

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA  
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

HENRIQUE FERREIRA DE SOUZA

**FLUXOS DE CAPITAIS E VULNERABILIDADE EXTERNA:  
O ESTUDO DA DINÂMICA FINANCEIRA DOS INVESTIMENTOS DIRETOS NOS PAÍSES  
DO BRICS (2000-2019)**

Uberlândia/MG

2021

HENRIQUE FERREIRA DE SOUZA

**FLUXOS DE CAPITAIS E VULNERABILIDADE EXTERNA:  
O ESTUDO DA DINÂMICA FINANCEIRA DOS INVESTIMENTOS DIRETOS NOS PAÍSES  
DO BRICS (2000-2019)**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, do Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título de doutor em Economia.

Área de concentração: Desenvolvimento Econômico

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

Uberlândia/MG

2021

Ficha Catalográfica Online do Sistema de Bibliotecas da UFU  
com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

S729	Souza, Henrique Ferreira de, 1992-
2021	Fluxos de capitais e vulnerabilidade externa: o estudo da dinâmica financeira dos investimentos diretos nos países do BRICS (2000-2019) [recurso eletrônico] / Henrique Ferreira de Souza. - 2021.
<p>Orientadora: Vanessa Petrelli Corrêa. Tese (Doutorado) - Universidade Federal de Uberlândia, Pós-graduação em Economia. Modo de acesso: Internet. Disponível em: <a href="http://doi.org/10.14393/ufu.te.2021.60">http://doi.org/10.14393/ufu.te.2021.60</a> Inclui bibliografia. Inclui ilustrações.</p>	
<p>1. Economia. I. Corrêa, Vanessa Petrelli ,1957-, (Orient.). II. Universidade Federal de Uberlândia. Pós-graduação em Economia. III. Título.</p>	
CDU: 330	

Bibliotecários responsáveis pela estrutura de acordo com o AACR2:

Gizele Cristine Nunes do Couto - CRB6/2091



## UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Economia

Av. João Naves de Ávila, nº 2121, Bloco 1J, Sala 218 - Bairro Santa Mônica, Uberlândia-MG, CEP 38400-902

Telefone: (34) 3239-4315 - www.ppge.ie.ufu.br - ppge@ufu.br



### ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Programa de Pós-Graduação em:	Economia			
Defesa de:	Tese de Doutorado, Nº 68, PPGE			
Data:	19 de fevereiro de 2021	Hora de início:	15:00	Hora de encerramento:
Matrícula do Discente:	11713ECO006			
Nome do Discente:	Henrique Ferreira de Souza			
Título do Trabalho:	Fluxos de Capitais e Vulnerabilidade Externa: O Estudo da Dinâmica Financeira dos Investimentos Diretos nos Países do BRICS (2000-2019)			
Área de concentração:	Desenvolvimento Econômico			
Linha de pesquisa:	Políticas Públicas e Desenvolvimento Econômico			
Projeto de Pesquisa de vinculação:	Abertura externa e liberalização financeira nos países periféricos: impactos sobre as contas externas e o crescimento pós anos 1990			

Reuniu-se a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Economia, assim composta: Professores Doutores: Vanessa da Costa Val Munhoz - UFU; Fábio Henrique Bittes Terra - PPGE-UFU; Adriana Moreira Amado - UnB; André Martins Biancarelli - UNICAMP; Vanessa Petrelli Corrêa - UFU orientadora do candidato. Ressalta-se que em decorrência da pandemia pela COVID-19 e em conformidade com Portaria Nº 36/2020, da Capes e Ofício Circular nº 1/2020/PROPP/REITO-UFU, a participação dos membros da banca e do aluno ocorreu de forma totalmente remota via webconferência. O professor Fábio Henrique Bittes Terra participou desde a cidade de São Paulo (SP). A professora Adriana Moreira Amado participou desde a cidade de Brasília (DF). O professor André Martins Biancarelli participou desde a cidade de Campinas (SP). Os demais membros da banca e o aluno participaram desde a cidade de Uberlândia (MG).

Iniciando os trabalhos a presidente da mesa, Dra. Vanessa Petrelli Corrêa, apresentou a Comissão Examinadora e o candidato, agradeceu a presença do público, e concedeu ao Discente a palavra para a exposição do seu trabalho. A duração da apresentação do Discente e o tempo de arguição e resposta foram conforme as normas do Programa.

A seguir o senhor(a) presidente concedeu a palavra, pela ordem sucessivamente, aos(as) examinadores(as), que passaram a arguir o(a) candidato(a). Ultimada a arguição, que se desenvolveu dentro dos termos regimentais, a Banca, em sessão secreta, atribuiu o resultado final, considerando o(a) candidato(a):

**APROVADO**

Esta defesa faz parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Doutor.

O competente diploma será expedido após cumprimento dos demais requisitos, conforme as normas do Programa, a legislação pertinente e a regulamentação interna da UFU.

Nada mais havendo a tratar foram encerrados os trabalhos. Foi lavrada a presente ata que após lida e achada conforme foi assinada pela Banca Examinadora.



Documento assinado eletronicamente por **Vanessa Petrelli Correa, Professor(a) do Magistério Superior**, em 19/02/2021, às 18:45, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Vanessa da Costa Val Munhoz, Professor(a) do Magistério Superior**, em 19/02/2021, às 18:49, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Fábio Henrique Bittes Terra, Usuário Externo**, em 19/02/2021, às 18:53, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **André Martins Biancarelli, Usuário Externo**, em 22/02/2021, às 10:02, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **ADRIANA MOREIRA AMADO, Usuário Externo**, em 26/02/2021, às 16:21, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site [https://www.sei.ufu.br/sei/controlador\\_externo.php?acao=documento\\_conferir&id\\_orgao\\_acesso\\_externo=0](https://www.sei.ufu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0), informando o código verificador **2564880** e o código CRC **79BF123C**.

HENRIQUE FERREIRA DE SOUZA

**FLUXOS DE CAPITAIS E VULNERABILIDADE EXTERNA:  
O ESTUDO DA DINÂMICA FINANCEIRA DOS INVESTIMENTOS DIRETOS NOS PAÍSES  
do BRICS (2000-2019)**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, do Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título de doutor em Economia.

Área de concentração: Desenvolvimento Econômico

Uberlândia, 19 de fevereiro de 2021

BANCA EXAMINADORA:

---

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

---

Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Vanessa da Costa Val Munhoz  
(IERI/UFU)

---

Prof. Dr. Fábio Henrique Bittes Terra  
(IERI/UFU)

---

Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Adriana Moreira Amado  
(FACE/UnB)

---

Prof. Dr. André Martins Biancarelli  
(IE/ UNICAMP)

## AGRADECIMENTOS

Já se foram quatro anos de graduação, dois de mestrado e (quase) quatro de doutorado seguidos, e eu ainda não sei como consegui chegar até aqui. Meritocracia?! Ah, nunca foi! Eu JAMAIS conseguiria entrar numa universidade federal se não fosse o apoio incondicional dos meus pais; se não fosse a graça de Deus (ainda que sem entender por que ela não é sobre todos); se eu não tivesse meu tio Sebastião (Prof. Dr. em Economia) para mostrar que é possível e me dizer que eu conseguia; se eu não tivesse o apoio material e emocional que tive; se não tivesse uma universidade pública na minha cidade; se ela não fosse gratuita etc. Enfim, eu tive muita SORTE primeiro para depois poder me esforçar. Por essas e outras, também agradeço imensamente a todos e todas que lutaram (e sofreram muito, perdendo até suas vidas) e ainda lutam pela liberdade, pela democracia, pelo Estado de bem-estar social, enfim, por nós, o povo!

Mas os agradecimentos não param por aqui, e muita gente foi essencial para a minha trajetória e construção dessa tese. Assim, agradeço grandemente:

À minha família, meus pais e irmãos, que sempre me deram o bem mais valioso desse planeta: o amor!

Ao meu sobrinho Noah, que tem me mostrado o porquê a vida realmente vale a pena e temos que continuar lutando.

À minha orientadora, Vanessa Petrelli, pela parceria desde a minha monografia na graduação, pelas “sacações”, pela sua empatia e vontade de ensinar.

