0.0000

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 9.

Assim, a partir dos modelos indicados foram geradas as séries de volatilidade (variância condicional) para cada uma das variáveis.

Uma primeira consideração a respeito da análise das volatilidades geradas por esta metodologia é a sua magnitude. Pelo fato das variáveis geradas serem a partir de funções quadráticas crescentes dos valores passados das séries, as volatilidades apresentam valores bastante altos, de modo que a consideração desses valores é fato secundário na análise, sendo mais importante a dinâmica das séries no tempo. Outro fator a ser enfatizado refere-se a diferença do volume de recursos transacionados entre estas rubricas, uma vez que as volatilidades podem ser superestimadas para as contas que possuem maior volume de recursos transacionados e subestimadas para o caso contrário, afetando a comparação entre as séries (ainda que as volatilidades foram estimadas sobre a primeira diferença). Os fatos mais consideráveis para a análise deste trabalho serão os picos das séries, que representam os períodos de maior volatilidade, e a comparação entre as volatilidades de cada subconta.

**Gráfico 3.1 – Volatilidade conjunta das subcontas selecionadas da Conta Financeira brasileira\* (US\$ milhões)**

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 9.

\* Volatilidades estimadas sobre a variação das contas selecionadas.

Em primeiro lugar, pelo Gráfico 3.1 é perceptível que as volatilidades das séries apresentam uma dinâmica diferenciada a partir do final de 2007, quando aparecem os primeiros indícios da crise de *subprime*, mas, mais especificamente, a partir de 2008 e aí é possível separar a dinâmica em dois períodos: antes de 2008 e depois de 2008. Quando a crise se aprofunda, no segundo semestre de 2008 vemos que ocorre uma elevação da volatilidade a partir deste período, tanto na magnitude quanto na ocorrência de picos. Conforme já destacamos no Capítulo II, quando a crise se aprofunda o índice VIX, que estamos usando como PROXY dos humores do mercado, sobe de maneira rápida e considerável, demonstrando uma maior agitação no mercado financeiro norte-americano que, posteriormente, contamina os demais mercados do mundo, e acaba impactando na volatilidade dos fluxos financeiros dos países, iniciando um período de elevada instabilidade financeira.

A elevação da volatilidade posterior a este período também pode ser atrelada aos desdobramentos da crise do *subprime*, sejam eles a crise do Euro (2010) e os pacotes de expansão monetária (*quantitative easing*) implementados pelas economias centrais, o que elevou sobremaneira o nível de liquidez mundial e a busca por maior rentabilidade, uma vez que uma das contrapartidas destes programas foi a redução brutal das taxas de juros dos países centrais.

Por outro lado, como já mencionado, a maior percepção de volatilidade a partir de do segundo semestre de 2008 também pode estar ligada a um novo patamar da conta financeira brasileira com relação ao volume da entrada de capitais, a partir de 2009, o que pode estar afetando a escala do gráfico.

De qualquer forma, o que queremos enfatizar é que, quando analisamos as séries antes do referido período, vemos que sua dinâmica realmente apresenta-se menos volátil que no período posterior. É interessante destacar a volatilidade das ações entre 2007 e 2012. Seguimos a interpretação de que nesse período as decisões de aplicações em ações envolvem a busca de ganhos especulativos – comprando na baixa, para depois vender na alta (Corrêa e Pereira 2016). A análise da volatilidade, separando o fluxo de ações no país nos permite confirmar essa observação. A partir daí, abre-se outra possibilidade de análise, que é a de observar se, no segundo período se encontrará relação entre a dinâmica de estrangeiros em ações e o IBOVESPA – o que será efetuado no segundo estudo.

No que se refere aos Títulos de Renda Fixa Negociados no Mercado Doméstico, observamos que a sua volatilidade se torna mais expressiva depois de 2013, com um alto pico em 2015.

Em relação à volatilidade da conta IDP em Participação no Capital, também vemos que esta apresenta a dupla dinâmica citada: maior volatilidade no segundo período em comparação ao primeiro. Observamos pontos de elevada volatilidade com frequência e magnitude considerável em relação as demais rubricas analisadas. Este fato é mais um indício de que esta rubrica também possui uma dinâmica especulativa, e vai ao encontro da hipótese de que sua dinâmica é parcialmente curto-prazista, característica dos fluxos que possuem alta volatilidade.

Quanto a análise separada dos pontos de maior volatilidade do IDPPC, temos que o primeiro pico, no final de 2004, pode estar relacionado a uma mudança de ativos entre as empresas Interbrew e a Ambev, uma vez que neste ano estas empresas estabelecem uma parceria com a compra mútua de suas ações. A negociação envolveu a compra mútua de US\$ 4,98 bilhões em ações da companhia brasileira pela Interbrew e da Interbrew pela Ambev, que correspondeu a valores consideráveis de ID para àquele momento (SÁ e ALMEIDA, 2006).

No que se refere à comparação das dinâmicas dos IDP PC com as aplicações de estrangeiros em ações negociadas no país (DACNP), é interessante observar que os picos de volatilidade do DIDPPC ocorrem com menor frequência e intensidade no período da crise financeira do *subprime* (2008/2009) e da crise do Euro, do que as observadas para a volatilidade das ações negociadas no país.

Isso vai ao encontro de nossa hipótese: de que no primeiro período a dinâmica de IDPPC é dominada pela lógica da compra de ações buscando as características das empresas adquiridas e do potencial da distribuição de lucros. Nesse caso seriam capitais buscando aplicações mais estáveis. A série seria menos volátil e menos dominada por capitais “com viés de curto prazo”. Já no segundo período para nós há uma mudança de dinâmica, aumentando o peso dos capitais com viés de curto prazo na conta IDPPC. Seguimos a interpretação de que isso estaria ocorrendo especialmente a partir de 2010, e essa mudança esteve ligada à adoção de medidas de controle de capitais (IPEA 2011a, 2011c, 2011e; Corrêa et al, 2012)

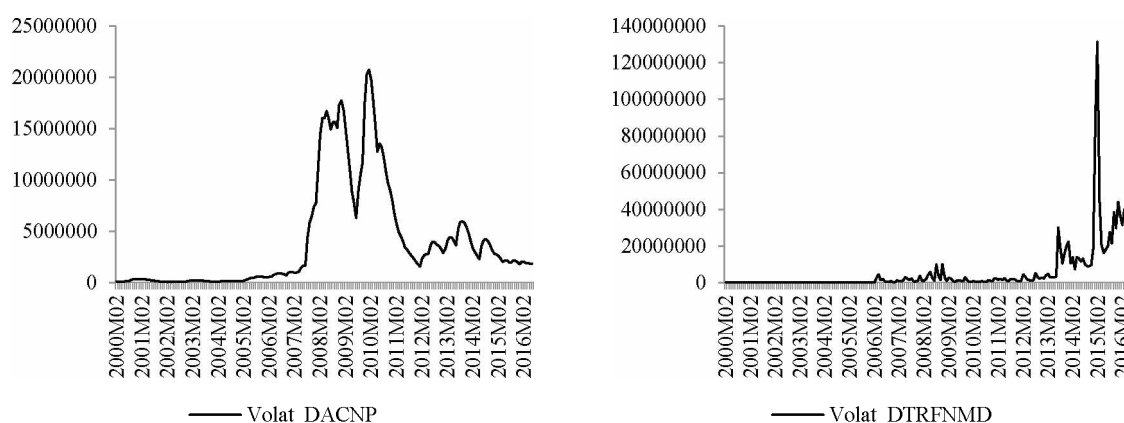
Além disso, é visto que os picos de volatilidade do DIDPPC se intensificam a partir do final de 2010, juntamente com uma redução da volatilidade das DACNP a partir desse período. Este fato pode ser compreendido quando observamos que no final de 2010, com o intuito de controlar a entrada de capitais especulativos, a autoridade monetária brasileira eleva o IOF para as aplicações em renda fixa, empréstimos externos de até dois anos e ações (Quadro 2.4). Com esta medida, é plausível supor que os capitais que entravam por aquelas outras contas, procuraram burlar as restrições impostas a partir da entrada pela rubrica IDPPC, uma vez que

sobre esta não foram impostas as mesmas restrições. Para este período, final de 2010, temos o pico mais expressivo da série.

Se observarmos a dinâmica da volatilidade do IDP Operações Intercompanhia em separado, vemos que esta também apresenta períodos de elevada volatilidade, mas em volume proporcionalmente inferior ao dos IDPPC. Por outro lado, temos que a volatilidade das Operações Intercompanhia apresentam uma dinâmica diferenciada, uma vez que estas transações são como empréstimos realizados entre empresas não financeiras, tanto as tomadoras quanto as prestadoras. No entanto, nada impede que estas operações sejam utilizadas para capitalização das empresas e posterior aplicações financeiras e, podem ocorrer principalmente se restrições forem impostas sobre as demais rubricas, como já comentado.

A volatilidade dos Títulos de Renda Fixa Negociados no Mercado Doméstico (DTRFNMD) apresenta valores diferenciados após final de 2013, e pode estar atrelada a dois fatores: taxa de juros interna e; câmbio. A partir deste período a taxa de juros brasileira inicia uma tendência de crescimento diferenciada nos últimos anos (principalmente se comparada a taxa de juros oferecida pelos títulos brasileiros negociados no mercado externo), dobrando de valor de 2013 para 2016, o que pode ter elevado os movimentos especulativos e expectacionais quanto a taxa de juros futura, acarretando em maior troca de posições no mercado de títulos. Outro fator relevante é o movimento do câmbio a partir desta data, que apresenta uma bruta mudança de patamar, saindo da casa dos R\$ 2,00 (por dólar), que não ocorrera nos dez anos anteriores, alcançando o patamar de R\$ 4,00 por dólar, no início de 2016. Salienta-se que este movimento ocorre quase em sua totalidade no ano de 2015, período em que a série apresentou maior pico de volatilidade.

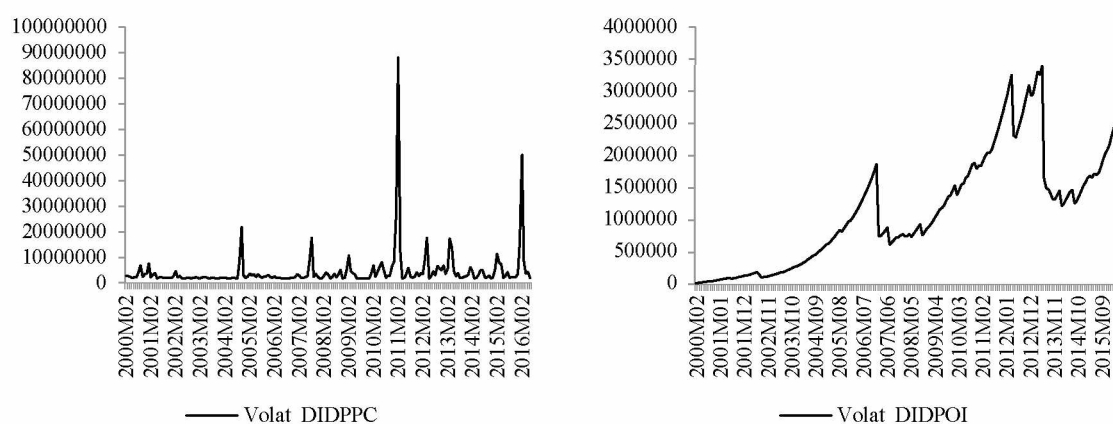
**Gráfico 3.2 – Volatilidade das subcontas selecionadas\* de Investimentos em Carteira Passivos: em Ações (DACPN) e em Títulos de Renda Fixa Negociados no Mercado Doméstico (DTRFNMD) – US\$ milhões**



Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 9.

\* Volatilidades estimadas sobre a variação das contas selecionadas.

**Gráfico 3.3 – Volatilidade das subcontas selecionadas\* de Investimentos Diretos no País: Participação no Capital (DIDPPC) e Empréstimos Intercompanhias (DIDPOI) – em US\$ milhões**



Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 9.

\* Volatilidades estimadas sobre a variação das contas selecionadas.

Portanto, foi possível constatar que todas as rubricas analisadas apresentam volatilidade importante, tanto aquelas que compõem os Investimentos em Carteira, quando aquelas que compõem os Investimentos Diretos, mas a maior volatilidade se dá, efetivamente, no segundo período. Com isto, é crível supor que os fluxos financeiros destinados a rubrica Investimento Direto no País Participação no Capital não sejam em sua totalidade capitais que buscam investimento do tipo *greenfield*, mas que parcela destes estão à busca de mera aplicação especulativa curto-prazista, haja vista a volatilidade desta subconta frente as outras, e sua estrutura contábil. Os prejuízos de fluxos cuja dinâmica é como a exposta acima já são conhecidos, destacando-se principalmente: a perda da autonomia das nações periféricas na efetivação de políticas em prol da superação da sua condição de subdesenvolvimento e na busca de maior estabilidade, especialmente quando se observa que esses fluxos são fortemente condicionados por variáveis conjunturais externas. Essa questão será verificada no próximo estudo aplicado.

### 3.3.2 – Estudo 2 – Modelos VAR/VEC

Com o intuito de entender as relações dos IDP Participação no Capital, variável de maior interesse do trabalho, em relação com as demais variáveis consideradas relevantes para sua dinâmica, foram construídos dois modelos, um VAR e um VEC<sup>57</sup>. Assim, através do diagnóstico da Decomposição da Variância e da Função Impulso Resposta, fornecidos por estas

<sup>57</sup> A necessidade de utilizar dois modelos, um VAR e um VEC, ainda que este último seja preferido, advém da característica das séries. Modelos com uma maior quantidade de variáveis estacionárias, e a não presença de cointegração, só podem ser construídos através de modelos VAR, entre estas duas opções.

metodologias, podemos identificar qual a relação dessas variáveis quanto ao nível de importância de cada uma na dinâmica de cada uma das outras, além de demonstrar também se cada uma destas tem efeitos negativos ou positivos sobre as demais.

Para tanto, foram montados dois modelos com as variáveis consideradas relevantes para a captação das perspectivas teóricas sobre a dinâmica do IDPPC.

A perspectiva do trabalho é verificar a relação desse fluxo com variáveis conjunturais dos mercados financeiros globais, e que representam a liquidez do sistema mundial, sejam elas o índice de volatilidade VIX (calculado pela *Chicago Board Options Exchange SPX Volatility Index*) e a taxa de juros norte-americana (IEUA - taxa Treasury Bond de 1 ano).

De outra parte, também serão consideradas nos modelos variáveis internas; mais especificamente: a taxa de juros brasileira (IBR – SWAPDI-Pré 360, proxy da taxa de juros de títulos públicos de 1 ano); a variação mensal do índice de ações da Bovespa (IBOV), a taxa de câmbio (CMB – taxa média de venda do dólar,) e os fluxos em ICP em Ações Negociadas no País<sup>58</sup>. Todas as variáveis podem ser encontradas na base de dados do Ipea (Ipeadata), exceto o índice VIX, encontrado no site da *Chicago Board Options Exchange*<sup>59</sup>(CBOE) e os fluxos de capitais, que constam no Banco Central Brasileiro.

Todas as variáveis foram utilizadas com periodicidade mensal de 2000 à 2016m1 (janeiro).

A escolha pela divisão da periodicidade analisada em duas (2000m01-2007m06 e 2007m07-2016m01) advém do fato de após o segundo semestre de 2007 verificarmos um outro patamar dos valores da Conta Financeira brasileira. O nosso entendimento é que esta nova dinâmica advém do início do fim da alta liquidez característica do primeiro período (2000m01-2007m06), com a acirramento dos movimentos especulativos, juntamente com a problematização do crescimento das economias do globo, principalmente a partir da crise financeira de 2008, assim como enfatizado no capítulo anterior.

Desta forma, construímos dois modelos econométricos, considerando o Quadro 3.6. Cada um destes modelos foi dividido em duas fases. Ou seja, para o Modelo 1 temos o modelo 1 do período 1 (M1P1 - 2000m01/2007m06), e o modelo 1 do período 2 (M2P2 - 2007m07/2016m01). Para o Modelo 2 (M2) temos a mesma divisão.

<sup>58</sup> Para um maior entendimento das variáveis analisadas e das suas relações com os fluxos financeiros retorne ao Capítulo 2.

<sup>59</sup> <http://www.cboe.com/micro/vix/historical.aspx>

**Quadro 3.6 – Modelos Econométricos Estimados**

<b>Modelo 1 P1 (2000m01-2007m06)</b>	<b>Fonte</b>	<b>Unidade</b>	<b>Sigla</b>
Investimento Direto no País – Participação no Capital	Bacen	US\$ milhões	IDPPC
Taxa de Juros – Notas do Tesouro Norte-Americano	Ipea	% a.a	IEUA
Índice VIX de Volatilidade	CBOE	pontos	VIX
Swaps – DI pré-fixada – 360 dias – média do período <sup>60</sup>	Ipea	% a.a	IBR
Taxa de câmbio – comercial – venda – média	Ipea	R\$/US\$	CAMB
<b>Modelo 1 P2 (2007m07-2016m01)</b>			
Investimento Direto no País – Participação no Capital	Bacen	US\$ milhões	IDPPC
Taxa de Juros – Notas do Tesouro Norte-Americano	Ipea	% a.a	IEUA
Índice VIX de Volatilidade	CBOE	pontos	VIX
Swaps – DI pré-fixada – 360 dias – média do período	Ipea	% a.a	IBR
Taxa de câmbio – comercial – venda – média	Ipea	R\$/US\$	CAMB
<b>Modelo 2 P1 (2000m01-2007m06)</b>			
Investimento Direto no País – Participação no Capital	Bacen	US\$ milhões	IDPPC
Investimento em Carteira Passivo – Ações Negociadas no País	Bacen	US\$ milhões	ACNP
Índice VIX de Volatilidade	CBOE	pontos	VIX
Índice de ações – Ibovespa – fechamento	Ipea	% a.m	IBOV
Taxa de câmbio – comercial – venda – média	Ipea	R\$/US\$	CAMB
<b>Modelo 2 P2 (2007m07-2016m01)</b>			
Investimento Direto no País – Participação no Capital	Bacen	US\$ milhões	IDPPC
Investimento em Carteira Passivo – Ações Negociadas no País	Bacen	US\$ milhões	ACNP
Índice VIX de Volatilidade	CBOE	pontos	VIX
Índice de ações – Ibovespa – fechamento	Ipea	% a.m	IBOV
Taxa de câmbio – comercial – venda – média	Ipea	R\$/US\$	CAMB

Fonte: Elaboração própria.