Aos professores e professoras do IERI, que não só me inspiraram a estudar economia, mas me ensinaram com maestria e amor à profissão.

Aos meus colegas de trabalho do CEPES, que sempre me apoiaram e me deram suporte para esta empreitada, em especial ao Pedro Henrique, pela disponibilidade e ajuda dada a respeito da parte econométrica dessa tese.

Aos demais técnicos(as) administrativos(as) do IERI, que sempre foram atenciosos e solícitos às minhas demandas, em especial a Camila do PPGE.

À minha namorada Patrícia, pelo amor, paciência e por sempre me dizer que eu conseguia.

Aos meus amigos, por me apoiarem e tornarem a vida mais leve e feliz.

À toda a sociedade brasileira, por financiar as universidades públicas e, também, à CAPES, que por um ano me concedeu bolsa de estudo, e essa foi essencial para a minha manutenção material naquele período.

Que a minha tese e posteriores trabalhos possam acrescentar pelo menos uma gota nesse imenso oceano que é o conhecimento humano.

## RESUMO

A globalização financeira não tem sido um processo benéfico para todas as economias do globo, mesmo para os países com “condições iniciais adequadas”. Os países em desenvolvimento, que (supostamente) seriam os mais beneficiados com esse movimento, tornaram-se mais frágeis, apresentando elevação das suas vulnerabilidades externas e menores condições de diversificar suas economias. Assim, entende-se que há uma dimensão extra vinculada aos limites estruturais ao crescimento enfrentado por economias periféricas, que está ligada à vulnerabilidade externa dessas economias aos movimentos dos fluxos de capitais internacionais, encabeçada pela hierarquia das moedas. As mudanças institucionais ligadas à globalização financeira têm ampliado os fluxos financeiros com “viés de curto prazo”, que podem se reverter a qualquer mudança de conjuntura, e esses têm prejudicado de forma mais intensa as economias periféricas. Todavia, a noção de que os fluxos de capitais em Investimento Direto (ID) também apresentem essa dinâmica instabilizadora é pouco conhecida e trabalhada, e é justamente sobre essa lacuna que o presente trabalho pretende contribuir. Destarte, a hipótese da tese é que parte dos ID constitui-se de capitais voláteis, especulativos e que pode se reverter a qualquer mudança no cenário externo e financeiro, uma vez que esses também são compostos por meras transações financeiras (ações, dívidas etc.), e que essa dinâmica é mais presente a partir da exacerbação do padrão de acumulação vigente, em que predominam as atividades financeiras, vis-à-vis, as produtivas (financeirização). A presente tese foca-se no estudo dos países do BRICS e nos anos 2000, por meio: da análise da inserção desses países na globalização e suas regulamentações sobre o capital externo; do estudo do movimento das suas contas financeiras frente aos ciclos de liquidez internacional e análise comparada da volatilidade dessas contas e; do estudo dos determinantes financeiros dos ID por meio de modelos ARDL. As conclusões principais foram que os ID para os BRICS demonstraram ter dinâmica próxima à dos IC, por conter fluxos de capitais fortemente afetados pelos ciclos de liquidez e pelo índice VIX (que capta o “grau de incerteza” dos agentes), e que essa dinâmica financeira dos ID é potencializada quanto maior for o nível de abertura econômica (financeira) e mais dinâmico for o mercado de capitais do país em questão – como foram os casos de Brasil e África do Sul, comparativamente aos demais países do BRICS –, de modo que os ID também configuram-se como vetor de pressão sobre a vulnerabilidade financeira externa das economias.

**Palavras-chave:** Vulnerabilidade Externa; Fluxos de Capitais; Investimento Direto; BRICS; ARDL.

## ABSTRACT

Financial globalization has not been a beneficial process for all economies on the globe, even for those with “adequate initial conditions”. Developing countries, which (supposedly) would benefit the most from this movement, have become more fragile, showing an increase in their external vulnerabilities and less conditions to diversify their economies. Thus, it is understood that there is an extra dimension linked to the structural limits to growth faced by peripheral economies, which is linked to the external vulnerability of these economies to the movements of international capital flows, headed by the currency hierarchy. The institutional changes linked to financial globalization have increased financial flows with “short-term”, which can be reversed to any change in the conjuncture, and which these have been more damaging to peripheral economies. However, the notion that the capital flows in Direct Investment (FDI) also present this instability dynamic is little known and worked on, this gap that the thesis intends to contribute. Thus, the hypothesis of the present thesis is that part of the FDI constitutes volatile, speculative capital and that can be reversed to any change in the external and financial scenario, once these are also composed of financial transactions (shares, debts, stocks, etc.), and that this dynamic is more present due to the exacerbation of the current accumulation pattern, in which financial activities predominate, vis-à-vis, productive activities (financialization). The present thesis focuses on the study of the BRICS countries and in the 2000s, through: the analysis of the insertion of these countries in globalization and their regulations on foreign capital; the movement of its financial accounts in the face of international liquidity cycles and a comparative analysis of the volatility of these accounts and; the study of the financial determinants of FDI using ARDL models. The main conclusions were that the FDI for the BRICS proved to have dynamics close to those of the Portfolio Investment, for containing capital flows strongly affected by liquidity cycles and the VIX index (which captures the “degree of uncertainty” of agents), and that this financial dynamic of the FDI is increased the greater it is the level of economic (financial) openness and the more dynamic the capital market of the country in question – as was the case in Brazil and South Africa, compared to the other BRICS countries –, so that FDI are also configured as vectors pressure on the external financial vulnerability of economies.

**Keywords:** External Vulnerability; Capital Flows; Foreign Direct Investment; BRICS; ARDL.

## **LISTA DE ILUSTRAÇÕES**

Figura 1.1 – Possíveis transações de ID .....	58
Figura 2.1 – Fluxos de IDE por país de origem na China de 1979 a 2000 .....	74
Figura 2.2 – Índice OCDE de restrições sobre os IDE para os países do BRICS e Média da OCDE – evolução dos valores históricos disponíveis por setor.....	99
Figura 3.1 – Valorização do mercado de ações e aumento dos salários nominais, economias selecionadas, 2009–2015 (variação percentual) .....	140
Figura 5.1 – Modelos ARDL Brasil: Testes de Estabilidade dos Parâmetros.....	241
Figura 5.2 – Modelos ARDL China: Testes de Estabilidade dos Parâmetros.....	243
Figura 5.3 – Modelos ARDL Índia: Testes de Estabilidade dos Parâmetros .....	245
Figura 5.4 – Modelos ARDL Rússia: Testes de Estabilidade dos Parâmetros.....	247
Figura 5.5 – Modelos ARDL África do Sul: Testes de Estabilidade dos Parâmetros .....	249

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1 – Índice OCDE de restrições sobre os IDE para os países do BRICS – evolução dos valores históricos disponíveis.....	97
Gráfico 3.1 – Número de países periféricos em <i>Surto de capital</i> .....	108
Gráfico 3.2 – Número de países periféricos em <i>Episódio de capital</i> (2) .....	109
Gráfico 3.3 – Número de países (EED) em <i>Episódio de capitais</i> (1) .....	109
Gráfico 3.4 – Influxos de capitais brutos para os países emergentes (em porcentagem do PIB) – dados trimestrais de 1990 a 2009.....	110
Gráfico 3.5 – Fluxos de Capitais Totais (Passivo) para os países emergentes e em desenvolvimento (US\$ milhões) – dados anuais de 2007 a 2018 .....	111
Gráfico 3.6 – Taxas de juros imediatas, Call Money, Taxa Interbancário, países centrais (ao ano) – 2000 a 2019.....	113
Gráfico 3.7 – Índice de volatilidade VIX – média mensal do índice diário (jan/2000 a dez/2019) .....	114
Gráfico 3.8 – Fluxos de capitais passivos para as economias em desenvolvimento e emergentes (eixo secundário) e seus subgrupos (eixo principal) – valores anuais em U\$ milhões (2007 a 2018) .....	114
Gráfico 3.9 – Fluxos em Outros Investimentos Passivo para as economias em desenvolvimento e emergentes (eixo secundário) e seus subgrupos (eixo principal) – valores anuais em U\$ milhões (2007 a 2018).....	115
Gráfico 3.10 – Fluxos em Investimentos em Carteira Passivo para as economias em desenvolvimento e emergentes (eixo secundário) e seus subgrupos (eixo principal) – valores anuais em U\$ milhões (2007 a 2018) .....	115
Gráfico 3.11 – Fluxos em Investimentos Direto Passivo para as economias em desenvolvimento e emergentes (eixo secundário) e seus subgrupos (eixo principal) – valores anuais em U\$ milhões (2007 a 2018).....	116
Gráfico 3.12 – Taxa de variação anual do volume exportado de bens e serviços por grupo de países – 2000 a 2019 .....	118
Gráfico 3.13 – Taxa de crescimento (%) do Produto Interno Bruto, a preços constantes, de grupo de países selecionados – 2000 a 2018.....	122
Gráfico 3.14 – Índice de preço das <i>commodities</i> (grupos selecionados) – dados mensais, 2000 a 2017.....	123
Gráfico 3.15 – Moeda Nacional por dólar norte-americano, média anual (Número-Índice, 2008=100) – 2008 a 2019.....	125

Gráfico 3.16 – Taxas de juros imediatas, <i>Call Money</i> , Taxa Interbancário (porcentagem ao ano), dos principais países emergentes – 2000 a 2019 .....	126
Gráfico 4.1 – Brasil: Balanço de Pagamentos e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	146
Gráfico 4.2 – Brasil: Liquidez Internacional, Reservas totais exceto Ouro, em US\$ milhões e em relação ao PIB .....	147
Gráfico 4.3 – Brasil: Conta Financeira e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	148
Gráfico 4.4 – Brasil: Conta Financeira e suas subcontas em relação ao PIB e taxa de crescimento do PIB real – dados anuais em % .....	149
Gráfico 4.5 – Brasil: Investimento Direto – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	149
Gráfico 4.6 – Brasil: Investimento Direto Passivo – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	150
Gráfico 4.7 – Brasil: Investimento Direto Passivo em Ações e Fundos de Investimento – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	151
Gráfico 4.8 – Brasil: Investimento Direto Passivo em Instrumentos de Dívida – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	152
Gráfico 4.9 – Brasil: Investimento Direto Passivo com e sem Lucros Reinvestidos (passivo) e Investimento Reverso (passivo) – dados acumulados em quatro trimestrais, em US\$ milhões e % .....	152
Gráfico 4.10 – Brasil: Investimento Direto Ativo – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	153
Gráfico 4.11 – Brasil: Investimento Direto Ativo em Ações e Fundos de Investimento – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	154
Gráfico 4.12 – Brasil: Investimento em Carteira – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	155
Gráfico 4.13 – Brasil: Investimento em Carteira Passivos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	155
Gráfico 4.14 – Brasil: Investimento em Carteira Passivos em Títulos de Dívida – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	156
Gráfico 4.15 – Brasil: Outros Investimentos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	157
Gráfico 4.16 – China: Balanço de Pagamentos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	160

Gráfico 4.17 – China: Liquidez Internacional, Reservas totais exceto Ouro, em US\$ milhões e em relação ao PIB .....	160
Gráfico 4.18 – China: Conta Financeira do Balanço de Pagamentos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	161
Gráfico 4.19 – China: Conta Financeira e suas subcontas em relação ao PIB e taxa de crescimento do PIB real – dados anuais em %.....	161
Gráfico 4.20 – China: Investimento Direto – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	162
Gráfico 4.21 – China: Investimento Direto Passivo – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	163
Gráfico 4.22 – China: Investimento Direto Ativo – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	164
Gráfico 4.23 – China: Investimento em Carteira – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	164
Gráfico 4.24 – China: Investimento em Carteira Passivo – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	165
Gráfico 4.25 – China: Investimento em Carteira Ativo – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	166
Gráfico 4.26 – China: Outros Investimentos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	167
Gráfico 4.27 – Índia: Balanço de Pagamentos e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	169
Gráfico 4.28 – Índia: Liquidez Internacional, Reservas totais exceto Ouro, em US\$ milhões e em relação ao PIB .....	169
Gráfico 4.29 – Índia: Conta Financeira e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	170
Gráfico 4.30 – Índia: Conta Financeira e suas subcontas em relação ao PIB e taxa de crescimento do PIB real (eixo secundário) – dados anuais em % .....	171
Gráfico 4.31 – Índia: Investimento Direto e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	171
Gráfico 4.32 – Índia: Investimento Direto Passivos e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	172
Gráfico 4.33 – Índia: Investimento Direto Ativos e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	173

Gráfico 4.34 – Índia: Investindo em Carteira e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	174
Gráfico 4.35 – Índia: Investimento em Carteira Passivos e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	174
Gráfico 4.36 – Índia: Outros Investimentos e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais, em US\$ milhões e % do PIB .....	175
Gráfico 4.37 – Rússia: Balanço de Pagamentos e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	176
Gráfico 4.38 – Rússia: Liquidez Internacional, Reservas totais exceto Ouro, em US\$ milhões e em relação ao PIB .....	177
Gráfico 4.39 – Rússia: Conta Financeira e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	178
Gráfico 4.40 – Rússia: Conta Financeira e suas subcontas em relação ao PIB e taxa de crescimento do PIB real (eixo secundário) – dados anuais em %.....	178
Gráfico 4.41 – Rússia: Investimento Direto – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	179
Gráfico 4.42 – Rússia: Investimento Direto Passivo – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	179
Gráfico 4.43 – Rússia: Investimento Direto Passivos em Ações e Fundos de Investimento – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	180
Gráfico 4.44 – Rússia: Investimento Direto Passivos em Instrumentos de Dívida – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	181
Gráfico 4.45 – Rússia: Investimento Direto Passivo sem Lucros reinvestidos e Investimento Reverso – dados acumulados em quatro trimestrais, em US\$ milhões ou % do PIB.....	182
Gráfico 4.46 – Rússia: Investimento Direto Ativo – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	182
Gráfico 4.47 – Rússia: Investimento Direto Ativos em Ações e Fundos de Investimento – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	183
Gráfico 4.48 – Rússia: Investimento em Carteira – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	184
Gráfico 4.49 – Rússia: Investimento em Carteira Passivos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	184
Gráfico 4.50 – Rússia: Investimento em Carteira Ativos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	185

Gráfico 4.51 – Rússia: Outros Investimentos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	186
Gráfico 4.52 – África do Sul: Balanço de Pagamentos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	188
Gráfico 4.53 – África do Sul: Liquidez Internacional, Reservas totais exceto Ouro, em US\$ milhões e em relação ao PIB .....	188
Gráfico 4.54 – África do Sul: Conta Financeira do Balanço de Pagamentos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	189
Gráfico 4.55 – África do Sul: Conta Financeira e suas subcontas em relação ao PIB e taxa de crescimento do PIB real (eixo secundário) – dados anuais em % .....	189
Gráfico 4.56 – África do Sul: Investimento Direto – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	190
Gráfico 4.57 – África do Sul: Investimento Direto Passivo – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	190
Gráfico 4.58 – África do Sul: Investimento Direto Ativo – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	191
Gráfico 4.59 – África do Sul: Investimento em Carteira – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	192
Gráfico 4.60 – África do Sul: Investimento em Carteira Passivos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	192
Gráfico 4.61 – África do Sul: Investimento em Carteira Ativos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões.....	193
Gráfico 4.62 – África do Sul: Outros Investimentos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões .....	193