### **Estacionariedade das séries para os dois modelos**

Selecionado os modelos é preciso testar a estacionariedade das séries, uma vez que para utilizar um modelo VEC é preciso que algumas séries sejam não estacionárias em nível, ainda que também, seja necessário a presença de cointegração entre as séries. Já para modelos VAR é preciso que todas as séries sejam estacionárias.

Os testes de estacionariedade efetuados foram: o ADF (*Augmented Dickey-Fuller*); o PP (*Phillips – Perron*); e o KPSS (Kwiatkowski-. Phillips-Schmidt-Shin). A hipótese nula dos dois primeiros (ADF e PP) é de que a série analisada possui raiz unitária, assim se o seu t-estatístico estiver fora da área de não rejeição dos t-estatísticos críticos (1%, 5% e 10%, normalmente), ou se o prob do teste for menor que 0,05 (para 5% de significância), rejeita-se a hipótese nula do teste e possivelmente a variável analisada não terá raiz unitária. Para o teste KPSS a lógica se inverte, uma vez que a hipótese nula é de que a série não possui raiz unitária,

<sup>60</sup> Proxy da taxa de juros brasileira de mercado, por representar a expectativa do mercado sobre a taxa de juros, uma vez que é o valor médio aceito pelo mercado para se trocar uma taxa de juros flutuante por uma taxa fixa.

assim, se o t-estatístico estiver dentro da área de não rejeição, não podemos rejeitar a hipótese nula e a série possivelmente não possui raiz unitária, ou seja, ela é estacionária em nível.

Para o período 1 vemos que quatro das sete séries analisadas tem raiz unitária (ACNP; CAMB; IBR e IEUA), ou seja, não são estacionárias em nível, enquanto que as outras três demonstraram ser estacionárias em nível (IDPPC; VIX; IBOV). Já para o segundo período vemos que três séries demonstraram presença de raiz unitária (IDPPC; CAMB; IBR), e quatro não (ACNP; VIX; IBOV; IEUA). Para as variáveis em primeira diferença vemos que todas apresentarem serem estacionárias em ambos os períodos. Assim, a ordem máxima de integração encontrada é 1.

### **Para os Modelos 1**

Verificando os períodos P1 e P2 temos três variáveis não estacionárias (n) e duas estacionárias (e) em cada um (Tabela 3.4 e Tabela 3.5). Desta forma, optamos em construir um modelo VEC<sup>61</sup>, já que há maior número de variáveis com raiz unitária, vis a vis, às estacionárias, ainda que estes modelos também apresentem cointegração, como será demonstrado a frente.

Modelo 1 P1 – IEUA (n) VIX (e) IBR (n) IDPPC (e) CAMB (n)

Modelo 1 P2 – IEUA (e) VIX (e) IBR (n) IDPPC (n) CAMB (n)

### **Para os Modelos 2**

Considerando também os dois períodos do Modelo 2, a preferência foi de a construção de modelos VAR, uma vez que para P1, neste modelo, temos um maior número de variáveis estacionárias (e) do que não estacionárias (n) (Tabela 3.4 e Tabela 3.5). Desta forma, para correta especificação todas as variáveis dos Modelos 2 foram utilizadas em primeira diferença na construção do modelo VAR.

Modelo 2 P1 – VIX (e) IBOV (n) IDPPC (e) ACNP (e) CAMB (n)

Modelo 2 P2 – VIX (e) IBOV (n) IDPPC (n) ACNP (e) CAMB (n)

---

<sup>61</sup> As benefícios do modelo VEC frente ao VAR forma comentadas na seção anterior.

**Tabela 3.4 – Teste de Estacionariedade ADF, PP e KPSS (Periodicidade 1 – 2000m01 a 2007m07)**

Variáveis	Testes					
	ADF		PP		KPSS	
	t-Statistic		t-Statistic		t-Statistic	
<b>IDPPC</b>	-8.0978*	-3.5047	-8.1042*	-3.5047	0.2702*	0.2160
R	e	-2.8940	e	-2.8940	n	0.1460
i,t	b	-2.5841	b	-2.5841	a	0.1190
<b>D(IDPPC)</b>	-11.6104*	-2.5918	-26.9289*	-2.5912	0.2163	0.7390
R	e	-1.9446	e	-1.9445	e	0.4630
i,t	c	-1.6143	c	-1.6144	b	0.3470
<b>ACNP</b>	0.5547	-2.5915	-7.6907*	-4.0632	0.1513**	0.2160
R	n	-1.9445	e	-3.4605	n	0.1460
i,t	c	-1.6143	a	-3.1564	a	0.1190
<b>D(ACNP)</b>	-12.1712*	-2.5915	-13.7142*	-2.5912	0.3060	0.7390
R	e	-1.9445	e	-1.9445	e	0.4630
i,t	c	-1.6143	c	-1.6144	b	0.3470
<b>VIX</b>	-3.7224**	-4.0632	-3.7448**	-4.0632	0.1426***	0.2160
R	e	-3.4605	e	-3.4605	n	0.1460
i,t	a	-3.1564	a	-3.1564	a	0.1190
<b>D(VIX)</b>	-11.5707*	-2.5912	-12.3182*	-2.5912	0.0600	0.7390
R	e	-1.9445	e	-1.9445	e	0.4630
i,t	c	-1.6144	c	-1.6144	b	0.3470
<b>CAMB</b>	-0.2223	-2.5912	-1.3578	-4.0632	0.2811*	0.2160
R	n	-1.9445	n	-3.4605	n	0.1460
i,t	c	-1.6144	a	-3.1564	a	0.1190
<b>D(CAMB)</b>	-6.9818*	-2.5912	-7.0097*	-2.5912	0.0478	0.2160
R	e	-1.9445	e	-1.9445	e	0.1460
i,t	c	-1.6144	c	-1.6144	a	0.1190
<b>IBOV</b>	-9.0526*	-3.5047	-9.0438*	-3.5047	0.3859***	0.7390
R	e	-2.8940	e	-2.8940	n	0.4630
i,t	b	-2.5841	b	-2.5841	b	0.3470
<b>DIBOV</b>	-9.3899*	-2.5918	-59.6733*	-2.5912	0.4672**	0.7390
R	e	-1.9446	e	-1.9445	e	0.4630
i,t	c	-1.6143	c	-1.6144	b	0.3470
<b>IBR</b>	-2.2350	-4.0645	-0.9500	-2.5909	0.1630**	0.2160
R	n	-3.4611	n	-1.9444	n	0.1460
i,t	a	-3.1568	c	-1.6144	a	0.1190
<b>DIBR</b>	-7.273*	-2.5912	-7.2334*	-2.5912	0.1046	0.7390
R	e	-1.9445	e	-1.9445	e	0.4630
i,t	c	-1.6144	c	-1.6144	b	0.3470
<b>IEUA</b>	-0.840542	-2.5912	-0.9953	-4.0632	0.294733	0.7390
R	n	-1.9445	n	-3.4605	e	0.4630
i,t	c	-1.6144	a	-3.1564	b	0.3470
<b>DIEUA</b>	-5.262760*	-4.0645	-5.243484*	-4.0645	0.1173	0.2160
R	e	-3.4611	e	-3.4611	e	0.1460
i,t	a	-3.1568	a	-3.1568	a	0.1190

R (resultado) – s (estacionária); n (não estacionária).

Com intercepto e tendência (a); intercepto (b); sem intercepto e tendência (c).

\*rejeita a 1%; \*\* a 5%; \*\*\* a 10%.

t-Statistic a 1%; 5% e; 10%, de cima para baixo.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 9.

**Tabela 3.5 – Teste de Estacionariedade ADF, PP e KPSS (Periodicidade 2 – 2007m08 a 2016m01)**

Variáveis	Testes					
	ADF		PP		KPSS	
	t-Statistic		t-Statistic		t-Statistic	
<b>IDPPC</b>	-2.4311	-3.4957	-8.3505*	-4.0505	0.1748**	0.2160
R	n	-2.8900	e	-3.4545	n	0.1460
i,t	b	-2.5820	a	-3.1529	a	0.1190
<b>D(IDPPC)</b>	-12.6689*	-2.5878	-30.0799*	-2.5878	0.0963	0.7390
R	e	-1.9440	e	-1.9440	e	0.4630
i,t	c	-1.6147	c	-1.6147	b	0.3470
<b>ACNP</b>	-4.9535*	-3.4957	-8.5329*	-3.4957	0.1038	0.7390
R	e	-2.8900	e	-2.8900	e	0.4630
i,t	b	-2.5820	b	-2.5820	b	0.3470
<b>D(ACNP)</b>	-11.4355*	-2.5878	-40.7079*	-2.5878	0.5000	0.7390
R	e	-1.9440	e	-1.9440	e	0.4630
i,t	c	-1.6147	c	-1.6147	b	0.3470
<b>VIX</b>	-3.9461**	-4.0505	-3.9778**	-4.0505	0.0682	0.2160
R	e	-3.4545	e	-3.4545	e	0.1460
i,t	a	-3.1529	a	-3.1529	a	0.1190
<b>D(VIX)</b>	-11.0636*	-2.5878	-12.4929*	-2.5878	0.1067	0.7390
R	e	-1.9440	e	-1.9440	e	0.4630
i,t	c	-1.6147	c	-1.6147	b	0.3470
<b>CAMB</b>	1.7750	-2.5878	2.0419	-3.4957	0.2536*	0.2160
R	n	-1.9440	n	-2.8900	n	0.1460
i,t	c	-1.6147	c	-2.5820	a	0.1190
<b>D(CAMB)</b>	-6.1057*	-2.5878	-6.0761*	-2.5878	0.5705**	0.7390
R	e	-1.9440	e	-1.9440	n	0.4630
i,t	c	-1.6147	c	-1.6147	b	0.3470
<b>IBOV</b>	-8.3393*	-2.5878	-8.3521*	-2.5878	0.1122	0.7390
R	e	-1.9440	e	-1.9440	e	0.4630
i,t	c	-1.6147	c	-1.6147	b	0.3470
<b>D(IBOV)</b>	-9.6053*	-2.5878	-26.3637*	-2.5878	0.0624	0.7390
R	e	-1.9440	e	-1.9440	e	0.4630
i,t	c	-1.6147	c	-1.6147	b	0.3470
<b>IBR</b>	0.2358	-2.5878	0.3117	-2.5878	0.1881	0.7390
R	n	-1.9440	n	-1.9440	e	0.4630
i,t	c	-1.6147	c	-1.6147	b	0.3470
<b>D(IBR)</b>	-5.7889*	-2.5878	-5.9077*	-2.5878	0.1554	0.7390
R	e	-1.9440	e	-1.9440	e	0.4630
i,t	c	-1.6147	c	-1.6147	b	0.3470
<b>IEUA</b>	-7.8370*	-2.5878	-15.6014*	-2.5878	0.2195*	0.2160
R	e	-1.9440	e	-1.9440	n	0.1460
i,t	c	-1.6147	c	-1.6147	a	0.1190
<b>D(IEUA)</b>	-5.9377*	-4.0505	-6.3976*	-4.0505	0.2409*	0.2160
R	e	-3.4545	e	-3.4545	n	0.1460
i,t	a	-3.1529	a	-3.1529	a	0.1190

R (resultado) – s (estacionária); n (não estacionária).

Com intercepto e tendência (a); intercepto (b); sem intercepto e tendência (c).

\*rejeita a 1%; \*\* a 5%; \*\*\* a 10%.

t-Statistic a 1%; 5% e; 10%, de cima para baixo.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 9.

### **Defasagens para os dois modelos**

Feito os testes de estacionariedade, é preciso escolher o número de defasagens ideal para os modelos. A escolha das defasagens foi feita através dos critérios de Schwarz (SC),

Akaike (AIC) e Hannan-Quinn (HQ). O valor indicado para os Modelos 1 e 2 foi o uso de apenas uma defasagem, tendo como principal referencial os critérios HQ e SC (Gráfico 3.3).

No caso dos Modelos 1, eles foram estimados com uma defasagem (tanto o Período 1 quanto o 2).

Ainda que os testes tenham indicado tal defasagem, para os Modelos 2 encontramos a presença de autocorrelação para os dois períodos. Assim, para o primeiro período do Modelo 2 utilizamos três defasagens e para o segundo período do Modelo 2 utilizamos duas defasagens.

**Quadro 3.7 – Modelo 1 P1 – Critérios de seleção de defasagens**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
1	-1199.743	NA	4516427.*	29.51189*	30.24045*	29.80458*
2	-1181.365	32.32848	5325069.	29.67144	31.12857	30.25683
3	-1157.540	39.03847*	5556282.	29.69976	31.88545	30.57785
4	-1134.489	34.99227	5990463.	29.74673	32.66100	30.91752
5	-1109.519	34.89895	6289820.	29.74744	33.39027	31.21092
6	-1092.049	22.31116	8125486.	29.92888	34.30028	31.68506
7	-1070.135	25.34525	9766108.	30.00326	35.10323	32.05214
8	-1036.160	35.20374	9186450.	29.78698	35.61551	32.12856

\* Indica a ordem de *lag(s)* selecionada pelo critério.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 9.

**Quadro 3.8 – Modelo 1 P2 – Critérios de seleção de defasagens**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
1	-1420.698	167.0102	1554002.*	28.44505*	29.21710*	28.75768*
2	-1401.201	34.78730	1737213.	28.55297	29.96839	29.12612
3	-1376.242	42.08907	1754036.	28.55376	30.61256	29.38744
4	-1353.041	36.84816	1847795.	28.58904	31.29121	29.68324
5	-1339.038	20.86732	2356628.	28.80466	32.15022	30.15939
6	-1322.677	22.77624	2910431.	28.97407	32.96300	30.58932
7	-1292.670	38.83358*	2799840.	28.87588	33.50818	30.75165

\* Indica a ordem de *lag(s)* selecionada pelo critério.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 9.

**Quadro 3.9 – Modelo 2 P1 – Critérios de seleção de defasagens**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
1	-2049.641	109.1382	7.36e+15	50.72295	51.60345*	51.07646*
2	-2013.620	62.37702	5.66e+15	50.45415	52.06842	51.10226
3	-1984.635	46.65852*	5.23e+15*	50.35696*	52.70498	51.29966
4	-1964.571	29.85175	6.10e+15	50.47735	53.55912	51.71463
5	-1954.150	14.23442	9.19e+15	50.83292	54.64845	52.36479
6	-1938.213	19.82319	1.25e+16	51.05398	55.60327	52.88045
7	-1914.062	27.09637	1.44e+16	51.07469	56.35773	53.19575

\* Indica a ordem de *lag(s)* selecionada pelo critério.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 9.

**Quadro 3.10 – Modelo 2 P2 – Critérios de seleção de defasagens**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
1	-2707.332	159.0499	1.41e+17	53.67317	54.44522*	53.98580*
2	-2676.168	55.60540	1.25e+17*	53.55232	54.96774	54.12547
3	-2650.747	42.86775	1.25e+17	53.54405	55.60285	54.37773
4	-2633.501	27.39071	1.48e+17	53.69609	56.39827	54.79030
5	-2611.308	33.07108	1.61e+17	53.75114	57.09670	55.10587
6	-2580.388	43.04638	1.49e+17	53.63505	57.62398	55.25030
7	-2551.335	37.59779	1.46e+17	53.55558	58.18789	55.43136

\* Indica a ordem de *lag(s)* selecionada pelo critério.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 9.

Escolhido o número de defasagens dos modelos, agora é preciso saber se há cointegração entre as séries, pois só assim é possível rodar um modelo VEC. Para os modelos VAR não precisamos deste teste.

### **Cointegração para os Modelos 1 (P1 e P2) – VEC**

De acordo com os testes, estatística do Traço e do Máximo Autovalor, é visto que o Modelo 1 P1 apresenta 1 e 2 vetores cointegrantes (Quadro 3.11), respectivamente, com ausência de intercepto e tendência no nível do vetor cointegrante, enquanto que o P2 apresenta 2 vetores cointegrantes (Quadro 3.12), para ambas as estatísticas, mas com intercepto e tendência linear no vetor de cointegração e tendência quadrática no nível<sup>62</sup>.

**Quadro 3.11 – Teste de Cointegração – Modelo 1 P1**

Dados de Tendência	Nenhuma	Nenhuma	Linear	Linear	Quadrática
Tipo de Teste	Sem Intercepto Sem Tendência	Intercepto Sem Tendência	Intercepto Sem Tendência	Intercepto Tendência	Intercepto Tendência
Traço	1	1	1	1	1
Máximo autovalor	2	1	1	1	1
Critério de Informação Akaike por Classificação (linhas) e Modelo (colunas)					
2	29.13195*	29.14832	29.20315	29.24122	29.29575
Critério Schwarz por Classificação (linhas) e Modelo (colunas)					
1	30.17425*	30.19787	30.38413	30.43331	30.56176

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 9.