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1.1 – Relação entre as Rendas de Investimento Direto enviadas ao exterior (débitos) e Investimento Direto Passivo – dados entre primeiro trimestre de 2000 e terceiro de 2019, em US\$ milhões e %, para Brasil, Índia, Rússia e África do Sul .....	46
Tabela 1.2 – Principais origens (geográfica) do estoque de entrada de Investimentos Diretos dos BRICS – porcentagem em relação ao estoque total (%) em 2012 .....	54
Tabela 2.1 – Informações sobre as bolsas de valores presentes nos países do BRICS (valores relativos ao ano de 2012) .....	102
Tabela 2.2 – Posição de Investimento Internacional: Passivo, Investimento em Carteira, Ações e Fundos de Investimento em relação ao PIB, US\$ % .....	102
Tabela 3.1 – Estimativa e projeção da taxa de crescimento econômico (%) para grupos de países selecionados – 2011 a 2013 .....	121
Tabela 3.2 – Outros Investimentos, Investimentos em Carteira, Investimento Direto, e Fluxos Totais (Passivo) para as economias emergentes e em desenvolvimento – taxas de variação e variação absoluta anuais em 2012 e 2013 (valores em % e US\$ milhões) .....	124
Tabela 3.3 – Estimativa e projeção da taxa de crescimento econômico (%) para grupos de países selecionados – 2014 e 2015 .....	128
Tabela 3.4 – Outros Investimentos, Investimentos em Carteira, Investimento Direto, e Fluxos Totais (Passivo) para as economias em desenvolvimento e emergentes – taxas de variação e variação absoluta anuais em 2014 e 2015 (valores em % e US\$ milhões) .....	129
Tabela 3.5 – Estimativa e projeção da taxa de crescimento econômico (%) para grupos de países selecionados – 2016 e 2017 .....	131
Tabela 3.6 – Outros Investimentos, Investimentos em Carteira, Investimento Direto, e Fluxos Totais (Passivo) para as economias em desenvolvimento e emergentes – taxas de variação e variação absoluta anuais em 2016 e 2017 (valores em % e US\$ milhões) .....	134
Tabela 3.7 – Estimativa e projeção da taxa de crescimento econômico (%) para grupos de países selecionados – 2018 e 2019 .....	135
Tabela 3.8 – Outros Investimentos, Investimentos em Carteira, Investimento Direto, e Fluxos Totais (Passivo) para as economias em desenvolvimento e emergentes – taxas de variação e variação absoluta anuais em 2018 (valores em % e US\$ milhões) .....	137
Tabela 4.1 – Investimento Direto Passivo nos BRICS – média anual em porcentagem do PIB e trimestral em US\$ milhões .....	198
Tabela 4.2 – Investimento Direto Estrangeiro nos BRICS – média anual das entradas líquidas ( <i>net inflows</i> ) em porcentagem do PIB .....	199
Tabela 4.3 – Fluxo médio anual das Exportações, Importações, Balança Comercial, IDP, IDPAF, IDPID e IDPAFS em relação ao PIB – 2000 a 2018 .....	200

Tabela 4.4 – Brasil: Volatilidade ponderada das subcontas da Conta Financeira (1º trimestre de 2000 a 4º trimestre de 2019).....	202
Tabela 4.5 – China: Volatilidade ponderada das subcontas da Conta Financeira .....	203
Tabela 4.6 – Índia: Volatilidade ponderada das subcontas da Conta Financeira .....	205
Tabela 4.7 – Rússia: Volatilidade ponderada das subcontas da Conta Financeira.....	206
Tabela 4.8 – África do Sul: Volatilidade ponderada das subcontas da Conta Financeira .....	207
Tabela 5.1 – Relação entre os somatórios dos saldos em IDPAF, IDPAFS, IDP, Lucros Reinvestidos e Balança Comercial de 2005Q1 a 2019Q3 – valores reais para 2019Q3 .....	212
Tabela 5.2 – Testes de raiz unitária: variáveis Brasil .....	234
Tabela 5.3 – Testes de raiz unitária das variáveis referentes a China.....	235
Tabela 5.4 – Testes de raiz unitária das variáveis referentes a Índia.....	236
Tabela 5.5 – Testes de raiz unitária das variáveis referentes a Rússia .....	237
Tabela 5.6 – Testes de raiz unitária das variáveis referentes a África do Sul .....	238
Tabela 5.7 – Testes de raiz unitária das variáveis externas (taxa de juros dos EUA, VIX e liquidez).....	239
Tabela 5.8 – Testes modelos ARDL Brasil: Autocorrelação, Heterocedasticidade, Cointegração ( <i>Bounds Testing</i> ) e escolha das defasagens .....	240
Tabela 5.9 – Testes modelos ARDL China: Autocorrelação, Heterocedasticidade, Cointegração ( <i>Bounds Testing</i> ) e escolha das defasagens .....	242
Tabela 5.10 – Testes modelos ARDL Índia: Autocorrelação, Heterocedasticidade, Cointegração ( <i>Bounds Testing</i> ) e escolha das defasagens .....	244
Tabela 5.11 – Testes modelos ARDL Rússia: Autocorrelação, Heterocedasticidade, Cointegração ( <i>Bounds Testing</i> ) e escolha das defasagens .....	246
Tabela 5.12 – Testes modelos ARDL África do Sul: Autocorrelação, Heterocedasticidade, Cointegração ( <i>Bounds Testing</i> ) e escolha das defasagens .....	248
Tabela 5.13 – Coeficientes de longo prazo dos modelos ARDL Brasil – variável explicada: IDPAFS .....	251
Tabela 5.14 – Coeficientes de longo prazo dos modelos ARDL China – variável explicada: IDPAF .....	254
Tabela 5.15 – Coeficientes de longo prazo dos modelos ARDL Índia – variável explicada: IDPAF .....	256
Tabela 5.16 – Coeficientes de longo prazo dos modelos ARDL Rússia – variável explicada: IDPAFS .....	258

Tabela 5.17 – Coeficientes de longo prazo dos modelos ARDL África do Sul – variável explicada: IDPAFS .....	260
---	-----

## LISTA DE QUADROS

Quadro 2.1 – Padrões e estratégias de desenvolvimento na Rússia: período 1950-2008 .....	84
Quadro 2.2 – Índice OCDE de restrições sobre os IDE para os países do BRICS – valor do índice e classificação geral .....	97
Quadro 2.3 – Índice de liberdade econômica .....	100
Quadro 3.1 – Períodos de <i>Episódios</i> de capital nos BRICS .....	108
Quadro 3.2 – Ciclos de liquidez internacional (1) .....	111
Quadro 3.3 – Surto de Recursos .....	112
Quadro 3.4 – Rodadas dos programas de relaxamento monetário nos EUA .....	117
Quadro 3.5 – Ciclos de liquidez internacional (2) .....	119
Quadro 4.1 – Reação das principais rubricas da Conta Financeira dos BRICS aos principais acontecimentos internacionais de 2008 a 2019 .....	196
Quadro 5.1 – Descrição das variáveis utilizadas no modelo .....	224
Quadro 5.2 – Modelos econométricos estimados .....	227
Quadro A.1 – Resumo dos resultados encontrados nos trabalhados empíricos relacionados aos determinantes dos Investimentos Direto .....	287
Quadro A.2 – Resumo dos resultados encontrados nos trabalhados empíricos relacionados aos determinantes dos Investimentos em Carteira .....	291

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

- AF – Ações e Fundos de Investimento  
ANC – Congresso Nacional Africano  
ARCH – *Autoregressive Conditional heteroskedasticity*  
ARDL – Modelos Autorregressivos de Defasagens Distribuídas  
AS – África do Sul  
AsgiSA – *Accelerated and Shared Growth Initiative for South Africa*  
BAC – Banco da Agricultura da China  
B-BBEE – *Broad-based Black Economic Empowerment*  
BC – Banco da China (BC)  
BCE – Banco Central Europeu  
BCIC – Banco da Construção da China, Banco Industrial e Comercial da China  
BESA – *South African Bond Exchange*  
BP – Balanço de Pagamentos  
BPC – Banco do Povo da China  
BPM6 – 6<sup>a</sup> Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos  
BR – Brasil  
BRICS – grupo de países formado por Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul  
BV – Bolsa de Valores  
CB – Câmbio  
CBOE – Chicago Board Options Exchange  
CC5 – Carta Circular nº 5  
CEE – Comunidade Econômica Europeia  
CF – Conta Financeira  
CFP – Passivos da Conta Financeira  
CH – China  
CI – Corrente de Comércio  
CMN – Conselho Monetário Nacional  
Covar – Covariância  
CP – Curto Prazo  
CUSUM – Soma Cumulativa Recursiva dos Resíduos  
CUSUMS – Soma Cumulativa Recursiva dos Resíduos ao Quadrado

DER – Derivativos

DIENT - Empresa de Investimento Direto

ECM – Modelo de Correção de Erros

EED – Economias Emergentes e em Desenvolvimento

EM – Economias Emergentes

EMBI – *Emerging Market Bond Index*

ETN – Empresas Transnacionais

EUA – Estado Unidos da América

FBCF – Formação Bruta de Capita Fixo

FDI – *Foreign Direct Investment*

FED – *Federal Reserve*

FIE – Empresa de Investimento Direto

FMI – Fundo Monetário Internacional

FMM – Fundos do Mercado Monetário

FTP – Fluxos Totais Passivo

GARCH – *General Autoregressive Conditional heteroskedasticity*

GEAR – *Growth, Employment and Redistribution*

GMM – Método dos Momentos Generalizado

IC – Investimento em Carteira

ICA – Investimento em Carteira Ativo

ICAAF – Investimento em Carteira Ativo em Ações e Fundos de Investimento

ICATD – Investimento em Carteira Ativo em Títulos de Dívida

ICP – Investimento em Carteira Passivo

ICPAF – Investimento em Carteira Passivo em Ações e Fundos de Investimento

ICPTD – Investimento em Carteira Passivos em Títulos de Dívida

ID – Instrumentos de Dívida

ID – Investimento Direto

IDA – Investimento Direto Ativo

IDAAF – Investimento Direto Ativo em Ações e Fundos de Investimento

IDAID – Investimento Direto Ativo em Instrumentos de Dívida

IDAID – Investimento Direto Passivo em Instrumentos de Dívida

IDE – Investimento Direto Estrangeiro

IDP – Investimento Direto Passivo

IED – Investimento Estrangeiro Direto

IFS – *International Financial Statistics*

IIC – Instituições de Investimento Coletivo

IMF – *International Monetary Fund*

IN – Índia

IOF – Imposto sobre Operações Financeiras

JSE – Bolsa de Valores de Joanesburgo

LIQ – Liquidez Internacional

LP – Longo Prazo

MNEs – Multinational Enterprise

NIPF – *National Industrial Policy Framework*

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

OI – Outros Investimentos

OIA – Outros Investimentos Ativo

OIP – Outros Investimentos Passivo

OMC – Organização Mundial do Comércio

PCC – Partido Comunista Chinês

PCUS – Partido Comunista da União Soviética

PIB – Produto Interno Bruto

QDII – Investidor Institucional Doméstico Qualificado

QFII – Investidores Institucionais Estrangeiros Qualificados

RQFII – Investidor Institucional Estrangeiro Qualificado em Renminbi

RS – Rússia

SPE – Sociedades de Propósito Específico

UNCTAD – Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento

URSS – União das Repúblicas Socialistas Soviéticas

USD – Dólar dos EUA

VAR – Modelo de Vetores Autorregressivos

Var – Variância

VEC – Modelo de Vetor de Correção de Erros

VIX – *Volatility Index*

WIR – Relatório de Investimento Mundial

ZDET – Zonas de Desenvolvimento Econômico e Tecnológico

ZEE – Zonas Econômicas Especiais

# SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>1</b>
<b>CAPÍTULO 1 – FLUXOS DE CAPITAIS E VULNERABILIDADE EXTERNA: ASPECTOS TEÓRICOS SOBRE A DINÂMICA FINANCEIRA DOS INVESTIMENTOS DIRETOS .....</b>	<b>10</b>
1.1 – Teoria pós-keynesiana: aspectos financeiros de uma economia monetária da produção .....	10
1.2 – Dinâmica dos fluxos de capitais: hierarquia das moedas, ciclos de liquidez e vulnerabilidade externa .....	14
1.3 – Transformações no sistema monetário e financeiro global no pós-Segunda Guerra Mundial e elevação da instabilidade econômica.....	24
1.4 – O processo de Financeirização e a mudança estrutural dos Investimentos Diretos ....	29
1.5 – Trabalhos vinculados ao estudo dos fluxos internacionais de capitais, em específico, dos Investimentos Diretos .....	34
1.5.1 – As teorias sobre os Investimentos Diretos .....	34
1.5.2 – Trabalhos motivadores do estudo das características especulativas dos Investimentos Diretos.....	39
1.6 – A complexidade dos Investimentos Diretos: análise dos manuais do FMI e OCDE..	48
Considerações sobre o Capítulo 1 .....	59
<b>CAPÍTULO 2 – A INSERÇÃO DOS PAÍSES DO BRICS NA GLOBALIZAÇÃO (FINANCEIRA): SUAS ESPECIFICIDADES E O TRATAMENTO DADO AOS FLUXOS DE CAPITAIS.....</b>	<b>62</b>
2.1 – O Processo de Inserção do Brasil na Globalização (Financeira) .....	64
2.2 – O Processo de Inserção da China na Globalização (Financeira).....	68
2.3 – O Processo de Inserção da Índia na Globalização (Financeira).....	78
2.4 – O Processo de Inserção da Rússia na Globalização (Financeira) .....	83
2.5 – O Processo de Inserção da África do Sul na Globalização (Financeira) .....	91
2.6 – Restrições sobre os fluxos de capitais e dinâmica internacional dos mercados acionários: análise de indicadores para o caso dos BRICS .....	96
Considerações sobre o Capítulo 2 .....	103
<b>CAPÍTULO 3 – OS CICLOS DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL NOS ANOS 2000: PERIODICIDADE E ANÁLISE.....</b>	<b>105</b>
3.1 – Cálculo do indicador de liquidez internacional.....	105
3.2 – Constituição histórica da periodicidade dos ciclos de liquidez nos anos 2000.....	110
3.2.1 – Reflexões sobre a economia mundial na década de 2010 .....	139
Considerações sobre o Capítulo 3 .....	143
<b>CAPÍTULO 4 – ANÁLISE DAS CONTAS FINANCEIRAS DOS PAÍSES DO BRICS NOS ANOS 2000: UM ENFOQUE NOS INVESTIMENTOS DIRETOS.....</b>	<b>145</b>

4.1 – Análise Gráfica das Contas Financeira dos países do BRICS .....	145
4.1.1 – Conta Financeira e subcontas do Brasil .....	145
4.1.2 – Conta Financeira e subcontas da China .....	159
4.1.3 – Conta Financeira e subcontas da Índia .....	168
4.1.4 – Conta Financeira e subcontas da Rússia .....	176
4.1.5 – Conta Financeira e subcontas da África do Sul.....	187
4.2 – Análise comparada dos Investimentos Diretos Passivo nos países do BRICS .....	194
4.3 – Análise comparada das rubricas determinantes da variância da Conta Financeira dos países do BRICS .....	200
4.3.1 – Análise da variância (volatilidade) .....	201
Considerações sobre o Capítulo 4.....	208
<b>CAPÍTULO 5 – OS DETERMINANTES FINANCEIROS DOS INVESTIMENTOS DIRETOS NOS BRICS: UMA ANÁLISE POR MEIO DE MODELOS ARDL.....</b>	<b>211</b>
5.1 – Estudo dos determinantes financeiros dos Investimentos Diretos e dos Investimentos em Carteira Passivos para os BRICS .....	214
5.1.1 – Literatura empírica a respeito dos determinantes dos Investimentos Direto .....	215
5.1.2 – Literatura empírica a respeito dos determinantes dos Investimentos em Carteira .....	218
5.2 – Metodologia e dados.....	222
5.2.1 - Método ARDL e <i>Bound Testing Approach</i> .....	222
5.2.2 - Descrição das variáveis e modelos trabalhados .....	223
5.2.3 – Testes de estacionariedade .....	233
5.3 – Resultados dos modelos econôméticos testados .....	239
5.3.1 – Estimação dos modelos ARDL .....	239
5.3.2 – Resultados de Longo Prazo .....	250
Considerações sobre o Capítulo 5.....	261
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>265</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>274</b>
<b>APÊNDICE A – LITERATURA SOBRE OS DETERMINANTES DOS INVESTIMENTOS DIRETO E INVESTIMENTOS EM CARTEIRA .....</b>	<b>287</b>

## INTRODUÇÃO

A globalização financeira e as suas supostas vantagens – de expansão e direcionamento dos capitais de onde eles são mais abundantes e menos rentáveis (economias desenvolvidas, principalmente) para as economias que apresentam maior escassez de capital e maior rentabilidade, promovendo o desenvolvimento dessas – não têm sido verificadas, mesmo nos países com “condições iniciais adequadas”<sup>1</sup>. Os países em desenvolvimento, que (hipoteticamente) seriam os mais beneficiados com esses influxos de capitais, tornaram-se mais frágeis, apresentando elevação das suas vulnerabilidades externas e menores condições de diversificar suas economias (FREITAS e PRATES, 2001; SICSÚ, 2007; DAMASCENO, 2014; DRUMMOND, 2019).