**Quadro 3.12 – Teste de Cointegração – Modelo 1 P2**

Dados de Tendência	Nenhuma	Nenhuma	Linear	Linear	Quadrática
Tipo de Teste	Sem Intercepto Sem Tendência	Intercepto Sem Tendência	Intercepto Sem Tendência	Intercepto Tendência	Intercepto Tendência
Traço	5	5	2	2	2
Máximo autovalor	2	2	2	2	2
Critério de Informação Akaike por Classificação (linhas) e Modelo (colunas)					
2	28.03840	28.00242	28.00160	27.93489	27.90392*
Critério Schwarz por Classificação (linhas) e Modelo (colunas)					
0	29.07874*	29.07874*	29.21710	29.21710	29.25288

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 9.

<sup>62</sup> Outros dois testes confirmam a presença de cointegração para ambos os modelos e estão relatados no apêndice.

### **Ordenamento das variáveis dos modelos**

Embora o ordenamento das variáveis não interfira nos parâmetros de regresso dos modelos VAR/VEC, ele afeta os resultados da Função Impulso Resposta e da Decomposição da Variância. É importante ressaltar que a forma de definir o ordenamento das variáveis para estes modelos não é um consenso na literatura. Para alguns, o mais indicado é o ordenamento através do teste de Granger, e para outros, o ordenamento através da perspectiva teórica que se está usando.

A escolha para este trabalho foi do ordenamento segundo a perspectiva teórica. As variáveis são ordenadas das mais exógenas para as mais endógenas, uma vez que estas últimas vão estar expostas a mais choques que as primeiras.

Isto posto, a seguir apresentamos os resultados dos Modelos 1 (P1 e P2) e dos Modelos 2 (P1 e P2). Iniciaremos apresentando a ordem das variáveis e depois efetuaremos a análise das Funções Impulso e Resposta (FIR) e Decomposição da Variância (DV).

### **Resultados Modelos 1 – VEC (P1 e P2)**

Os Modelos 1 consideram apenas os fluxos de Investimentos Diretos no País Participação no Capital (IDPPC) e suas interações com as variáveis externas: IEUA e VIX e as variáveis internas: IBR e Câmbio.

A ordem das variáveis foi: Taxa de juros Norte Americana, índice VIX, Taxa de juros brasileira, IDPPC e Câmbio.

A consideração é a de que as variáveis externas são mais exógenas, iniciando-se com a taxa de juros norte americana, que tem a tendência de influenciar o índice VIX, considerado um indicador de liquidez.

No caso das variáveis domésticas, a primeira dentre as três consideradas seria a taxa de juros brasileira. A consideração é a de que no modelo de Metas de inflação, o câmbio varia nos momentos de expectativas, enquanto que a taxa de juros se move, tendo como foco a inflação. Mesmo assim a nossa consideração é a de que a taxa de juros brasileira, é impactada pela instabilidade, pelo menos com defasagem. Trabalhamos com a ideia de que, pelo menos no primeiro período se encontrará esse tipo de relação com o índice VIX.

A variável relativa a Investimentos Diretos Participação no capital viria a seguir. Para nós, no primeiro período ela responderia a decisões de aplicação dos investidores internacionais, buscando a rentabilidade das firmas, que estava em expansão no período, mas a dinâmica da liquidez internacional apresentaria influência. No segundo período espera-se que a dinâmica seja fortemente determinada pelos controles de capitais.

O câmbio seria a variável mais endógena do modelo, sendo fortemente afetado pela dinâmica da liquidez, lembrando-nos do que foi discutido nas partes anteriores da dissertação, em que destacamos o papel do mercado futuro de câmbio na determinação do câmbio à vista.

A partir daí, vejamos os resultados da Função Impulso Resposta (FIR) e Decomposição da variância (DV) nos dois períodos. Estas são utilizadas para demonstrar as relações dinâmicas entre as variáveis do modelo, evidenciando os choques em inovações estocásticas entre elas. A FIR é interessante por nos mostrar como o choque nos termos de erro de uma variável impacta nas outras, uma a uma, proporcionando não apenas uma visão instantânea, mas de como este choque percorre no tempo. Já a DV permite-nos identificar qual a importância (proporção) de cada variável na variância de cada uma das séries após choque em todas as variáveis do modelo, incluindo nesta que está em destaque.

Quanto aos resultados apresentados pela DV no Modelo 1 P1 (Tabela 3.6), vemos que as variáveis que possuem maior participação na composição da variância dos IDPPC, depois dela mesma, é primeiro, o índice VIX, chegando a 21,88% dessa participação, e segundo, a taxa de juros norte-americana (IEUA), com 7,03% de participação, ambas no décimo período. A sequência da participação, das demais variáveis sobre a variância do IDPPC é a seguinte: IBR com 5,53%; e CAMB com 0,79%, todas para o décimo período.

**Tabela 3.6 – Decomposição da variância – Modelo 1 P1**

Decomposição da Variância para IDPPC P1:						
Período	S.E.	IEUA	VIX	IBR	IDPPC	CAMB
1	1216.668	1.430809	1.808777	0.001222	96.75919	0.000000
2	1262.451	3.804032	3.219569	1.467288	90.56875	0.940357
3	1312.900	4.697754	6.770249	2.896109	84.73192	0.903966
4	1345.704	5.224894	9.677340	3.442081	80.74866	0.907026
5	1378.776	5.647563	12.03823	3.819535	77.60394	0.890732
6	1409.446	6.022630	14.25808	4.233598	74.62371	0.861982
7	1439.032	6.329571	16.39054	4.625538	71.81528	0.839072
8	1468.025	6.587722	18.36625	4.964989	69.25875	0.822284
9	1496.468	6.817153	20.18569	5.269550	66.92041	0.807199
10	1524.331	7.026038	21.87612	5.552290	64.75272	0.792832

Fonte: Elaboração própria a partir do EViews 9.

Para o período 2 Modelo 1 (Tabela 3.7) vemos que o índice VIX ainda continua como principal determinante na variância dos IDPPC, chegando a 20,53%. As demais variáveis, no entanto, perdem importância na variância da variável analisada, sendo que a IEUA passa representar 2,16% da variância do IDPPC. O IBR chega a explicar apenas 1,34% e o CAMB 0,28% (todas para o do décimo período).

**Tabela 3.7 – Decomposição da variância – Modelo 1 P2**

Decomposição da Variância para <b>IDPPC P2</b> :						
<b>Período</b>	<b>S.E.</b>	<b>IEUA</b>	<b>VIX</b>	<b>IBR</b>	<b>IDPPC</b>	<b>CAMB</b>
<b>1</b>	2406.337	0.001809	0.540998	0.115693	99.34150	0.000000
<b>2</b>	2506.284	0.489688	2.306373	0.123966	96.95604	0.123928
<b>3</b>	2944.821	0.708590	3.651952	0.128284	95.42136	0.089814
<b>4</b>	3098.299	1.148865	6.145756	0.258136	92.36550	0.081739
<b>5</b>	3349.401	1.377029	8.415388	0.392496	89.72836	0.086725
<b>6</b>	3522.593	1.645984	11.16888	0.590648	86.49331	0.101173
<b>7</b>	3724.913	1.809664	13.64043	0.778113	83.63336	0.138424
<b>8</b>	3900.913	1.965784	16.16096	0.980653	80.71169	0.180910
<b>9</b>	4083.960	2.070089	18.40637	1.164536	78.12642	0.232586
<b>10</b>	4255.554	2.159768	20.53112	1.341806	75.68294	0.284371

Fonte: Elaboração própria a partir do EViews 9.

Isto posto, passemos à análise da Função Impulso Resposta. Nesse caso, o mais interessante de se analisar é a reação (efeitos positivos ou negativos) das variáveis de maior interesse a choques nas demais variáveis, para compreendermos a relação dinâmica entre estas. Assim, destacaremos as relações apenas entre as variáveis que se revelaram importante na análise da decomposição da variância, uma vez que há pouco interesse nas variáveis que impactam irrisoriamente nos IDPPC e ACNP aqui.

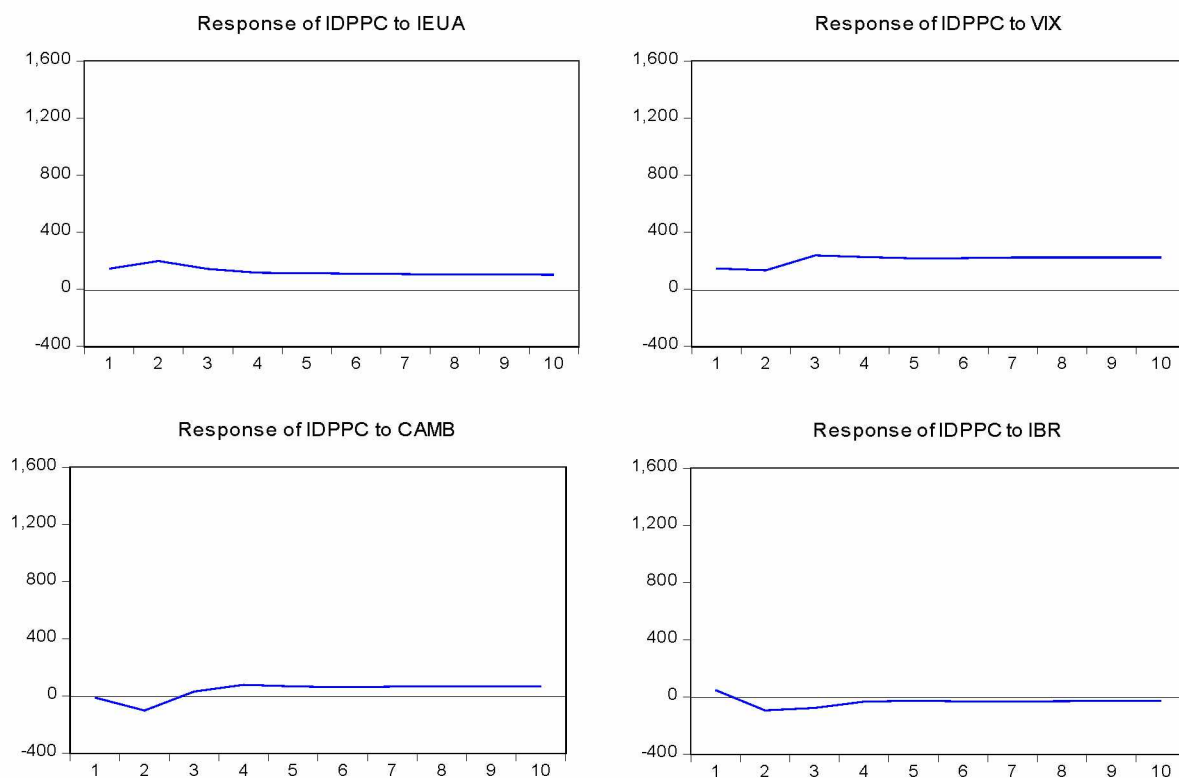
Para o Modelo 1 P1 (Figura 3.1) a relação entre os IDPPC com a IEUA e o VIX apresenta-se persistentemente positiva por 10 períodos, ou seja, choques positivos na IEUA e no VIX levam a respostas positivas nos IDPPC.

Já para choques no IBR, as respostas dos IDPPC apresentam-se de forma negativa, em que o aumento do IBR levaria ao aumento dos IDPPC apenas no primeiro período, mas posterior redução do mesmo para os demais períodos seguintes.

Para o P2 Modelo 1 (Figura 3.2) a dinâmica é outra. Agora choques no índice VIX e a IEUA provocam movimentos de forma inversa aos IDPPC, enquanto que o IBR provoca movimentos de forma direta. Assim, choques positivos no VIX ou/e IEUA resultariam em consequente redução dos IDPPC, estendendo-se para os demais períodos.

**Figura 3.1 – Funções Impulso Resposta Modelo 1 P1**

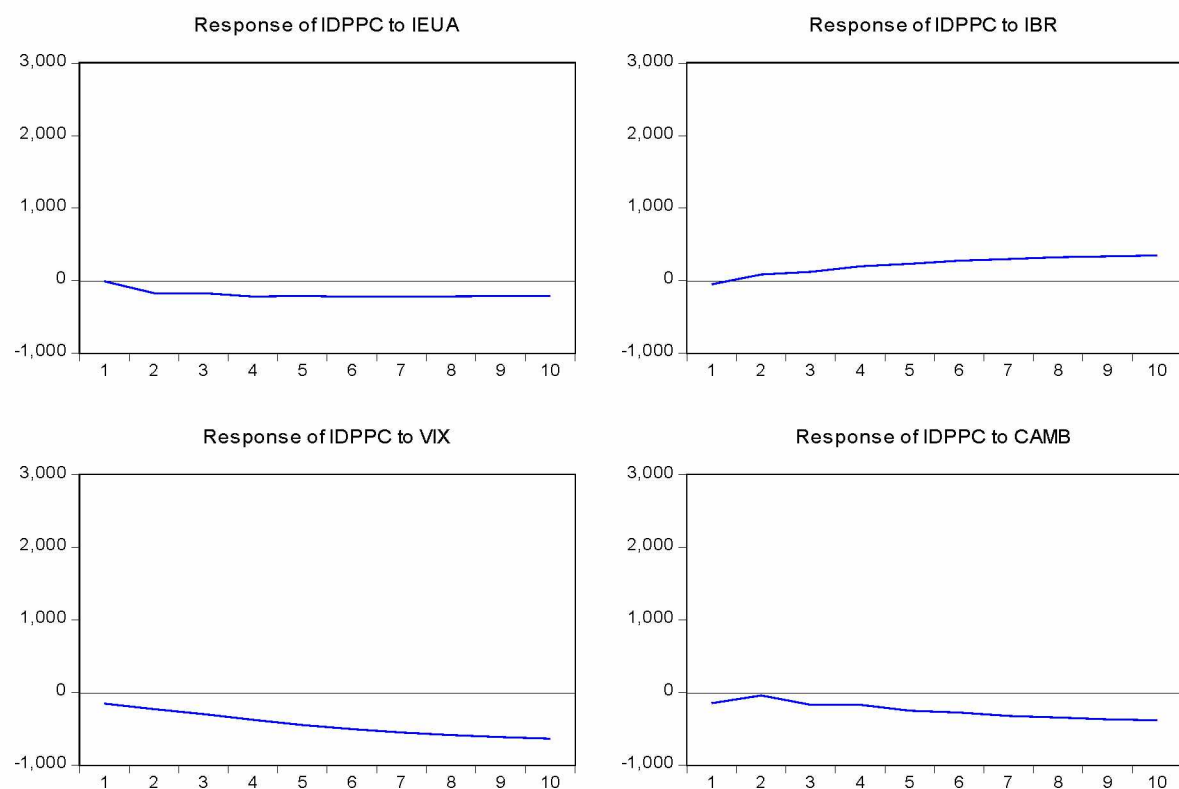
Response to Generalized One S.D. Innovations



Fonte: Elaboração própria a partir do EViews 9.

**Figura 3.2 – Funções Impulso Resposta Modelo 1 P2**

Response to Generalized One S.D. Innovations



Fonte: Elaboração própria a partir do EViews 9.

### **Resultados Modelos 2 – VAR (P1 e P2)**

Para o Modelo 2 P1, pela Tabela 3.8, podemos ver que o índice VIX apresenta uma importância menor, do que no modelo anterior, para a explicação da dinâmica dos DIDPPC, lembrando-nos que nesse modelo a análise se faz considerando as variáveis em primeira diferença. Observamos que nesses modelos que consideram os fluxos em ICP em Ações Negociadas no País, estes fluxos tornam-se a variável mais importante para explicar a variância dos DIDPPC (28,97%, no décimo período), depois dela própria. A terceira variável mais importante para explicar os IDPPC deste modelo, no primeiro período é o índice BOVESPA (DIBOV), chegando a explicar 6,29%. Em quarto e último nível de importância temos o DVIX e o DCAMB, com 4,59% e 1,31%, respectivamente (todas para o décimo período).

Para a variação das ACNP temos resultados semelhantes ao da variação dos IDPPC (Modelo 2 P1), em que aquela apresenta-se bem exógena (87,29% explicada por ela própria), mas com relação importante com os IDPPC, que tem 9,48% de participação na sua variância. As demais variáveis, no entanto, apresentam pequena importância na variância da DACNP, sejam elas: DIBOV (2,64%); DVIX (0,53%); e DCAMB (0,06%) (todas para o décimo período).