Parte dos modelos de crescimento e as evidências empíricas têm evidenciado que os benefícios da plena mobilidade de capitais têm se apresentado de forma ilusória ou de difícil mensuração (REY, 2015). Ao invés de promover o crescimento e o desenvolvimento econômico, os fluxos de capitais têm demonstrado um fim em si mesmos, de forma que os seus valores passaram a superar inúmeras vezes o valor do comércio internacional de bens e serviços (FREITAS e PRATES, 2001).

Assim, após fase de agudas crises externas e financeiras na década de 1990 – momento de abertura econômica mais intensa nos países em desenvolvimento –, no período mais recente, nos anos 2000, a dinâmica dos fluxos de capitais e a liquidez mundial foram marcadas por fases de expansão e retração, em que se pode 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) o período que se descontina após 2008, em que se observa a descoordenação econômica e crises nos países centrais, dinâmica mais fraca da China e espraiamento dos impactos desses movimentos para as demais economias do mundo, com a paulatina queda da liquidez internacional.

---

<sup>1</sup> O conceito de globalização financeira adotado nesta tese refere-se ao processo de integração dos sistemas financeiros internacionais e nacionais, ou seja, de eliminação das barreiras entre os vários segmentos dos mercados financeiros (CHESNAIS, 1996).

“Encontra-se com frequência na literatura o argumento de que a integração financeira e os fluxos de capitais só resultariam em estímulo ao crescimento econômico em países onde existissem condições iniciais adequadas relativas ao ambiente institucional, estoque de capital humano, política macroeconômica e desenvolvimento financeiro” (DAMASCENO, 2014, p. 89).

Ainda assim, não se pode dizer que os fluxos financeiros que se dirigiram aos países periféricos<sup>2</sup> no período de expansão tiveram uma característica menos especulativa e que não tenham se revertido em momentos de mudanças de conjuntura (CORRÊA et al., 2009; MUNHOZ, 2010). Ao mesmo tempo, na fase de maior instabilidade (período ii), observa-se uma redução do crescimento desses países, e é nesse momento que se explicitam as dicotomias, inconsistências e limites dos modelos de crescimento adotados por eles na fase de expansão.

No primeiro período indicado houve uma fase conjunta de expansão dos capitais para vários países periféricos, que não têm moeda forte, o que pode ser observado tanto quando se considera um grupo de países de economias mais robustas, de grande território e população (como o grupo dos BRICS), quanto 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 presentes no debate contemporâneo é que ele é dominado, mais uma vez, pela retórica de que os “erros” estão relacionados ao excesso de gastos (públicos), sendo a expansão da dívida bruta dos países periféricos um indicador desse movimento. Como desdobramento deste corolário, seria essa a fragilidade que afugentaria tanto os capitais dirigidos diretamente às atividades produtivas quanto os capitais relacionados a empréstimos e aplicações financeiras.

Contrariamente a esta perspectiva e no contexto desse momento histórico, em que ainda estão presentes resquícios da crise do *subprime*, crescimento mais fraco dos países desenvolvidos e da China (considerada também um país sem moeda forte), movimentos protecionistas, reversão gradual da política monetária (PM) expansionista dos EUA e maior instabilidade dos países periféricos, considera-se importante manter a discussão sobre as características particulares desses últimos, no que tange à posição monetária subordinada desses países à lógica das moedas que têm dominância em nível mundial, bem como às características instabilizadoras que os capitais internacionais dirigidos a esses países provocam (PRATES e CINTRA, 2007; CORRÊA et al., 2009; DE CONTI, PRATES e PLIHON, 2014).

Defende-se, aqui, que a compreensão dos elementos que envolvem os fenômenos anteriormente relacionados requer uma inversão da problemática de análise. Por um lado,

---

<sup>2</sup> O presente trabalho considera “[...] dois grupos distintos de países: os centrais e os periféricos. Essa divisão é feita segundo o modo de inserção desses países no capitalismo e as características daí decorrentes. Os países periféricos possuem fragilidade financeira e monetária, sistema produtivo heterogêneo, dependência tecnológica acentuada e são de certa maneira subordinados, do ponto de vista político e militar” (DE CONTI, PRATES e PLIHON, 2014).

incorporando elementos da dinâmica mundial para analisar a questão da instabilidade reflexa aos ciclos de liquidez internacionais, necessariamente enfrentada pelos países periféricos (RESENDE e AMADO, 2007). Por outro, inserindo a perspectiva de que o Balanço de Pagamentos (BP) das **economias periféricas enfrenta problemas de restrição financeira** ligados à dinâmica dos fluxos financeiros (PEREIRA, 2015; PRATES e CINTRA, 2007; CORRÊA et al., 2009). Assim, a vulnerabilidade externa das economias também está relacionada à dinâmica das finanças internacionais, encabeçada pela hierarquia das moedas.

Esta discussão exige a compreensão, também, de 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 da década de 1960 foram criadas inovações financeiras que aprofundaram as possibilidades de assunção de passivos bancários mais flexíveis, que avançaram em direção do processo de securitização e crescimento das operações com derivativos. Isto, ademais, ocorre junto à intensificação dos processos de abertura externa e desregulamentação financeira; avanços tecnológicos; institucionalização das poupanças e o surgimento dos investidores institucionais. A dinâmica resultante de todas essas modificações foi a forte ligação e interrelação entre os mercados financeiros mundiais, de forma a intensificar a instabilidade do sistema (MINSKY, 2013; CINTRA, 1998; DAMASCENO, 2014; PEREIRA, 2015).

Nesse contexto, o trabalho que se pretende desenvolver 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 com “viés de curto prazo”, no sentido de que podem se reverter a qualquer mudança de conjuntura, e que essa característica é prejudicial às economias (CORRÊA et al., 2009; MUNHOZ, 2010). Ademais, a perspectiva é de que esses fluxos se comportam de maneira coordenada, de acordo com os ciclos de liquidez, engendrados, principalmente, pela política monetária dos EUA e aversão ao risco dos agentes, “obedecendo” a um sistema monetário hierárquico (PRATES e CINTRA, 2007; BIANCARELLI, 2007; DE CONTI, PRATES e PLIHON, 2014; REY, 2015).

Todavia, ainda que a noção de que os fluxos de capitais em Investimento em Carteira (IC) – ou seja, negociações internacionais de ações e títulos de dívida – provocam movimentos instabilizadores sobre as economias seja relativamente conhecida e aceita pelos estudiosos da área, poucos desses pesquisadores têm percebido que os fluxos em ID também podem apresentar essa mesma característica.

A conta Investimento Direto pode ser dividida, primeiramente, nas subcontas Ativo e Passivo, e, posteriormente, dentro de cada uma dessas, em Ações e Fundos de Investimento (IDAF – *Equity and Investment Fund Shares*) e Instrumentos de Dívida (IDID – *Debt Instruments*). Em relação a essa primeira subconta (IDAF), para que o capital entrante em um país seja considerado ID, basta que este esteja relacionado à compra de ações (no mercado primário ou secundário) acima de 10% das ações com direito a voto de uma empresa. Ou seja, a compra de ações ordinárias de uma empresa no valor correspondente a até 9,99% do seu capital social seria classificada, nos Balanços de Pagamentos, como IC, enquanto a compra de 10% dessas mesmas ações seria contabilizada como ID.

É claro que a definição de um critério específico é necessária para a contabilização desses fluxos de forma objetiva, e a intenção da tese não é criticar esse critério, mas evidenciar que, por essa via (compra de ações), os ID podem apresentar caráter especulativo e ser mais instáveis que o esperado, quando se observa apenas a norma técnica.

Já em relação à segunda rubrica (Instrumentos de Dívida), que envolve a negociação de empréstimos entre empresas em relação de ID, nada impede que as transações de capitais entre essas sejam destinadas a investimentos especulativos no mercado financeiro interno.

Muitos são os estudos que têm demonstrado o predomínio de investimentos financeiros em empresas não-financeiras, no movimento chamado de financeirização (PAULANI, 2009; CARNEIRO, 2010; CASSIOLATO, 2013; BRUNO, 2017; DURAND e GUEUDER, 2018), e esse também se efetiva por meio dos fluxos em ID.

O processo de liberalização e as alterações no padrão de financiamento internacional acabaram por soldar nessas empresas as dimensões financeira, mercantil e produtiva, de modo que suas estratégias de expansão têm passado pela lógica de ganhos eminentemente financeira, aproximando cada vez mais o IDE do investimento de portfólio [...] tem permitido a empresa adotar uma lógica de expansão muito mais "oportunista", no sentido de que o investimento direto torna-se mais reversível [...] A troca rápida de titularidade, através das fusões e aquisições, ilustra esse fenômeno e sinaliza que o IDE tem se realizado na maioria das vezes como uma aplicação financeira num fundo qualquer (ex. empresas ligadas aos fundos de pensão) (ACIOLY, 2004, p. 03)

No mesmo sentido, as empresas de ID podem ser do setor financeiro – fundos de investimento, outras corporações e *trusts*, que não possuem nenhuma relação direta com a produção (FMI, 2014b) –, ou seja, com fim específico de valorização do capital pela via financeira. No próprio manual do FMI (FMI, 2014b) sobre transações internacionais há o indicativo de que as movimentações em ID de curto prazo são possíveis e ocorrentes. Soma-se

a isso o fato de grande parte dos ID serem no setor de serviços, muitas vezes em serviços financeiros, como no caso do Brasil.

Desta forma, estudos, políticas e medidas que desconsideram essa dinâmica parcial dos ID tenderão a ser fracassadas, pois não estão compreendendo a realidade.

Assim, a **hipótese** da tese é de que parte dos ID se configura como capitais de curto prazo, voláteis e especulativos, uma vez que esses são compostos por meras transações financeiras (empréstimos, ações etc.), que têm como objetivo conseguir valorizar-se na própria esfera financeira. Um dos pressupostos do trabalho é que a dinâmica parcialmente especulativa dos ID é mais presente a partir do maior papel e capacidade dos investidores institucionais em mobilizar e movimentar grandes quantidades de poupança e, ao mesmo tempo, exacerbação da lógica rentista sobre as empresas não-financeiras (financeirização).

Entende-se, também, que essas características dos ID não são dominantes para todos os países, nem sobre o grupo dos BRICS, de forma que a composição e característica desses fluxos podem ser influenciadas pela regulação adotada, e que as políticas de liberalização e desregulamentação irrestritas tendem a favorecer os fluxos de ID puramente relacionados à dinâmica financeira.

O grupo BRICS é constituído do agrupamento de Brasil, Rússia, China, Índia e África do Sul (esse último, incorporado em 2011), países que, desde 2006, buscam benéficos mútuos por meio da cooperação<sup>3</sup> (ITAMARATY, 2016).

O estudo focado nestes países se justifica por serem eles os principais constituintes do então chamado grupo dos “países emergentes”, em que o produto desse conjunto representa parte considerável do PIB mundial, além de possuírem grandes territórios, populações e mercados financeiros relativamente sofisticados e desenvolvidos. Assim, o estudo visa entender a dinâmica dos fluxos financeiros para esses países, tendo em vista os aspectos que os agrupam, mas não desconsiderando suas especificidades.

Neste contexto, o presente trabalho pretende analisar a dinâmica das Contas Financeiras dos países que compõem os BRICS, com foco nas rubricas ID e IC Passivos, no período 2000-2019. A perspectiva teórica de fundo parte da abordagem de Keynes, de que há

---

<sup>3</sup> O grupo do BRICS iniciou-se informalmente à margem da Assembleia Geral das Nações Unidas, mas, desde 2008, com a primeira reunião formal dos seus chanceleres, constitui uma entidade político-diplomática. Desde então, ocorrem reuniões anuais entre os Chefes de Estado e de Governo desses países. Dentre as medidas mais importantes resultantes destas reuniões temos os acordos constitutivos do “Novo Banco de Desenvolvimento (NBD) – voltado para o financiamento de projetos de infraestrutura e desenvolvimento sustentável em economias emergentes e países em desenvolvimento –, e do Arranjo Contingente de Reservas (ACR) – destinado a prover apoio mútuo aos membros do BRICS em cenários de flutuações no balanço de pagamentos” (ITAMARATY, 2016).

uma indissociável relação entre o “lado real e o monetário” em economias monetárias da produção, e de que, ainda que haja uma relação de subordinação da produção pelas finanças, esta sempre será dependente da esfera produtiva e recorrentemente ajustada através de crises (CARNEIRO et al., 2011).

Destarte, o **objetivo geral** da tese é analisar a dinâmica dos ID para os BRICS, com o intuito de averiguar se parte dos fluxos dessa conta é determinada por condicionantes externos e financeiros de curto prazo, o que qualificaria os fluxos como sendo de caráter especulativo, com rápido potencial de reversão e volatilidade, que impactam a vulnerabilidade financeira externa daquelas economias.

Assim, os **objetivos específicos** são:

- A. Apresentar as bases teóricas que dão sustentação à hipótese da tese, explicitando a dinâmica dos fluxos internacionais de capitais, seus impactos sobre as economias periféricas e demonstrando como o capitalismo atual impõe sobre os ID a lógica financeira.
- B. Demonstrar, via literatura (teórica e empírica) e regulação dos ID expostas nos manuais do Fundo Monetário Internacional (FMI) e Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), que esses capitais podem conter fluxos financeiros de curto prazo e especulativos.
- C. Estudar os processos de inserção dos países dos BRICS na globalização (financeira) e seus diferenciais, além dos indicadores de abertura externa e restrição dos ID para esses, por entender que as especificidades da dinâmica dos seus fluxos de capitais perpassam pela heterogeneidade daqueles processos.
- D. Construir e explicar os ciclos de liquidez internacional e sua periodicidade, a fim de entender e indicar os determinantes (externos) dos fluxos de capitais, sobretudo dos ID, para os países periféricos.
- E. Examinar a dinâmica geral dos fluxos financeiros dirigidos aos BRICS a partir de 2000, focando nos ID, IC e suas subcontas, para observar as especificidades das Contas Financeiras desses países, auxiliando no entendimento dos resultados econometrícios e compreendendo suas dinâmicas e relações (dos fluxos de capitais em separado) com os ciclos de liquidez.
- F. Mostrar que a dinâmica dos ID para os BRICS também está relacionada à dinâmica financeira, próxima à dos IC, a partir de:
  - i. Análise comparativa entre a volatilidade dos fluxos de ID e IC Passivo, por meio de metodologia desenvolvida por NEDER e CORRÊA, para cada um dos

países dos BRICS, com o intuito de verificar se os fluxos em ID também apresentam elevada volatilidade comparada, e se esta é diferente entre aqueles países.

- ii. Estudo econométrico a partir da abordagem ARDL e *Bound Testing Approach*, com a intenção de observar se os fluxos em IDA(S), para cada economia do BRICS, apresentam relações significativas de longo prazo com variáveis ligadas aos movimentos financeiros e especulativos, como: taxa de juros dos EUA, índice VIX (*Volatility Index*)<sup>4</sup>, liquidez internacional (indicador calculado nessa tese) e índices das bolsas de valores (internas).

A tese segue, parcialmente, as ideias e os resultados apontados por Acioly (2004), Corrêa et al. (2012), Ipea (2011a) e (2011c), Corrêa e Almeida Filho (2014), Pereira (2015), Akyüz (2015), Labanca (2016) e Souza (2017), por demonstrarem que os ID podem conter capitais que não possuem ligação com a esfera produtiva, mas buscam, sobretudo, rentabilidade puramente financeira, o que os enquadra em uma dinâmica distinta da considerada pela maioria dos especialistas.