**Tabela 3.8 – Decomposição da variância – Modelo 2 P1**

Decomposição da Variância para <b>DIDPPC P1</b> :						
<b>Período</b>	<b>S.E.</b>	<b>DVIX</b>	<b>DIBOV</b>	<b>DIDPPC</b>	<b>DACNP</b>	<b>DCAMB</b>
1	1185.022	2.732500	0.004368	97.26313	0.000000	0.000000
2	1484.546	5.316067	2.874554	90.47761	0.074997	1.256770
3	1520.515	5.635546	3.263681	86.87846	2.653329	1.568984
4	1687.669	4.837166	4.797474	70.52352	18.36855	1.473285
5	1817.258	4.199324	4.306626	63.25332	26.94828	1.292453
6	1841.683	4.590357	5.619456	61.68237	26.71702	1.390797
7	1875.053	4.448999	5.488328	61.61113	27.08869	1.362856
8	1908.140	4.511805	6.208039	59.49829	28.44655	1.335311
9	1930.428	4.465725	6.267229	58.92413	29.03787	1.305047
10	1934.426	4.585422	6.285643	58.84719	28.97206	1.309678
Decomposição da Variância para <b>DACNP P1</b> :						
<b>Período</b>	<b>S.E.</b>	<b>DVIX</b>	<b>DIBOV</b>	<b>DIDPPC</b>	<b>DACNP</b>	<b>DCAMB</b>
1	772.8663	0.626451	1.503050	0.001453	97.86905	0.000000
2	1046.045	0.366144	1.096664	2.187829	96.31865	0.030716
3	1109.200	0.326390	2.471437	9.242859	87.90752	0.051797
4	1181.528	0.375021	2.241428	11.88977	85.44805	0.045738
5	1309.697	0.318532	2.378247	9.813486	87.43278	0.056959
6	1382.623	0.393567	2.521929	9.139477	87.89148	0.053544
7	1391.459	0.442252	2.588513	9.777740	87.13624	0.055258
8	1409.660	0.453384	2.522738	9.929241	87.03844	0.056195
9	1440.278	0.505755	2.527359	9.516457	87.38936	0.061066
10	1454.578	0.526032	2.643027	9.479215	87.28775	0.063973

Fonte: Elaboração própria a partir do EViews 9.

Para o Modelo 2 P2 (Tabela 3.9) temos uma outra dinâmica dos IDPPC, em que esta passa a ser mais exógena ao modelo, sendo explicada 93,76% por si mesma. Para as demais

variáveis temos que a DACNP, DVIX, DIBOV e DCAMB tem importância de 2,35%, 2,32%, 1,24% e 0,36%, respectivamente, na variância dos IDPPC, para a análise do décimo período.

Já as ACNP apresentam um comportamento diferente, em que a sua variância apresenta agora maior relação com as variáveis do modelo, principalmente o DVIX (12,15%) e DIBOV (6,99%). Os IDPPC passam a apresentar menor importância para a variância das ACNP (2,43%), enquanto que o DCAMB continua influenciando muito pouco (0,23%) (todas para o décimo período).

**Tabela 3.9 – Decomposição da variância – Modelo 2 P2**

Decomposição da Variância para <b>DIDPPC P2</b> :						
<b>Período</b>	<b>S.E.</b>	<b>DVIX</b>	<b>DIBOV</b>	<b>DIDPPC</b>	<b>DACNP</b>	<b>DCAMB</b>
1	2371.311	0.038355	0.815703	99.14594	0.000000	0.000000
2	3083.416	0.159682	0.517359	98.09060	1.077834	0.154519
3	3208.736	1.190250	0.598158	96.51493	1.471275	0.225384
4	3230.888	2.097774	0.980841	95.19603	1.485486	0.239872
5	3256.123	2.316821	1.178674	94.26971	1.925923	0.308870
6	3267.950	2.321543	1.186079	93.89443	2.265781	0.332168
7	3269.748	2.319100	1.195570	93.82849	2.323772	0.333064
8	3270.253	2.320706	1.221736	93.79995	2.323991	0.333614
9	3270.840	2.322004	1.233942	93.77151	2.337887	0.334659
10	3271.057	2.322947	1.235244	93.76151	2.345276	0.335026
Decomposição da Variância para <b>DACNP P2</b> :						
<b>Período</b>	<b>S.E.</b>	<b>DVIX</b>	<b>DIBOV</b>	<b>DIDPPC</b>	<b>DACNP</b>	<b>DCAMB</b>
1	2399.260	12.07734	9.011206	0.287025	78.62443	0.000000
2	2914.900	12.76605	6.674106	0.728275	79.81775	0.013816
3	2992.970	12.30130	6.394103	1.871714	79.31458	0.118297
4	3009.251	12.20558	6.784174	2.397544	78.46183	0.150872
5	3020.987	12.15406	6.991636	2.394823	78.23297	0.226506
6	3023.430	12.13464	6.992833	2.411209	78.23511	0.226211
7	3023.944	12.14296	6.991744	2.428852	78.20904	0.227403
8	3024.271	12.14709	6.993455	2.430905	78.20118	0.227376
9	3024.367	12.14748	6.994321	2.430894	78.19994	0.227367
10	3024.378	12.14747	6.994299	2.431447	78.19940	0.227385

Fonte: Elaboração própria a partir do EViews 9.

Considerando agora a análise das FIRs, vemos que para o Modelo 2 P1 (Figura 3.3) as respostas da variação do IDPPC apresentam-se de forma alternada a choques no VIX, mas inicialmente demonstra uma relação positiva com este, confirmando o que foi encontrado no Modelo 1 P1.

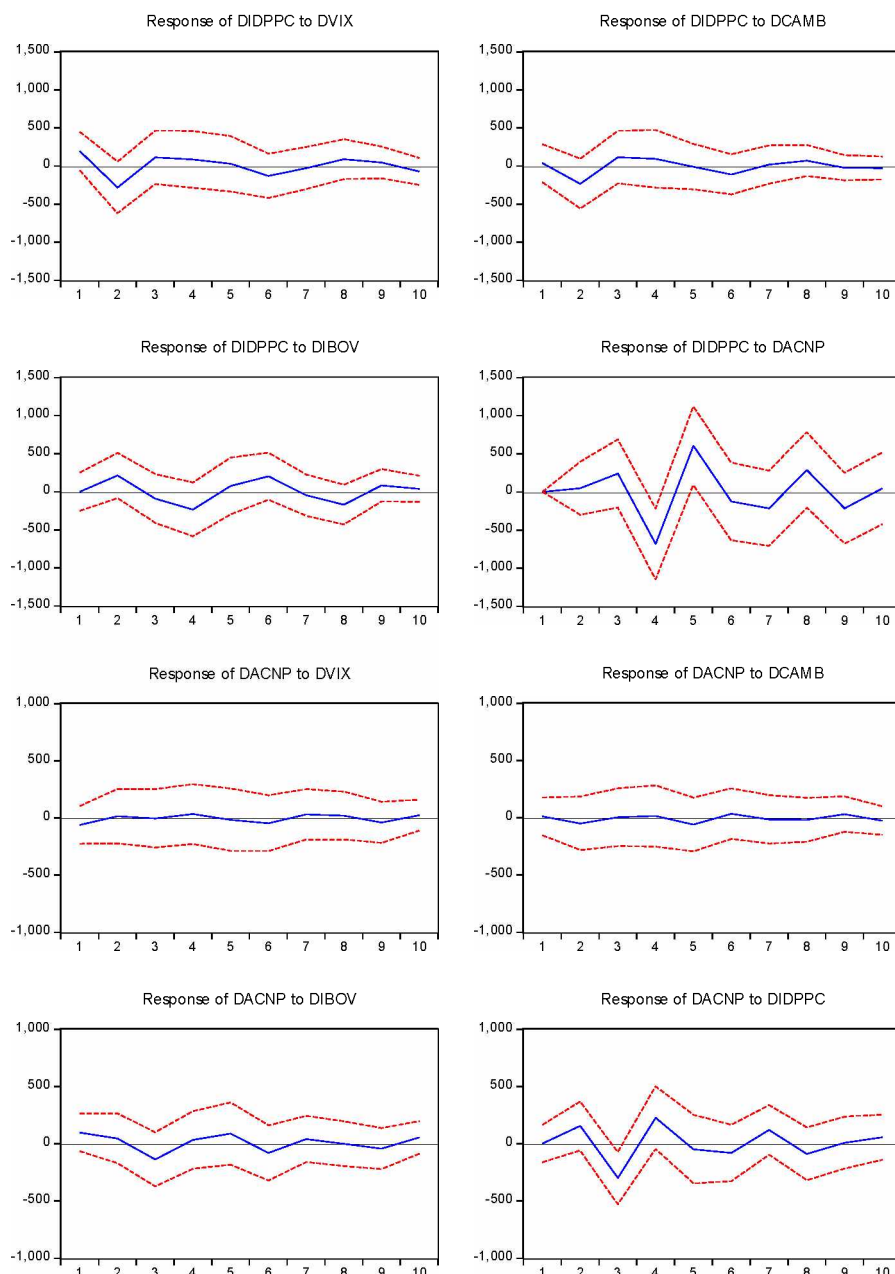
Para as DACNP as respostas do DIDPPC também apresentam comportamento alternado no tempo, mas como inicial relação positiva, indicando que estes fluxos seguem o mesmo movimento neste período.

Para a DIBOV o comportamento é o mesmo, com inicial relação positiva e posterior alternância.

As DACNP da mesma forma que os DIDPPC, apresentaram relação positiva a choques no DIBOV, assim como choques na própria DIDPPC, ainda que para os períodos subsequentes também tenhamos alternância destas respostas.

**Figura 3.3 – Funções Impulso Resposta Modelo 2 P1**

Response to Cholesky One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.



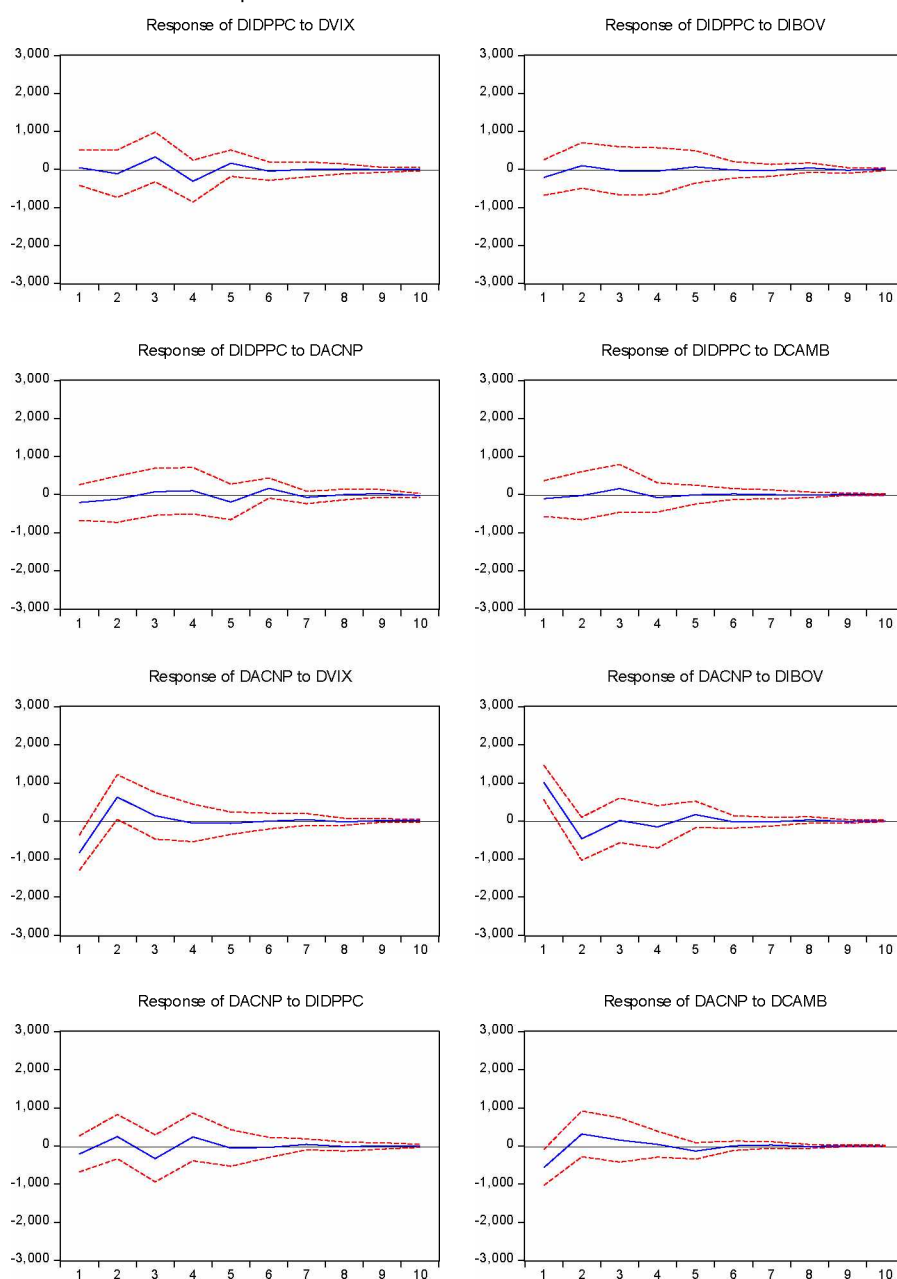
Fonte: Elaboração própria a partir do EViews 9.

Já para o Modelo 2 P2 (Figura 3.4) os DIDPPC apresentam respostas pequenas à impulsos em outras variáveis, sendo o impulso mais forte na sua resposta aquele dado por ela própria, em que um impulso positivo levaria inicialmente a uma resposta positiva dos DIDPPC, para posterior queda e consecutivo aumento destes.

Para as DACNP temos respostas mais efetivas à choques nas demais variáveis, principalmente à choques no DVIX, DIBOV e DIDPPC, além dela própria. A relação desta com o índice VIX e os IDPPC apresenta-se inicialmente de forma negativa, com posterior alternância, mas com maior efeito à choques no VIX. Assim, movimentos positivos do VIX ou variações positivas dos IDPPC levariam a uma variação negativa das ACNP. Para o DIBOV, no entanto, a relação é outra, em que choques positivos na variação do índice BOVESPA provocaria entradas dos fluxos via ACNP.

**Figura 3.4 – Funções Impulso Resposta Modelo 2 P2**

Response to Generalized One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.



Fonte: Elaboração própria a partir do EViews 9.

Numa análise conjunta dos resultados, vemos que os Modelos 1 revela-nos duas importantes questões:

1. Em ambos os períodos se verifica uma forte relação do IDPPC com o índice VIX, com defasagem.
2. Observa-se uma mudança de dinâmica entre P1 e P2. No primeiro período a relação do IDPPC com o índice VIX é positiva, e no segundo período é negativa.

Ou seja; confirma-se a hipótese da relação do IDPPC com a dinâmica da liquidez mundial. No primeiro período, o resultado vai ao encontro do que foi levantado no capítulo anterior: o de que os aplicadores internacionais buscam os Investimentos Diretos no Brasil visando os potenciais ganhos no setor produtivo e nos momentos de instabilidade não fogem e mais capitais se dirigem ao país buscando essa aplicação. No segundo período, temos uma mudança dessa dinâmica. Observa-se um forte crescimento dos capitais dirigidos a países periféricos na forma de Investimentos Diretos, e isso ocorre no Brasil, especialmente do caso dos IDPPC mas a dinâmica é outra. Um dos pontos é o de que esses fluxos passam a ter uma relação inversa à do índice VIX.

Para nós a dinâmica dos Investimentos Diretos Participação no Capital passa a ter uma perspectiva muito mais complexa e especulativa. Na medida em que países periféricos e avançados passam a apresentar problemas de crescimento, o direcionamento de capitais para compra de ações passa a centrar-se mais na lógica do potencial de ganho a partir da variação do preço das mesmas, vis a vis, o potencial de lucro. Nesse sentido, é que quando aumenta o VIX ocorre uma saída de recursos de estrangeiros do mercado acionário brasileiro, e quando ocorre o inverso, os capitais se dirigem rapidamente para esses mesmos mercados para comprar ações, ainda na baixa. Mas para nós, o comportamento desses fluxos é mais complexo ainda. A nossa perspectiva é a de que os fluxos de Investimentos Diretos Participação no Capital são fortemente influenciados pelos controles de capitais implantados no país, e os Modelos 2 nos dão mais pistas para a comprovação dessa hipótese.

O Modelo 2 nos esclarece um pouco mais esse movimento. Nele, buscamos observar especialmente as interações entre o movimento de IDPPC e o dos ICP em Ações Negociadas no País, e também com o índice BOVESPA, mantendo-se ainda o índice VIX no modelo.

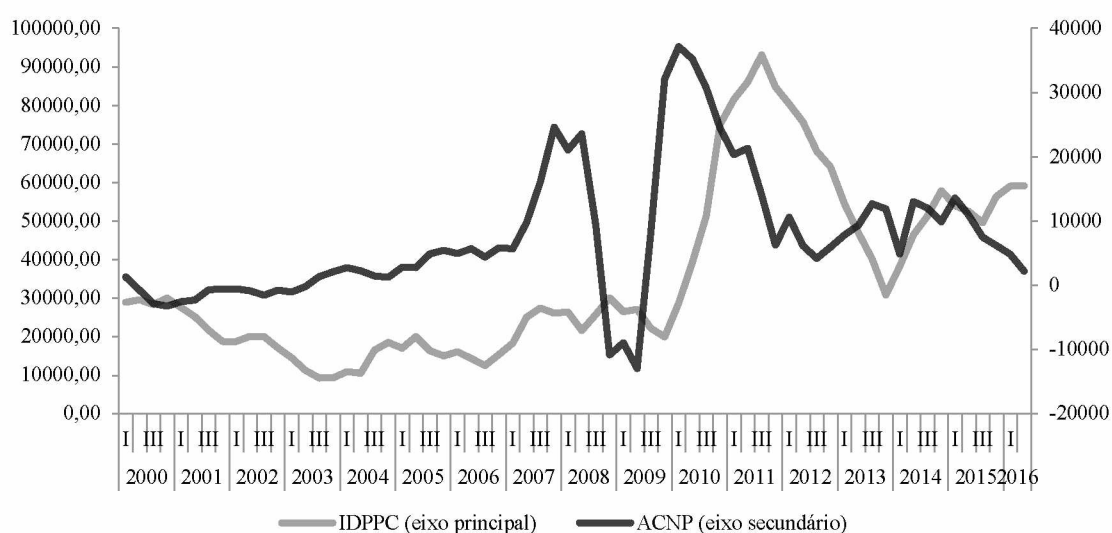
Um resultado importante é a forte relação entre IDPPC e os fluxos de Estrangeiros (passivos) em Ações Negociadas no País no primeiro período. Um dos pontos que queremos salientar, e que esse segundo modelo pode nos esclarecer, é o fato de que, para nós, conforme

indicado acima, no segundo período, existem fatores que influenciam a dinâmica de IDPPC e que são exógenos ao modelo – especialmente o controle de capitais.

No primeiro período, a dinâmica de IDPPC é semelhante a dinâmica dos Investimentos em Carteira em Ações Negociadas no País, sendo que a busca por essas aplicações visava a lógica de ganhos de longo prazo, conforme já salientamos na análise do Modelo 1, comentado acima. Mesmo no caso dos fluxos contabilizados como compra de ações (abaixo de 10% do controle acionário com direito a voto) esse é o pano de fundo.

Já no segundo período, existem outros fatores a influenciar a dinâmica dos Investimentos Diretos no País Participação no Capital. Para nós, parte importante de sua dinâmica tem a ver com a adoção de medidas internas de controles de capitais. Quando o país passa a cobrar IOFs<sup>63</sup> mais expressivos sobre ações e sobre títulos de renda fixa, há uma migração de recursos para a rubrica de Investimentos Diretos Participação do Capital (Gráfico 3.4). No caso dos Investimentos em Ações, compra-se um volume acima de 10% das ações ordinárias para que se possa fugir do controle. Para os títulos de renda fixa também pode ter ocorrido uma migração de recursos temporária, a fim de fugir da regulação. Os capitais podem ter entrado comprando ações contabilizadas como IDPPC e depois podem ter sido vendidas para se comprar títulos de renda fixa no país (IPEA, 2011a, c, e; CORRÊA *et al*, 2012).

**Gráfico 3.4 – Relação entre IDP Participação no Capital e ICP em Ações Negociadas no País – Brasil (valores acumulados em quatro trimestres em US\$ milhões)**



Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen.

<sup>63</sup> Tabela completa sobre alterações no IOF encontra-se nos anexos.

Nesse sentido é que o IDPPC passa a ser mais exógeno nesse segundo período, enquanto os fluxos de estrangeiros em ação mantêm uma relação importante com o IBOVESPA e com o índice VIX.

### **Considerações finais do capítulo**

Os resultados dos estudos aplicados confirmam nossas hipóteses essenciais com respeito à dinâmica da volatilidade dos fluxos de capitais analisados. No caso do estudo da volatilidade, os fluxos de Investimentos em Carteira confirmam sua dinâmica volátil, mas também os de Investimentos Diretos, indicam esse comportamento. Em ambos os casos a dinâmica da volatilidade apresenta um aprofundamento no segundo período, após a eclosão da crise de *subprime*.

No caso da análise VAR/VEC, que buscou aprofundar-se na compreensão dos IDPPC, os resultados também vão ao encontro das hipóteses levantadas.

A indicação é a de que no primeiro período ocorre uma fase de crescimento e estabilidade das economias periféricas (média de crescimento dos emergentes de 6,60%), período de alta liquidez internacional, elevado preço das *commodities*, fatores que vêm junto com o forte crescimento do direcionamento de recursos para esses países, via Investimento Direto.

A perspectiva da nossa análise foi a de que a busca por Investimentos Diretos, nesta fase, está essencialmente relacionada à questão produtiva – no sentido de que se vislumbrava o potencial de crescimento do país e de suas empresas. A relação positiva entre o VIX e o Investimento Direto Participação do Capital nos confirma essa hipótese, indicando que, nos momentos de instabilidade, os capitais buscaram ativos com potenciais de ganhos de longo prazo – no caso, buscaram a perspectiva do investimento produtivo no Brasil, a isso se agrega o fato de que nos momentos de instabilidade, a compra do controle dessas empresas fica mais barata: desvaloriza o câmbio e caem o preço das ações. A relação negativa com o VIX confirma essa hipótese: não se verificam fugas de capitais de IDPPC nos momentos de instabilidade – antes pelo contrário. Já no segundo período se observa uma mudança de dinâmica.

O Modelo 2 está nos mostrando essas relações e confirmando a mudança de dinâmica no segundo período. Após a eclosão mais intensa da crise de *subprime* no segundo semestre de 2008, que gerou uma saída abrupta de capitais – rompendo com a lógica de aplicações em Investimentos Diretos que se mantinha até então -, vemos que os Investimentos Diretos Participação do Capital e as Ações Negociadas no País crescem rapidamente em 2009, após a

adoção das medidas de restauração de liquidez e de queda da taxa de juros com o “*quantitative easing*” e da queda do índice VIX.

Note-se que a expansão dos Investimentos Diretos Participação do Capital permanece até 2011, enquanto que as aplicações em ações passam a decair no início de 2010. Ou seja; aquela relação estreita entre os dois fluxos sofre uma ruptura. A ruptura, para nós, tem a ver com a adoção das políticas de controle de capitais – fator exógeno a explicar parte do forte crescimento dos Investimentos Diretos Participação no Capital ocorrido até 2011. Os controles duram basicamente até 2013.

Os resultados dos modelos analisados nos fornecem algumas observações importantes. Primeiro: que os IDPPC guardam relação com o índice VIX nos dois períodos, ainda que o sentido desta relação se inverta de um para o outro período. Segundo: que estes fluxos apresentam relação próxima aos em Ações Negociadas no País, e foi afetado pelas mesmas variáveis que impactou esses fluxos.

Além disso, no segundo modelo destaca-se que, no segundo período, os IDP em Participação no Capital apresentaram uma dinâmica própria, em que entendemos ser o momento em que os fluxos entrantes nesta rubrica passaram a apresentar uma dinâmica mais especulativa.

Devemos observar que a dinâmica dos IDPPC se apresenta de forma mais complexa do que a dos ICP em ações, por conterem fluxos ligados às duas dinâmicas econômicas: os que buscam aplicações mais estáveis e ganhos de lucro olhado a perspectiva produtiva e os que buscam valorização essencialmente na esfera financeira.

Entendemos que os elementos levantados nesta seção se somam aos demais argumentos apresentados nas outras seções, no sentido de que os Investimentos Diretos no País não são puramente capitais destinados à atividade produtiva, com perfil de longo prazo, na medida em que parte dos fluxos em ID, também apresenta componentes especulativos e de curto-prazo.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Vimos que com o acirramento dos processos de desregulamentação financeira, liberalização externa e desenvolvimento das novas engenharias financeiras no século XX, a partir de 1970 e 1980, principalmente, os capitais circulantes no mundo aumentaram sobremaneira, de forma que a capacidade endógena de criação de moeda se fez presente num sistema monetário financeiro hierarquizado, segundo o *ranking* das moedas.

A consequência desse movimento foi a enxurrada de capitais sobre a conta financeira dos países periféricos, aproveitando-os dos novos mercados e das elevadas taxas de juros vigentes. Dadas as características deste sistema, os fluxos financeiros dirigidos aos países periféricos são muito mais ligados a fatores extranacionais (ciclos de liquidez, taxa de juros norte-americana) do que propriamente aos fundamentos macroeconômicos desses países, tornando-os mais reféns da dinâmica desses capitais do que propriamente responsáveis por seus movimentos intra-país.

No caso do Brasil, um país periférico, vemos que a dinâmica dos seus fluxos de capitais, não foge desta lógica. Neste interim, o país apresenta uma forte expansão da sua Conta Financeira, mas principalmente a partir de 2003, em que vemos não só um aprofundamento daquelas questões citadas (desregulamentação financeira, liberalização externa e desenvolvimento das novas engenharias financeiras), mas uma melhora substancial dos seus indicadores econômicos – dos periféricos como um todo – atrelados a elevadas taxas de juros.

Dentre os fluxos da Conta Financeira brasileira, mostramos que os Investimentos em Carteira, primordialmente, apresentam estas características, por demonstrar uma dinâmica altamente volátil e dependente da liquidez internacional. Mas vemos também que não só ele, os IC, mas que também os IDP apresentam esta característica. Estes últimos, além de representar boa parte dos fluxos entrantes na CF brasileira, pode apresentar dinâmica parecida com a dos IC pelo fato de que a entrada de capitais pela compra de mais de 10% do capital social de uma empresa em ações com direito a voto ser caracterizada como Investimento Direto no País (rubrica Participação no Capital). Ou seja; a entrada desses capitais pode ser configurada como mera troca de propriedade, e essas aplicações podem ser facilmente liquidadas pela venda das ações em mercado secundário. É a partir desta constatação que a hipótese do trabalho se verifica, de que não somente os Investimentos em Carteira tenham um caráter especulativo, mas que os Investimento Diretos também possuam, em parte essa característica, por serem fluxos fortemente relacionados a dinâmica da liquidez dos mercados financeiros globais.

A título de destaque foram primordialmente estas duas rubricas que determinaram a dinâmica da CF no período estudado (2000-2015), os ICP e os IDP.

Aos aspectos mais específicos da dinâmica da CF brasileira vemos:

- a) A dinâmica volátil e altamente dependente da liquidez internacional dos fluxos de Investimentos em Carteira e, a expansão de seus volumes após 2003, mas mais fortemente após 2006. Foi possível observar também que a variação desses ingressos foi determinada por fatores fora do alcance do país e mesmo quando indicadores macroeconômicos domésticos apresentavam melhora. Pela análise se constata a dinâmica dos “ciclos reversos”.
- b) Após 2009 são os fluxos de Investimentos em Carteira Passivos em TRF negociados no Mercado Doméstico que puxam os valores de Investimentos em Carteira, sendo que também os fluxos de Ações respondem positivamente, mas em patamares menores do que os dos anteriores. Destaca-se que esses fluxos foram afetados pelos controles de capitais pós 2010.
- c) Os Investimentos Diretos crescem expressivamente neste interim (2000-2015), mas que sua dinâmica pós 2009 é distinta daquela observada nos períodos anteriores. A nossa constatação é a de que nesse primeiro período (antes de 2009) a atração de Investimentos Diretos se dá por fatores ligados ao crescimento do país, e depois de 2009, fatores exógenos à essa questão foram mais incisivos na influência desses fluxos – especialmente os controles de capitais adotados nessa fase. Aí são incorporados uma maior parcela de fluxos com viés de curto prazo.

Os resultados dos estudos aplicados no Capítulo 3 confirmam nossas hipóteses essenciais com respeito à dinâmica da volatilidade dos fluxos de capitais analisados.

No caso do estudo da volatilidade (modelos ARCH/GARCH), os fluxos de Investimentos em Carteira confirmam sua dinâmica volátil, mas também os de Investimentos Diretos, indicam esse comportamento. Em ambos os casos a dinâmica da volatilidade apresenta um aprofundamento no segundo período, após a eclosão da crise de *subprime*.

No caso da análise VAR/VEC, que buscou aprofundar-se na compreensão dos IDPPC, os resultados também vão ao encontro das hipóteses levantadas.

A indicação é a de que no primeiro período ocorre uma fase de crescimento e estabilidade das economias periféricas, período de alta liquidez internacional, elevado preço das *commodities*, fatores que vêm junto com o forte crescimento do direcionamento de recursos para esses países, via Investimento Direto. Sendo assim, os IDP nesta fase, estariam mais

relacionados à questão produtiva – no sentido de que se vislumbrava o potencial de crescimento do país e de suas empresas. Já no segundo período se observa uma mudança de dinâmica.

Após a eclosão mais intensa da crise de *subprime* no segundo semestre de 2008, vemos que os Investimentos Diretos Participação no Capital e as Ações Negociadas no País crescem rapidamente em 2009 (após a adoção das medidas de restauração de liquidez e de queda da taxa de juros com o “*quantitative easing*” e da queda do índice VIX). Note-se que a expansão dos Investimentos Diretos Participação no Capital permanece até 2011, enquanto que as aplicações em ações passam a decair no início de 2010. Ou seja; aquela relação estreita entre os dois fluxos sofre uma ruptura. A ruptura, para nós, tem a ver com a adoção das políticas de controle de capitais – fator exógeno a explicar parte do forte crescimento dos Investimentos Diretos no País Participação no Capital ocorrido até 2011. Os controles duram basicamente até 2013.

Os resultados dos modelos analisados nos fornecem algumas observações importantes. Primeiro: que os IDPPC guardam relação com o índice VIX nos dois períodos, ainda que o sentido desta relação se inverta de um para o outro período. Segundo: que estes fluxos apresentam relação próxima aos em Ações Negociadas no País.

Além disso, destaca-se que no segundo período (pós 2008), os IDP em Participação no Capital apresentaram uma dinâmica própria, em que entendemos ser o momento em que os fluxos entrantes nesta rubrica passaram a apresentar uma dinâmica mais especulativa.

Devemos observar que a dinâmica dos IDPPC se apresenta de forma mais complexa do que a dos ICP em Ações, por conterem fluxos ligados às duas dinâmicas econômicas: os que buscam aplicações mais estáveis e ganhos de lucro olhado a perspectiva produtiva e os que buscam valorização essencialmente na esfera financeira.

Entendemos que os argumentos levantados na dissertação se somam, no sentido de que os Investimentos Diretos no País não são puramente capitais destinados à atividade produtiva, com perfil de longo prazo, na medida em que parte dos fluxos em ID, também apresenta componentes especulativos e de curto-prazo. Nesse sentido, o resultado da análise dos fluxos deve ser visto com cuidado e o debate do controle de capitais deve incorporar essa questão.

Ademais, outro fator importante a considerar é o fato de que a análise da vulnerabilidade externa, ligada ao perigo de reversão de recursos, também fica mais complexa, uma vez que os ID já não mais podem ser classificados com segurança como uma conta que possui fluxos estáveis (não voláteis).

Com este diagnóstico entendemos ser necessária uma maior supervisão sobre a conta IDP. Uma vez que ela possui forte relação com o cenário externo e também tem apresentado

volatilidade expressiva. Dada a característica contábil dos IDPPC, a análise dos IDP apenas no sentido tradicional, sentido produtivo, acarretaria em diagnósticos equivocados, fato que se aprofunda ainda mais, se não separarmos as rubricas de “Operações Intercompanhias” da rubrica “Participação no Capital”. Ao não se considerar essa questão, a rubrica de IDP podem ser utilizadas para driblar controles de capitais impostos sobre outras contas que tradicionalmente são consideradas de capitais mais especulativos, o que possivelmente impediria a efetivação do objetivo almejado.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALMEIDA FILHO, N. (1993). Uma Interpretação dos Limites Estruturais à Estabilidade nos Anos 80. Texto para discussão nº 29. Uberlândia: DEECO/UFU.
- ARESTIS, P. e DE PAULA, L.F. (2008). Financial liberalization and economic performance in emerging countries. Basingstoke: Palgrave Mac Millan.
- BACEN (2015a). Risco-país. Série perguntas mais frequentes. Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq%209-risco%20pa%C3%ADs.pdf>>. Acesso em: ago. 2016.
- BACEN (2015b). Nota Metodológica nº 3 – Investimentos diretos e renda primária (lucros). Estatísticas do Setor Externo – Adoção da 6ª Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos (BPM6). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/nm3bpm6p.pdf>. Acesso em 30 de agosto de 2016.
- BARBOSA-FILHO, N. H. (2007). Inflationtargeting in Brazil: 1999-2006” disponível em:<[www.networkideas.org](http://www.networkideas.org)>.
- BELLUZZO, L. G. (2016). Os emergentes e a globalização financeira. O Futuro do Desenvolvimento - Ensaio em Homenagem a Luciano Coutinho. Campinas, SP: Unicamp. p. 53-69.
- BELLUZZO, L. G. de M. e ALMEIDA, J. S. G. de (2002). Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- BIAGE, M.; CORRÊA, V. P.; NEDER, H. D. (2008). Risco País, fluxos de capitais e determinação da taxa de juros no Brasil: uma análise de impactos por meio da metodologia VEC. Revista de Economia, v. 9, p. 110-150, 2008.
- BIANCARELI, A. M. (2006). Países emergentes e ciclos internacionais. In: Ricardo de Medeiros Carneiro. (Org.). A supremacia dos mercados e a política econômica do Governo Lula. São Paulo: Editora Unesp.
- BIANCARELLI, A. M. (2015). O setor externo da economia brasileira, depois da bonança e da tempestade. Política Social e Desenvolvimento, v. 3, p. 14-19.
- BIANCARELLI, A. M. (2016). Constrangimentos externos, de natureza financeira, ao desenvolvimento: um olhar dissidente sobre o Brasil no cenário pós-bonança. In: CGEE. (Org.). Dimensões estratégicas do desenvolvimento brasileiro. Vol. 5 - Continuidade e mudança no cenário global: desafios à inserção do Brasil. 1ed.Brasília: CGEE
- BOLLERSLEV, T. (1986). Generalized autoregressive conditional heteroskedasticity. Journal of econometrics, v. 31, n. 3, p. 307-327.
- BOLLERSLEV, T. (1987). A Conditional Heteroskedastic Time Series Model for Speculative Prices and Rates of Return. Review of Economics and Statistics, 69, 542-547.
- BOLLERSLEV, T., ENGLE, R., e WOOLDRIDGE, J. (1988). A capital asset pricing model with time-varying covariances. The Journal of Political Economy, 96(1):116.
- BROOKS, C (2002). Introductory econometrics for finance. Cambridge: Cambridge University.
- BUENO, R. de L. da. S. (2011). Econometria de Séries Temporais. CENGAGE Learning Edições Ltda, São Paulo, Segunda Edição.

- CARDIM DE CARVALHO, F. (2008). Entendendo a recente crise financeira global. Artigo escrito para o IBASE. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/Akb/clipping/9.pdf>>. Acesso em: nov. 2016.
- CARNEIRO, R. M. (2010). O dólar e seus rivais. Observatório da economia global, abr. 2010. Textos avulsos, n. 1.
- CARVALHO, L. F. (2014). Ensaios sobre volatilidade: taxa de câmbio, investimento estrangeiro, governança corporativa e preços de ações. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade Federal de Uberlândia, Instituto de Economia, Uberlândia, MG.
- CHESNAIS, F. (1996). A mundialização do capital. São Paulo: Xamã.
- CHICK, V. (1994). A evolução do Sistema bancário e a teoria da poupança, dos investimentos e dos juros. Ensaios FEE (15)1.
- CINTRA, M. A. M. (1998). A montagem de um novo regime monetário financeiro nos Estados Unidos: 1982-94. São Paulo: FUNDAP.
- CINTRA, M. A. M. e FARHI, M. (2008). A crise financeira e o global shadow banking system. Novos estudos – CEBRAP, n. 82, p. 35-55.
- CINTRA, M. e ACIOLY, L. (2012). O financiamento das contas externas brasileiras: 2003-2010. In: MONTEIRO, A. et al. Brasil em desenvolvimento 2011. Brasília: Ipea, v.2, f.p. 391-430.
- CORRÊA, V. P. (1996). A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento. Campinas/SP. Tese (Doutorado em Economia), Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP.
- CORRÊA, V. P. (2004). Política macroeconômica e dinâmica do Déficit Público pós Plano Real - a interrelação com o modelo de abertura financeira. In: IV Colóquio Latino Americano de Economistas Políticos, 2004, São Paulo.
- CORRÊA, V. P. (2006). Liberalização financeira e vulnerabilidade externa para os países que não têm moeda forte: uma análise do caso brasileiro pós abertura financeira. Anais do XI Encontro Nacional de Economia Política. VITÓRIA: SEP, 2006.
- CORRÊA, V. P.; MOLLO, M. L. R.; BIAGE, Milton (2008). Vulnerabilidade de Mercado x Vulnerabilidade de País: a volatilidade dos fluxos financeiros no Brasil Anais do XXXVI Encontro Nacional de Economia. Salvador: ANPEC.
- CORRÊA, V. P.; MESSEMBERG, R. P.; BRAGA, J. M.; SILVA, R. P. (2012). Instability of capital inflows and financial assets returns in the Brazilian Economy. In: V Encontro Internacional da AKB, 2012, Rio de Janeiro. Anais do V Encontro Internacional da AKB. Rio de Janeiro: AKB, 2012. v. 1. p. 1-35.
- CORRÊA, V. P. e XAVIER, Clésio Lourenço (2014). Modelo de crescimento, dinâmica do Balanço de pagamentos e fragilidades. In: Vanessa Petrelli Corrêa. (Org.). Padrão de Acumulação e desenvolvimento brasileiro. 1ed. São Paulo: Ed Fundação Perseu Abramo.
- CORRÊA, V. P. e SANTOS, Claudio Hamilton (2014). Modelo de crescimento brasileiro e mudança estrutural avanços e limites in Padrão de Acumulação e desenvolvimento brasileiro. In: Vanessa Petrelli Corrêa. (Org.). Padrão de Acumulação e desenvolvimento brasileiro. 1ed. São Paulo: Ed Fundação Perseu Abramo, 2014.
- CORRÊA, V. P. e PEREIRA, V. P. (2016). Hierarquia das moedas e fluxos de capitais para países periféricos: a vulnerabilidade dessa equação considerando o período pós 2008. O Futuro do Desenvolvimento - Ensaios em Homenagem a Luciano Coutinho. Campinas, SP: Unicamp.

- CUNHA, A. M.; PRATES, D. M. (2009). O Efeito-Contágio da Crise Financeira Global nos Países Emergentes. In: XIV Encontro Nacional de Economia Política. XIV Encontro Nacional de Economia Política.
- CUNHA, A. M.; PRATES, D. M.; DA SILVA BICHARA, J. (2009). O efeito contágio da crise financeira global nos países emergentes. *Indicadores Econômicos FEE*, 37(1).
- DE CONTI, B. M.; PRATES, D. M. e PLIHON, D. (2013). “ O sistema monetário internacional e seu caráter hierarquizado” in CINTRA, M. A. M e MARTINS, A. R. A. (orgs) *As transformações no Sistema Monetário Internacional*. Brasília: ed. IPEA (disponível no site [www.ipea.gov.br](http://www.ipea.gov.br)).
- DE CONTI, B.M.; PRATES, D.M. e PLIHON, D. (2014). A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. *Economia e Sociedade*, no prelo.
- DE FREITAS, M. C. P. e CAGNIN, R. F. (2012). Tributação das transações financeiras: a experiência brasileira com o IOF e a CPMF.
- DE PAULA, L.F (1998). Comportamento dos bancos, posturas financeiras e oferta de crédito: de Keynes a Minsky. *Análise Econômica (UFRGS)*, Porto Alegre, v. 16, n 29.
- DE PAULA, L.F (2014). *Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia: uma abordagem keynesiana*. Rio de Janeiro: Eslevier/Campus.
- DE PAULA, L.F. e PRATES, D. M. (2015). Cuenta de capitales y la regulación de derivados del mercado de divisas: la experiencia reciente de Brasil. *Investigación económica- Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México*. Vol LXXIV.
- DE PAULA, L. F. R.; PRATES, D. (2016). Financial flows to emerging economies and policy alternatives post 2008. In: Gevorkyan, A.; Canuto, O. . (Org.). *Financial Deepening and Post-Crisis Development in Emerging Markets: Current Perils and Future Dawns*. 1aed.Londres: Palgrave Macmillan, 2016.
- EICHENGREEN, B. e HAUSMANN, R (2003). Original Sin: The Road to Redemption. In B. Eichengreen and R. Hausmann (eds), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, Chicago: University of Chicago Press.
- EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R. e PANIZZA, U (2007). Currency Mismatches, Debt Intolerance, and Original Sin Why They Are Not the Same and Why It Matters in Segastian Edwards, editor, *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, Chicago: University of Chicago Press.
- ENGLE, R. (1982). Autorregressive conditional heteroskedasticity with estimates of United kingdom inflation. *Econometrica*, Chicago, v. 50, n. 4, p. 987-1008, Jul.
- FERRARI FILHO, F. (1999). Do obituário do Plano Real às condições de sustentabilidade da estabilização econômica. *Indicadores Econômicos FEE*, 27(1), 84-89.
- FERREIRA, C. K. L. e de FREITAS, M. C. P. (1990). *Mercado Internacional de crédito e inovações financeiras (Vol. 1)*. Fundação do Desenvolvimento Administrativo, Instituto de Economia do Setor Público.
- FERREIRA, C.K.L. (1993). "Custos de capital, condições de crédito e competitividade: instituições oficiais de crédito, financiamento de longo prazo e mercado de capitais". Documento da pesquisa - Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira. Campinas (mimeo).

FMI (2011). Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework. Preparado pelo departamento de Estratégia, Política e Prepared by the Strategy, Policy, and Review Department. In consultation with Legal, Monetary and Capital Markets, Research, and other Departments. Fevereiro de 2001, disponível em <www.imf.org>.

FMI (2012). Global Financial Stability Report, abril.

FMI (2013). Global Financial Stability Report, dezembro.

FMI (2014). Global Financial Stability Report, abril.

FREITAS, M. C. P.; PRATES, D. M. (2008). Investimentos estrangeiros nos sistemas financeiros latino-americanos: os casos da Argentina, do Brasil e do México. R. Econ. contemp., Rio de Janeiro, v. 12, n. 2, p. 189-218, maio/ago.

FRITZ, B.; PAULA, L. F. R. e PRATES, D (2016). Hierarquia de moedas e redução da autonomia de política econômica em economias periféricas: uma análise keynesiano-estruturalista. In: Ferrari Filho, F.; Terra, F. H. B. . (Org.). Keynes: Ensaio sobre os 80 Anos da Teoria Geral. 1aed. Porto Alegre: Tomo Editorial.

GARCIA, M e OLIVARES, G (2001). O Prêmio de risco da taxa de câmbio no Brasil durante o Plano Real. Rev. Bras. Econ. vol.55 no.2 Rio de Janeiro Apr/Jun 2001.

GARCIA, M. e DIDIER, T. (2003). Taxa de juros, risco cambial e risco Brasil. Revista Pesquisa e Planejamento econômico. vol.33, n.2, ago 2003.

GUJARATI, D. N. e PORTER, D. C. (2011). Econometria Básica-5. AMGH Editora.

IMF (International Monetary Fund) (2011). Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework. Prepared by the Strategy, Policy, and Review Department. In consultation with Legal, Monetary and Capital Markets, Research, and other Departments. Approved by Reza Moghadam, February.

IPEA (2011a). Carta de conjuntura nº 13. Brasília: jun. 2011. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=9370&Itemid=3](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=9370&Itemid=3)>. Acesso em: set. 2016.

IPEA (2011b). Conjuntura em foco nº 14. Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas. GAP – grupo de análise e previsões. Brasília: jun. 2011. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=8939&Itemid=3](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=8939&Itemid=3)>. Acessado em: 14 de junho de 2016.

IPEA (2011c). Carta de conjuntura nº 15. Brasília: dez. 2011. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=12659&Itemid=3](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=12659&Itemid=3)>. Acesso em: set. 2016.

IPEA (2011d). Conjuntura em foco nº 15. Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas. GAP – grupo de análise e previsões. Brasília: ago. 2011. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=9995&Itemid=3](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=9995&Itemid=3)>. Acessado em: 14 de junho de 2016.

IPEA (2011e). Carta de conjuntura nº 13. Brasília: jun. 2011. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=9370&Itemid=3](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=9370&Itemid=3)>. Acesso em: set. 2016.

IPEA (2012a). Carta de conjuntura nº 16. Brasília: mai. 2012. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=14143&Itemid=3](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=14143&Itemid=3)>. Acesso em: set. 2016.

- IPEA (2012b). Carta de conjuntura nº 17. Brasília: dez. 2012. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=16527&Itemid=3](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=16527&Itemid=3)>. Acesso em: set. 2016.
- IPEA (2013a). Carta de conjuntura nº 20. Brasília: set. 2013. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=19936&Itemid=3](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=19936&Itemid=3)>. Acesso em: set. 2016.
- IPEA (2013b). Carta de conjuntura nº 21. Brasília: jun. 2013. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=20993&Itemid=3](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=20993&Itemid=3)>. Acesso em: set. 2016.
- IPEA (2014). Carta de conjuntura nº 24. Brasília: out. 2014. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=23717&Itemid=3](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=23717&Itemid=3)>. Acesso em: set. 2016.
- IPEA (2015a). Carta de conjuntura nº 28. Brasília: set. 2014. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=26196&Itemid=3](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=26196&Itemid=3)>. Acesso em: set. 2016.
- IPEA (2015b). Carta de conjuntura nº 29. Brasília: dez. 2015. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=26918&Itemid=3](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=26918&Itemid=3)>. Acesso em: set. 2016.
- CROCCO, M.; JAYME JÚNIOR, F. G. (2005). Vulnerabilidade Externa e Saldos Comerciais no Brasil. In: Novo Desenvolvimentismo: Um projeto nacional de crescimento com equidade social / Org. João Sicsú, Luis Fernando de Paula e Renault Michel. Barueri: Manole, p. 145-161.
- KALTENBRUNNER, A.; PAINCEIRA, J. P. (2015). Developing countries' changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: the Brazilian experience. Cambridge Journal of Economics, v. 39.
- KENEN, P. B. (2011). Currency internationalization: an overview. BIS Papers, 61, 9-18.
- KEYNES, J. M. (1982). A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. São Paulo, Ed. Atlas.
- KEYNES, J. M. (1992a). “A teoria ex-ante da taxa de Juros” in Clássicos da Literatura Econômica. Brasília, IPEA.
- KEYNES, J. M. (1992b). “Teoria alternativas da taxa de Juros” in Clássicos da Literatura Econômica. Brasília, IPEA.
- LABANCA, R. C. (2016). Determinantes financeiros e macroeconômicos do investimento direto: um estudo para o caso brasileiro. Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade Federal Fluminense, Faculdade de Economia, Niterói, RJ.
- LELLIS JUNIOR, L. C (2015). O impacto da *quantitative easing* americano no preço dos ativos brasileiros. Dissertação de Mestrado - Fundação Getúlio Vargas, Escola de Pós-Graduação em Economia. Rio de Janeiro, RJ.
- MARQUES, R. M. e NAKATANI, P. (2013). Crise, capital fictício e afluxo de capitais estrangeiros no Brasil. Caderno CRH, 26(67).
- MATTOS, O. M. B. (2015). Bancos, “*shadow banks*” e moeda endógena: desafios à política monetária do Federal Reserve no século XXI. Tese de Doutorado – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia. Campinas, SP.

- MENDONÇA, A.R.R. (2005). Instabilidade e Ocorrência de Crises em Mercados Financeiros: um Estudo a partir de Diferentes Contribuições Teóricas. *Pesquisa & Debate*, São Paulo.
- MENDONÇA, A.R.R e DEOS, S. (2009). Crises in the financial regulation of finance-led capitalism: a Minskyan analysis. *Revue de la Regulation: capitalisme, institutions, pouvoirs*, v. 6, p. 1.
- MINSKY, H. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press.
- MOLLO, M. L. R. e AMADO, A. M. (2006). Liberalização e Financeirização das Economias: a teoria da preferência pela liquidez e a necessidade de controles regulatórios, em F. Ferrari Filho (Org.) *Teoria Geral setenta anos depois – Ensaios sobre Keynes e Teoria Pós-Keynesiana*, UFRGS Editora, Porto Alegre.
- MOLLO, M. L. R. (2004). Ortodoxia e Heterodoxia Monetárias: a questão da neutralidade da moeda. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 24(3), julho.
- MORETTIN, P. A. (2008). *Econometria financeira: um curso em séries temporais financeiras*. São Paulo: Edgard Blücher.
- MUNHOZ, V. C. V. (2010). Vulnerabilidade externa no Brasil: Ensaios sobre Fluxos Internacionais de Capitais, Instabilidade Financeira e Controles de Capitais. Tese (Doutorado em Economia) - Universidade Federal de Minas Gerais, Faculdade de Ciências Econômicas, Belo Horizonte, MG.
- MUNHOZ, V. C. V. e CORRÊA, V. P. (2009). Volatilidade dos fluxos de capitais do Balanço de Pagamentos brasileiro: uma análise por meio do Modelo ARCH (modelo auto-regressivo com heterocedasticidade condicional). *Análise Econômica (UFRGS)*, v. 27.
- NELSON, D. B. (1991). Conditional heteroskedasticity in asset returns: A new approach. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, p. 347-370.
- OREIRO, J. L.; DE PAULA, L. F. (2009). Política cambial e a quermesse do dr. Geninho. Disponível em: < <http://www.bresserpereira.org.br/view.asp?cod=3621>>. Acesso em: ago. 2016.
- PAINCEIRA, J. P. e CARCANHOLO, M. D.(2005). Determinação dos Fluxos de Capitais e Política Econômica. In: *I Workshop Interinstitucional - Grupo de Pesquisa em Finanças*, 2005, Uberlândia. *Anais do I Workshop Interinstitucional - Grupo de Pesquisa em Finanças*.
- PAINCEIRA, J. P. e CARCANHOLO, M. D.(2009). Crise Alimentar e Financeira: a lógica especulativa atual do capital fictício. In: *IX Colóquio Latino-americano de Economistas Políticos y V Colóquio de la SEPLA*, 2009, São Paulo. *Anais do IX Colóquio Latino-americano de Economistas Políticos y V Colóquio de la SEPLA*.
- PEREIRA, V.P. (2015). A vulnerabilidade externa da Economia Brasileira advinda dos fluxos financeiros: uma análise do período 2000-2014. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade Federal de Uberlândia, Instituto de Economia, Uberlândia, MG.
- PRATES, D. M. e FARHI, M. (2004). Economias emergentes e ciclos de liquidez. *Anais do IV Colóquio de Economia da América Latina*, FGV, SP.
- PRATES, D. M. (1999). Investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico. Abertura externa e sistema financeiro, São Paulo, Fundación de Desarrollo Administrativo/IPEA, por publicarse.
- PRATES, D. M. (2005). As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 263--288, maio/ago. 2005.

- PRATES, D. M. (2006). A inserção externa da economia brasileira no governo Lula. *Política Econômica em foco*, n° 7, Campinas.
- PRATES, D. M. e CUNHA, A. M. (2013). Controles de capitais e o perfil do passivo externo brasileiro: tendências recentes e perspectivas. *Indicadores Econômicos FEE*, Vol. 40, p. 71-82.
- PRATES, D. M. e CINTRA, M. (2007). Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil. Campinas: IE/Unicamp.
- PRATES, D. M.; CUNHA, A. M. (2014). A dinâmica dos fluxos de capitais em tempos de instabilidade: o desempenho do Brasil no primeiro semestre de 2013. *Indic. Econ. FEE*, Porto Alegre, v. 41, n. 3, p. 9-22.
- PRATES, D.M. (2005). As Assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional, *Revista de Economia Contemporânea*, Volume 9, n° 2, Maio-Agosto.
- RESENDE, M. F. e AMADO, A. M. (2007). “Liquidez Internacional e Ciclo Reflexo: Algumas Observações para a América Latina”. *Revista de Economia Política*, v. 27, p. 41-59, 2007.
- RIBEIRO, F. J. S. P. (2016). Reavaliando a vulnerabilidade externa da economia brasileira: indicadores e simulações. Brasília. In: IPEA. Carta de conjuntura n° 32: jul-set. 2016. Rio de Janeiro: IPEA, 2016. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/160811\\_cc32\\_nt\\_reavaliando\\_a\\_vulnerabilidade.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/160811_cc32_nt_reavaliando_a_vulnerabilidade.pdf)>. Acesso em: nov 2016.
- ROSA, R. S. e BIANCARELLI, A. M. (2015). Passivo externo, denominação monetária e as mudanças na vulnerabilidade da economia brasileira. In: 43o Encontro Nacional de Economia, 2015, Florianópolis. Anais do 43o Encontro Nacional de Economia, 2015.
- ROSA, R. S. e BIANCARELLI, A. M. (2016). Determinantes do processo de desdolarização do passivo externo brasileiro. In: 44° Encontro Nacional de Economia, 2016, Foz do Iguaçu. Anais do 44° Encontro Nacional de Economia.
- ROSSI, Pedro (2012). Taxa de câmbio no Brasil: dinâmicas da especulação e da arbitragem. Campinas: Unicamp, Instituto de Economia (Tese de Doutorado em Economia).
- SÁ, M. T. V.; ALMEIDA, J. S. G. (2006). Investimento Direto Estrangeiro no Brasil: um panorama. Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial.
- SERRANO, F e SUMMA, R. (2012). “A Desaceleração Rudimentar da Economia Brasileira desde 2011”. Texto para discussão IE/UFRJ.
- SERRANO, F.; SUMMA, R. (2011). Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileira dos anos 2000. Anais do IV encontro da associação Keynesiana Brasileira.
- SOUZA, H. F. (2015). A dinâmica do Balanço de Pagamentos Brasileiro nos anos 2000 e o movimento dos fluxos de capitais: a especificidade dos fluxos com viés de curto prazo. Monografia (Ciências Econômicas) - Universidade Federal de Uberlândia, Instituto de Economia, Uberlândia, MG.
- SUMMA, R e BRAGA, J (2014). Taxa de juros, taxa de câmbio e Inflação no período do Sistema de Metas de Inflação no Brasil In: Vanessa Petrelli Corrêa. (Org.). Padrão de Acumulação e desenvolvimento brasileiro. 1ed. São Paulo: Ed Fundação Perseu Abramo, 2014.
- UNCTAD (2011). Trade and Development Report - Post-crisis Policy Challenges in the World Economy. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.

UNCTAD (2012). Trade and Development Report, 1981– 2011: Three Decades of Thinking Development. United Nations Publication. Sales No. E .12.II .D.5, New York and Geneva.

UNCTAD (2013). Trade and Development Report- Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy. United Nations publication. Sales No. E .13.II .D.3.

VALOR (2014). Fed anuncia fim do programa de compra de ativos. Jornal Valor Econômico. Disponível em:<<http://www.valor.com.br/financas/3756124/fed-anuncia-fim-do-programa-de-compra-de-ativos>>. Acesso em: set. 2016.

WRAY, R. (2015). Minsky on Banking: Early Work on Endogenous Money and the Prudent Banker by L. Randall Wray\*. Working paper no 827, Levy Economics Institute of Bard College January 2015.

## APÊNDICE

### **Apêndice I – Principais modificações metodológicas na contabilização do Balanço de Pagamentos brasileiro (BPM6)**

Desde abril de 2015 o Bacen passou a divulgar os dados do Balanço de Pagamentos e da Posição Internacional de Investimento em conformidade com a 6ª edição do manual do FMI<sup>64</sup>. Este novo manual, BPM6, criado em 2009, substitui o antigo BPM5, que vigorava desde 1993. A nova metodologia aperfeiçoará o padrão estatístico do BP, alinhando-o à metodologia internacional<sup>65</sup> (System of National Accounts) e também à nacional (IBGE).

A principal mudança do BPM5 para o BPM6 está na transição da contabilidade do princípio direcional para o critério de ativos e passivos. Antes (BPM5), a “nacionalidade” das empresas/agentes era o determinante para identificar a transação, já a nova metodologia (BPM6) foca na residência do credor e/ou devedor. A título de exemplo temos que: no BPM5 “se uma subsidiária ou controlada não residente fornecesse crédito para sua matriz residente no Brasil, esse passivo brasileiro era classificado como “reduzidor de ativo”, na conta de investimentos brasileiros diretos no exterior (IBD). Na prática, os empréstimos entre empresas de grupo econômico de capital brasileiro eram sempre registrados na conta de IBD, mesmo quando o recurso era tomado junto à empresa não residente” (BACEN, 2015a). Já no BPM6, “para uma relação de investimento direto (matriz e subsidiária é o caso mais comum) os créditos concedidos por uma empresa residente no Brasil a outra empresa residente no exterior são registrados na conta de Investimento Direto – Ativos, ou seja, investimento direto do Brasil no exterior” (BACEN, 2015a).

Neste mesmo sentido, temos também que enquanto no BPM5 o valor positivo de alguma conta representava maior entrada de recursos que saída, no BPM6 a contabilização é diferente. Se a conta analisada for referente a algum ativo (passivo), valores positivos vão expressar maior quantidade de recursos saindo do país (resto do mundo) em direção ao resto do mundo (país). Já as contas líquidas, que fazem a contraposição entre ativos e passivos, serão contabilizadas como Ativos menos Passivos. Assim, enquanto antes, valores positivos

---

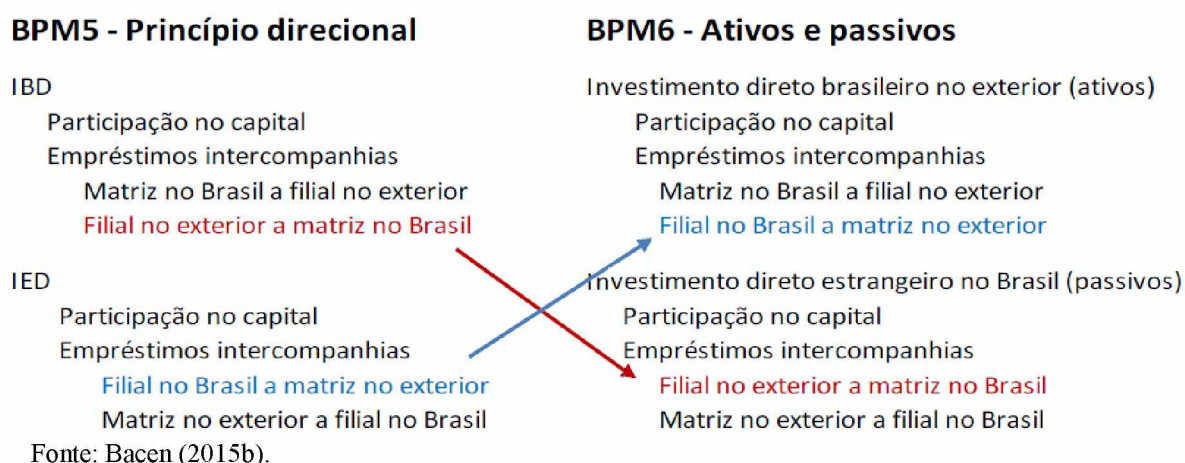
<sup>64</sup> Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>.

<sup>65</sup> Países que já utilizam a nova metodologia: Países europeus, Estados Unidos, Austrália, Canadá, Chile, Colômbia, Rússia, África do Sul, Índia, Arábia Saudita, Coreia do Sul, Malásia, Indonésia, Filipinas, Tailândia ([http://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/Tulio\\_Maciel\\_Novo\\_BPM6\\_22\\_04\\_2015.pdf](http://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/Tulio_Maciel_Novo_BPM6_22_04_2015.pdf)).

representavam maior entrada de recursos, na nova metodologia, valores positivos (lembrando que apenas nas contas líquidas) vão representar maior saída de recursos<sup>66</sup>.

Uma possível alteração na conta Operações Intercompanhia pode advir da troca de algumas contas com a alteração do princípio direcional para o critério de ativos e passivos. Dento desta mudança temos como exemplo a relação entre matrizes e filiais, na qual agora, no BPM6, transações entre filiais no Brasil às matrizes no exterior não são mais contabilizadas como Investimento Estrangeiro Direto, mas como Investimento Direto brasileiro no Exterior (ativos), chamado de investimento reverso. Para melhor visualização desta mudança temos o exemplo abaixo.

**Figura 6.1 – Mudanças de contas entre BPM5 e BPM6**



Dentre os impactos mais fortes com a nova contabilização temos a maior “internacionalização” da economia brasileira (aumento do IDE participação no capital e da propriedade de títulos domésticos por não-residentes) e elevação da relação TC/PIB pelo dato da contabilização dos lucros reinvestidos e juros relativos à dívida doméstica em mão de não residentes<sup>67</sup>.

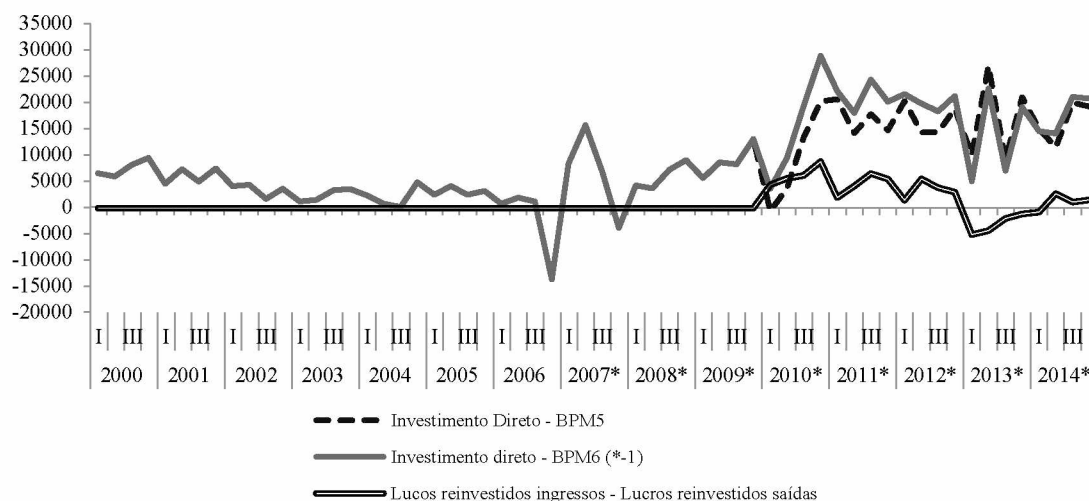
Com isto temos que os saldos dos Investimentos Diretos se elevaram, já que a nova metodologia passa a incorporar nessa rubrica os lucros reinvestidos (sendo os ingressos dos lucros reinvestidos maior que as saídas). Se olharmos nos gráficos abaixo podemos ver que o Investimento Direto no BPM6 é maior que o Investimento Direto no BPM5, e que a maior parte dessa diferença se deve aos lucros reinvestidos, ainda que não somente a estes, como fica evidente no gráfico XX. Lembrando que esta diferença se encontra na rubrica Participação no

<sup>66</sup> Para maior facilidade na análise continuamos utilizando a lógica do BPM5, para este caso, em que valores positivos representam entradas e negativos saídas. Para tanto invertemos os sinais das contas ao construirmos nossos gráficos.

<sup>67</sup> Estes fluxos têm contrapartida na Conta Financeira e não interferem no mercado cambial.

Capital, principalmente, de forma que os dados da rubrica Operações Intercompanhia permanecem no BPM6 próximos aos do BPM5.

**Gráfico 6.1 – Investimento Direto BPM5 e BPM6 – Brasil – valores acumulados e quatro trimestres em US\$ milhões**



Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen.

A conta Investimento em Carteira em título de renda fixa também apresenta uma alteração significativa entre as duas metodologias, uma vez que o BPM6 passa a incorporar a parcela dos cupons pagos pelos títulos negociados no mercado doméstico que não saem do mercado nacional, mas que são contabilizados como saídas na conta de rendas e entrada de IC em títulos de renda fixa.

## Apêndice II – Tabelas Adicionais

**Tabela 6.1 – Teste de cointegração estatística do Traço (para a existência de intercepto e tendência linear no vetor de cointegração e tendência quadrática no nível) para modelo 1 P1**

Nº Equações	Autovalor	Estatística do Traço	Valor crítico 5%	Prob.
Nenhum *	0.434742	88.27304	60.06141	0.0000
No máximo 1	0.253516	36.93040	40.17493	0.1022
No máximo 2	0.070859	10.61616	24.27596	0.8121
No máximo 3	0.041056	4.001632	12.32090	0.7107
No máximo 4	0.002537	0.228584	4.129906	0.6904

O teste do traço indica uma equação de cointegração ao nível de 5%.

\*Indica a rejeição da hipótese ao nível de 0,05.

**Tabela 6.2 – Teste de cointegração estatística máximo Autovalor (para a existência de intercepto e tendência linear no vetor de cointegração e tendência quadrática no nível) para modelo 1 P1**

Nº Equações	Autovalor	Est. Máximo Autovalor	Valor crítico 5%	Prob.
Nenhum *	0.434742	51.34264	30.43961	0.0000
No máximo 1*	0.253516	26.31424	24.15921	0.0252
No máximo 2	0.070859	6.614527	17.79730	0.8468
No máximo 3	0.041056	3.773048	11.22480	0.6648
No máximo 4	0.002537	0.228584	4.129906	0.6904

O teste do traço indica uma equação de cointegração ao nível de 5%.

\*Indica a rejeição da hipótese ao nível de 0,05.

**Tabela 6.3 – Teste de cointegração estatística do Traço (para a existência de intercepto e tendência linear no vetor de cointegração e tendência quadrática no nível) para modelo 1 P2**

Nº Equações	Autovalor	Estatística do Traço	Valor crítico 5%	Prob.
Nenhum *	0.408060	117.2106	79.34145	0.0000
No máximo 1*	0.270966	63.72689	55.24578	0.0075
No máximo 2	0.173652	31.49139	35.01090	0.1135
No máximo 3	0.110698	12.03596	18.39771	0.3064
No máximo 4	0.000681	0.069535	3.841466	0.7920

O teste do traço indica uma equação de cointegração ao nível de 5%.

\*Indica a rejeição da hipótese ao nível de 0,05

**Tabela 6.4 – Teste de cointegração estatística máximo Autovalor (para a existência de intercepto e tendência linear no vetor de cointegração e tendência quadrática no nível) para modelo 2 P2**

Nº Equações	Autovalor	Est. Máximo Autovalor	Valor crítico 5%	Prob.
Nenhum *	0.408060	53.48373	37.16359	0.0003
No máximo 1*	0.270966	32.23550	30.81507	0.0333
No máximo 2	0.173652	19.45543	24.25202	0.1901
No máximo 3	0.110698	11.96642	17.14769	0.2423
No máximo 4	0.000681	0.069535	3.841466	0.7920

O teste do traço indica uma equação de cointegração ao nível de 5%.

\*Indica a rejeição da hipótese ao nível de 0,05.

**Tabela 6.5 – Decomposição da variância – Modelo 1 P1**

Decomposição da Variância para IEUA:						
Período	S.E.	IEUA	VIX	IBR	IDPPC	CAMB
1	0.163294	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.313250	98.26792	1.014619	0.224189	0.363317	0.129957
3	0.453692	97.23883	1.395184	0.762866	0.187196	0.415927
4	0.581519	96.41322	1.577011	1.226117	0.153680	0.629971
5	0.696895	95.85006	1.685266	1.544877	0.155824	0.763969
6	0.801650	95.45507	1.764953	1.765099	0.155099	0.859779
7	0.897511	95.15978	1.822650	1.926705	0.157515	0.933354
8	0.985870	94.93501	1.864378	2.048577	0.162500	0.989531
9	1.067905	94.76289	1.895631	2.141689	0.167334	1.032456
10	1.144607	94.62871	1.919890	2.214160	0.171270	1.065966
Decomposição da Variância para VIX:						
Período	S.E.	IEUA	VIX	IBR	IDPPC	CAMB
1	73.95628	1.208369	98.79163	0.000000	0.000000	0.000000
2	95.24938	0.802005	95.52624	2.728731	0.425511	0.517513
3	115.2265	0.549219	91.30476	3.916550	3.458927	0.770546
4	130.8266	0.436881	90.26430	4.454593	4.039120	0.805103
5	144.6959	0.372294	90.01343	4.711570	4.067474	0.835236
6	157.3713	0.330824	89.76578	4.901429	4.132357	0.869605
7	169.1092	0.303144	89.52842	5.041856	4.233291	0.893292
8	180.0555	0.283880	89.36000	5.143907	4.304263	0.907945
9	190.3611	0.269512	89.23985	5.221244	4.350618	0.918773
10	200.1349	0.258267	89.14300	5.283216	4.387881	0.927635
Decomposição da Variância para IBR:						
Período	S.E.	IEUA	VIX	IBR	IDPPC	CAMB
1	1.334087	0.079280	8.350092	91.57063	0.000000	0.000000
2	2.144807	0.106535	6.540739	92.01406	0.214429	1.124235
3	2.786481	0.068576	6.346197	91.00902	0.505673	2.070537
4	3.329156	0.050967	6.296958	90.23949	0.695382	2.717202
5	3.804501	0.052924	6.285420	89.75982	0.753395	3.148442
6	4.230598	0.063302	6.280668	89.44796	0.772737	3.435328
7	4.619418	0.076091	6.282501	89.21995	0.785210	3.636249
8	4.979090	0.088705	6.286666	89.04518	0.794066	3.785389
9	5.315132	0.100112	6.290895	88.90916	0.799463	3.900367
10	5.631503	0.110035	6.294658	88.80117	0.802891	3.991247
Decomposição da Variância para IDPPC:						
Período	S.E.	IEUA	VIX	IBR	IDPPC	CAMB
1	1216.668	1.430809	1.808777	0.001222	96.75919	0.000000
2	1262.451	3.804032	3.219569	1.467288	90.56875	0.940357
3	1312.900	4.697754	6.770249	2.896109	84.73192	0.903966
4	1345.704	5.224894	9.677340	3.442081	80.74866	0.907026
5	1378.776	5.647563	12.03823	3.819535	77.60394	0.890732
6	1409.446	6.022630	14.25808	4.233598	74.62371	0.861982
7	1439.032	6.329571	16.39054	4.625538	71.81528	0.839072
8	1468.025	6.587722	18.36625	4.964989	69.25875	0.822284
9	1496.468	6.817153	20.18569	5.269550	66.92041	0.807199
10	1524.331	7.026038	21.87612	5.552290	64.75272	0.792832
Decomposição da Variância para CAMB:						
Período	S.E.	IEUA	VIX	IBR	IDPPC	CAMB
1	0.107433	0.084230	22.00943	22.10521	0.475956	55.32518
2	0.175284	0.383263	15.90929	24.92815	0.879387	57.89990
3	0.230847	0.866674	14.40831	25.59021	0.673774	58.46103
4	0.277879	1.328285	13.68027	25.95198	0.587676	58.45179
5	0.319300	1.729021	13.30204	26.14352	0.536538	58.28887
6	0.356598	2.056638	13.06207	26.27526	0.497426	58.10860
7	0.390689	2.319009	12.89832	26.37193	0.466044	57.94470
8	0.422215	2.528614	12.78028	26.44458	0.441976	57.80455

9	0.451647	2.697237	12.69163	26.50027	0.423323	57.68754
10	0.479334	2.834287	12.62257	26.54427	0.408412	57.59046

Ordenamento de Cholesky: **IEUA VIX IBR IDPPC CMB**

Fonte: Elaboração própria a partir do EViews 9.

**Tabela 6.6 – Decomposição da variância – Modelo 1 P2**

Decomposição da Variância para <b>IEUA</b> :						
Período	S.E.	IEUA	VIX	IBR	IDPPC	CAMB
1	0.119920	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.211556	96.35719	2.819538	0.034910	0.213857	0.574509
3	0.277990	93.56641	3.093011	0.224452	0.967539	2.148589
4	0.327688	91.02635	2.574345	0.448246	2.282984	3.668079
5	0.368367	88.21689	2.079585	0.662856	4.250727	4.789939
6	0.404077	85.13743	1.728270	0.871215	6.668064	5.595021
7	0.436975	81.86152	1.488279	1.078264	9.381698	6.190235
8	0.468097	78.55171	1.318338	1.283865	12.19621	6.649877
9	0.498023	75.31925	1.189185	1.485560	14.98972	7.016282
10	0.527011	72.25455	1.084087	1.680576	17.66338	7.317403
Decomposição da Variância para <b>VIX</b> :						
Período	S.E.	IEUA	VIX	IBR	IDPPC	CAMB
1	113.6177	18.15098	81.84902	0.000000	0.000000	0.000000
2	144.5480	16.04345	79.14402	0.323885	0.979010	3.509634
3	157.4657	15.15550	76.63074	0.392476	1.659675	6.161603
4	164.5036	14.80324	74.66646	0.367994	2.540637	7.621666
5	168.7503	14.65279	73.24289	0.352010	3.201485	8.550826
6	171.6264	14.54180	72.01184	0.356264	3.833105	9.256992
7	173.6266	14.44597	71.00858	0.377022	4.318569	9.849860
8	175.1438	14.34779	70.14261	0.408548	4.726444	10.37460
9	176.3350	14.25058	69.40851	0.445525	5.036189	10.85919
10	177.3311	14.15251	68.76260	0.484280	5.281254	11.31935
Decomposição da Variância para <b>IBR</b> :						
Período	S.E.	IEUA	VIX	IBR	IDPPC	CAMB
1	0.340278	0.156898	2.922161	96.92094	0.000000	0.000000
2	0.539558	0.489292	7.928773	89.61451	1.855754	0.111666
3	0.751090	2.001629	20.42183	75.67202	1.798624	0.105893
4	0.982237	3.325938	31.27267	63.58978	1.738753	0.072861
5	1.213010	4.272668	38.73255	55.42905	1.418485	0.147250
6	1.436451	4.970632	43.79947	49.80091	1.165300	0.263690
7	1.649214	5.534201	47.36633	45.77832	0.940696	0.380454
8	1.850631	6.005140	49.95213	42.79339	0.768764	0.480573
9	2.040684	6.411023	51.87623	40.51385	0.636278	0.562621
10	2.219963	6.764999	53.33950	38.73007	0.537728	0.627698
Decomposição da Variância para <b>IDPPC</b> :						
Período	S.E.	IEUA	VIX	IBR	IDPPC	CAMB
1	2406.337	0.001809	0.540998	0.115693	99.34150	0.000000
2	2506.284	0.489688	2.306373	0.123966	96.95604	0.123928
3	2944.821	0.708590	3.651952	0.128284	95.42136	0.089814
4	3098.299	1.148865	6.145756	0.258136	92.36550	0.081739
5	3349.401	1.377029	8.415388	0.392496	89.72836	0.086725
6	3522.593	1.645984	11.16888	0.590648	86.49331	0.101173
7	3724.913	1.809664	13.64043	0.778113	83.63336	0.138424
8	3900.913	1.965784	16.16096	0.980653	80.71169	0.180910
9	4083.960	2.070089	18.40637	1.164536	78.12642	0.232586
10	4255.554	2.159768	20.53112	1.341806	75.68294	0.284371
Decomposição da Variância para <b>CAMB</b> :						
Período	S.E.	IEUA	VIX	IBR	IDPPC	CAMB
1	0.085514	7.198739	21.27118	3.449500	0.053848	68.02673
2	0.148423	7.019212	21.13412	1.806038	1.291370	68.74926
3	0.196908	6.379339	19.26779	1.257032	1.249492	71.84634

4	0.236220	5.941336	17.65349	1.033806	1.424793	73.94657
5	0.269137	5.654274	16.53274	0.927811	1.420205	75.46497
6	0.298038	5.442494	15.68252	0.869786	1.441429	76.56377
7	0.323959	5.272240	15.02578	0.833789	1.419852	77.44834
8	0.347732	5.129093	14.49519	0.809314	1.401759	78.16464
9	0.369795	5.005944	14.06337	0.791106	1.372110	78.76747
10	0.390513	4.898598	13.70502	0.776637	1.343580	79.27616

Ordenamento de Cholesky: IEUA VIX IBR IDPPC CAMB

Fonte: Elaboração própria a partir do EViews 9.

**Tabela 6.7 – Decomposição da variância – Modelo 2 P1**

Decomposição da Variância para DVIX:						
Período	S.E.	DVIX	DIBOV	DIDPPC	DACNP	DCAMB
1	62.81997	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	77.29571	66.49527	25.01703	0.312263	5.306335	2.869094
3	81.60545	59.71611	26.20243	0.280353	11.18946	2.611647
4	82.51162	58.43355	25.63625	0.718221	12.22136	2.990623
5	84.19597	57.22149	24.65675	3.209272	11.73862	3.173869
6	84.97517	56.83696	24.22505	3.632811	11.96667	3.338511
7	85.84776	55.72904	23.82635	3.605718	13.54140	3.297487
8	86.96476	54.33976	23.21889	3.517406	15.69331	3.230633
9	87.27809	53.95094	23.06437	3.504590	16.26972	3.210375
10	87.44601	53.76032	23.02912	3.755139	16.25729	3.198134
Decomposição da Variância para DIBOV:						
Período	S.E.	DVIX	DIBOV	DIDPPC	DACNP	DCAMB
1	8.516236	6.043173	93.95683	0.000000	0.000000	0.000000
2	11.35088	8.867337	87.43223	0.557899	3.059351	0.083187
3	11.38243	9.029171	86.97026	0.622474	3.045134	0.332965
4	11.74833	9.829069	82.33807	2.550914	4.388390	0.893554
5	12.05098	13.58150	78.30453	2.424854	4.283507	1.405617
6	12.14910	13.86673	77.07825	3.387789	4.214941	1.452285
7	12.18043	13.79619	76.72101	3.370562	4.594403	1.517831
8	12.21967	13.72904	76.22919	3.510846	4.993540	1.537381
9	12.24315	13.69979	76.05538	3.725460	4.987074	1.532293
10	12.26971	13.64752	75.72660	4.079023	5.019297	1.527558
Decomposição da Variância para DIDPPC:						
Período	S.E.	DVIX	DIBOV	DIDPPC	DACNP	DCAMB
1	1185.022	2.732500	0.004368	97.26313	0.000000	0.000000
2	1484.546	5.316067	2.874554	90.47761	0.074997	1.256770
3	1520.515	5.635546	3.263681	86.87846	2.653329	1.568984
4	1687.669	4.837166	4.797474	70.52352	18.36855	1.473285
5	1817.258	4.199324	4.306626	63.25332	26.94828	1.292453
6	1841.683	4.590357	5.619456	61.68237	26.71702	1.390797
7	1875.053	4.448999	5.488328	61.61113	27.08869	1.362856
8	1908.140	4.511805	6.208039	59.49829	28.44655	1.335311
9	1930.428	4.465725	6.267229	58.92413	29.03787	1.305047
10	1934.426	4.585422	6.285643	58.84719	28.97206	1.309678
Decomposição da Variância para DACNP:						
Período	S.E.	DVIX	DIBOV	DIDPPC	DACNP	DCAMB
1	772.8663	0.626451	1.503050	0.001453	97.86905	0.000000
2	1046.045	0.366144	1.096664	2.187829	96.31865	0.030716
3	1109.200	0.326390	2.471437	9.242859	87.90752	0.051797
4	1181.528	0.375021	2.241428	11.88977	85.44805	0.045738
5	1309.697	0.318532	2.378247	9.813486	87.43278	0.056959
6	1382.623	0.393567	2.521929	9.139477	87.89148	0.053544
7	1391.459	0.442252	2.588513	9.777740	87.13624	0.055258
8	1409.660	0.453384	2.522738	9.929241	87.03844	0.056195
9	1440.278	0.505755	2.527359	9.516457	87.38936	0.061066
10	1454.578	0.526032	2.643027	9.479215	87.28775	0.063973

Decomposição da Variância para <b>DCAMB</b> :						
<b>Período</b>	<b>S.E.</b>	<b>DVIX</b>	<b>DIBOV</b>	<b>DIDPPC</b>	<b>DACNP</b>	<b>DCAMB</b>
1	0.100629	8.610729	3.124808	0.086961	0.133395	88.04411
2	0.117657	6.343378	22.37530	0.175487	1.297752	69.80808
3	0.120757	6.772352	21.28317	0.335479	2.976993	68.63200
4	0.121981	6.870501	21.87281	0.331460	3.029242	67.89598
5	0.123777	8.442268	21.36088	0.340184	3.097866	66.75880
6	0.124158	8.755004	21.25256	0.338223	3.283711	66.37050
7	0.124474	8.717157	21.41056	0.336589	3.341155	66.19454
8	0.124571	8.755569	21.37927	0.348468	3.390814	66.12588
9	0.124603	8.759673	21.36877	0.382439	3.389884	66.09923
10	0.124631	8.759353	21.36167	0.403160	3.388833	66.08698
Ordenamento de Cholesky: <b>DVIX DIBOV DIDPPC DACNP DCAMB</b>						
Fonte: Elaboração própria a partir do EViews 9.						

**Tabela 6.8 – Decomposição da variância – Modelo 2 P2**

Decomposição da Variância para <b>DVIX</b> :						
<b>Período</b>	<b>S.E.</b>	<b>DVIX</b>	<b>DIBOV</b>	<b>DIDPPC</b>	<b>DACNP</b>	<b>DCAMB</b>
1	122.8297	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	126.4098	95.21247	2.399333	0.261610	0.537310	1.589278
3	128.9684	92.63077	2.405328	1.151462	1.505755	2.306688
4	129.7034	91.89493	2.615751	1.257764	1.623678	2.607875
5	129.7379	91.89429	2.618177	1.257199	1.622823	2.607508
6	129.7534	91.87293	2.617799	1.261264	1.623294	2.624713
7	129.7607	91.86296	2.621498	1.266464	1.623123	2.625960
8	129.7626	91.86211	2.621508	1.267262	1.623233	2.625891
9	129.7634	91.86208	2.621483	1.267307	1.623248	2.625879
10	129.7636	91.86177	2.621499	1.267462	1.623287	2.625984
Decomposição da Variância para <b>DIBOV</b> :						
<b>Período</b>	<b>S.E.</b>	<b>DVIX</b>	<b>DIBOV</b>	<b>DIDPPC</b>	<b>DACNP</b>	<b>DCAMB</b>
1	6.768319	18.77778	81.22222	0.000000	0.000000	0.000000
2	8.404715	25.49968	72.46162	0.831125	0.128710	1.078858
3	8.584597	27.55760	69.97246	0.802400	0.356909	1.310630
4	8.763401	29.49982	67.17443	1.366328	0.701460	1.257963
5	8.792306	29.39208	66.73737	1.662746	0.704733	1.503077
6	8.797100	29.36259	66.69190	1.701437	0.738986	1.505088
7	8.799660	29.36619	66.66432	1.701809	0.760531	1.507148
8	8.800922	29.36896	66.64693	1.716192	0.760824	1.507091
9	8.801398	29.36587	66.64026	1.722828	0.763155	1.507889
10	8.801520	29.36524	66.63843	1.723279	0.765111	1.507943
Decomposição da Variância para <b>DIDPPC</b> :						
<b>Período</b>	<b>S.E.</b>	<b>DVIX</b>	<b>DIBOV</b>	<b>DIDPPC</b>	<b>DACNP</b>	<b>DCAMB</b>
1	2371.311	0.038355	0.815703	99.14594	0.000000	0.000000
2	3083.416	0.159682	0.517359	98.09060	1.077834	0.154519
3	3208.736	1.190250	0.598158	96.51493	1.471275	0.225384
4	3230.888	2.097774	0.980841	95.19603	1.485486	0.239872
5	3256.123	2.316821	1.178674	94.26971	1.925923	0.308870
6	3267.950	2.321543	1.186079	93.89443	2.265781	0.332168
7	3269.748	2.319100	1.195570	93.82849	2.323772	0.333064
8	3270.253	2.320706	1.221736	93.79995	2.323991	0.333614
9	3270.840	2.322004	1.233942	93.77151	2.337887	0.334659
10	3271.057	2.322947	1.235244	93.76151	2.345276	0.335026
Decomposição da Variância para <b>DACNP</b> :						
<b>Período</b>	<b>S.E.</b>	<b>DVIX</b>	<b>DIBOV</b>	<b>DIDPPC</b>	<b>DACNP</b>	<b>DCAMB</b>
1	2399.260	12.07734	9.011206	0.287025	78.62443	0.000000
2	2914.900	12.76605	6.674106	0.728275	79.81775	0.013816
3	2992.970	12.30130	6.394103	1.871714	79.31458	0.118297
4	3009.251	12.20558	6.784174	2.397544	78.46183	0.150872
5	3020.987	12.15406	6.991636	2.394823	78.23297	0.226506

6	3023.430	12.13464	6.992833	2.411209	78.23511	0.226211
7	3023.944	12.14296	6.991744	2.428852	78.20904	0.227403
8	3024.271	12.14709	6.993455	2.430905	78.20118	0.227376
9	3024.367	12.14748	6.994321	2.430894	78.19994	0.227367
10	3024.378	12.14747	6.994299	2.431447	78.19940	0.227385
Decomposição da Variância para <b>DCAMB</b> :						
<b>Período</b>	<b>S.E.</b>	<b>DVIX</b>	<b>DIBOV</b>	<b>DIDPPC</b>	<b>DACNP</b>	<b>DCAMB</b>
1	0.087501	25.72435	4.652313	0.549226	0.000349	69.07376
2	0.099029	24.29064	6.556802	2.029883	0.003306	67.11937
3	0.100563	25.28308	7.000776	2.447173	0.052984	65.21599
4	0.100834	25.39150	6.981492	2.434881	0.066517	65.12561
5	0.101054	25.43862	7.007351	2.424408	0.091199	65.03842
6	0.101076	25.43744	7.008463	2.425046	0.111239	65.01781
7	0.101080	25.43638	7.007902	2.426778	0.114173	65.01477
8	0.101082	25.43703	7.007682	2.426689	0.114190	65.01441
9	0.101083	25.43682	7.008400	2.426661	0.114600	65.01352
10	0.101083	25.43672	7.008439	2.426651	0.114888	65.01331
Ordenamento de Cholesky: <b>DVIX DIBOV DIDPPC DACNP DCAMB</b>						

Fonte: Elaboração própria a partir do EViews 9.