Afora os trabalhos de Acioly (2004) e Akyüz (2015), os demais estudos estão vinculados à análise do Brasil. Assim, a presente tese busca contribuir para o debate na medida em que investiga um grupo de países específicos, dos BRICS, além de inovar ao utilizar modelos ARDL (Modelos Autorregressivos de Defasagens Distribuídas) no estudo da dinâmica dos fluxos em ID, que têm a capacidade de demonstrar relações de longo prazo.

Destaca-se que esta tese faz parte da linha de pesquisa sobre vulnerabilidade financeira em economias periféricas, e pretende ser uma continuação dos trabalhos de Corrêa e aqueles por ela orientados, especialmente, Munhoz (2010), Pereira (2015) e Souza (2017).

Para tanto, o presente trabalho está estruturado em cinco capítulos. No **Capítulo 1** apresenta-se o arcabouço teórico desta tese, sobretudo o vinculado ao entendimento da dinâmica dos fluxos de capitais e suas consequências, o que dará base para as análises nos capítulos seguintes. Nesse Capítulo, apresenta-se os principais pontos da teoria pós-keynesiana no seu quinhão financeiro, e a questão da vulnerabilidade financeira externa das economias periféricas, bem como a sua fonte: a hierarquia das moedas. Também, nesse capítulo, será

---

<sup>4</sup> O índice VIX (índice de volatilidade da *Chicago Board Options Exchange* - CBOE), também conhecido como índice do medo, será bastante utilizado nesta tese. Esse índice é um *benchmark* financeiro e vem sendo um dos principais índices utilizados no mercado financeiro e na academia para observar a expectativa dos agentes em relação à volatilidade do mercado acionário norte-americano, ou seja, a volatilidade esperada para esse mercado: o quanto os aplicadores financeiros esperam que o Standard & Poor's 500 irá flutuar. Esse índice baseia-se na volatilidade implícita nos preços das opções do índice Standard & Poor's 500 e reflete a expectativa dos agentes quanto à sua flutuação nos próximos 30 dias (CBOE, 2020).

estudado as mudanças institucionais ocorridas no sistema monetário e financeiro global no pós-Segunda Guerra Mundial, que impactaram na dinâmica dos fluxos de capitais, como os processos de abertura, liberalização e desregulamentação dos mercados (financeiros), que, em conjunto com outras mudanças, desaguaram na financeirização. Por fim, exibe-se uma revisão da literatura dos trabalhos vinculados aos ID e dos trabalhos motivadores dessa tese, e interpretação do que se constituem os ID na sua complexidade, a partir dos manuais de categorização dessa rubrica, elaborados pelo FMI e OCDE (FMI, 2014b; FMI 2015b; OECD, 2008).

No **Capítulo 2** analisa-se os processos de inserção dos países do BRICS na globalização financeira – sobretudo no que se refere ao tratamento dos fluxos de capitais –, país por país, via literatura sobre esses processos históricos, e, em conjunto, via análise de indicadores (indicador de restrições sobre os ID da OCDE; indicadores de liberdade econômica do *Fraser Institute* e indicadores da dinâmica internacional dos mercados de capitais). O intuito é observar a forma e a profundidade com que cada uma das economias dos BRICS se inseriu no processo de globalização (financeira), e a compreensão é de que quanto maior o grau de autonomia e mobilidade dos capitais estrangeiros, maior é a proporção dos ID ligados à dinâmica financeira, mais voláteis e instáveis.

No **Capítulo 3** foca-se na construção e exposição da periodicidade dos ciclos de liquidez internacional nos anos 2000, ou seja, na datação dos períodos em que houve maior expansão dos fluxos de capitais para os países periféricos (em conjunto), e dos períodos que houve redução dos capitais para essas economias. A primeira forma utilizada para captar essa periodicidade foi por meio da construção de um indicador que sinaliza os períodos que ocorreram, ou não, “entradas excessivas” de capitais naqueles países, partindo da metodologia utilizada nos trabalhos de FMI (2007, p.127; 2011, p.55) e Mehigan (2018). A segunda se refere à análise histórica do período retratado, principalmente, por meio da leitura dos boletins de conjuntura do FMI e UNCTAD, focando nas variáveis macroeconômicas e nos principais acontecimentos que afetaram a economia nesse período. Dessa forma, enquanto a primeira capta os períodos de grandes entradas e saídas de capitais nos países periféricos, a segunda foca em explicar esses movimentos, relacionando-os à conjuntura internacional. Assim, as duas análises se complementam. O intuito é entender e indicar os determinantes (externos) dos fluxos de capitais, sobretudo dos ID, para os países periféricos.

No **Capítulo 4** analisa-se os dados dos balanços de pagamentos (BP), em separado, dos países que compõem o BRICS, sobretudo das suas contas financeiras (CF), e a volatilidade comparada das suas subcontas. O objetivo desse exame é averiguar as especificidades e as

semelhanças presentes na dinâmica externa e da CF de cada um daqueles países, observando, também, as subcontas dessa conta maior, “abrindo-as” em subníveis. A intenção é dar maior clareza às especificidades presentes na dinâmica financeira internacional daqueles países, que, por si só, já é relevante, mas, também, por propiciar uma maior base de conhecimento para as demais análises feitas nesta tese. Ademais, por meio da análise da volatilidade, busca-se verificar se a volatilidade da conta ID e suas subcontas é relevante, comparativamente às demais contas e entre os países.

No **Capítulo 5** faz-se um estudo econométrico, por meio da abordagem ARDL e *Bound Testing Approach*, de acordo com os trabalhos desenvolvidos por Pesaran e Shin (1998) e Pesaran et al. (2001). A intenção é averiguar se há relações significativas, de longo prazo, entre os fluxos de ID Passivo em Ações e Fundos de Investimento (e sem Lucros Reinvestidos para alguns países, dada a disponibilidade de dados), separadamente, para cada um dos BRICS, e as variáveis financeiras selecionadas pela revisão da literatura empírica (taxa de juros dos EUA; índice VIX; ciclos de liquidez internacional e índice da bolsa de valores local), que já são reconhecidas na determinação dos fluxos em IC. Os dados serão trabalhados a partir de periodicidade trimestral, do primeiro trimestre (Q1) do ano 2005 ao primeiro trimestre (Q1) de 2019, em virtude da disponibilidade dos dados.

Por fim, nas **Considerações Finais**, é apresentado um breve resumo dos principais pontos de cada capítulo desta tese, finalizando-a com uma reflexão a partir dos resultados encontrados.

## Capítulo 1

### FLUXOS DE CAPITAIS E VULNERABILIDADE EXTERNA: ASPECTOS TEÓRICOS SOBRE A DINÂMICA FINANCEIRA DOS INVESTIMENTOS DIRETOS

#### 1.1 – Teoria pós-keynesiana: aspectos financeiros de uma economia monetária da produção

O ponto de partida da análise envolve a indicação da perspectiva teórica adotada. O presente trabalho parte da abordagem de Keynes em seus escritos originais e dos avanços vinculados à chamada escola “Pós-Keynesiana”<sup>5</sup>, especialmente no que se refere aos aspectos financeiros da dinâmica de uma economia monetária da produção.

Para Keynes, a economia capitalista se caracteriza enquanto uma economia monetária da produção. Nela, os processos de decisão envolvem incerteza, no sentido forte e não probabilístico do termo; a moeda importa no processo de decisão de gasto dos agentes econômicos e concorre com os demais ativos; há hierarquia entre agentes livres; e o tempo importa. No contexto dessa economia, que é de trocas generalizadas, a moeda é demandada por si própria, por ser socialmente aceita como Dinheiro e ter reserva de valor, uma vez que ela é meio de troca, unidade de conta e meio para a definição de contratos. Nessa economia, então, há demanda por moeda não apenas pelo Motivo Transação, mas, também, pelo Motivo Precaução, Especulação e *finance* para investimento.

O processo econômico, nessa perspectiva, é fundamentalmente dependente do comportamento da demanda, que não pode ser calculada *ex ante*. O consumo, por sua vez, é determinado pelo nível de renda, e o componente mais complexo é o investimento, que contempla as decisões que proporcionam o crescimento econômico, sendo essa a variável chave na determinação do Emprego.

Sendo o investimento o determinante da renda e do emprego, e sendo aquele dependente da taxa de juros e da eficiência marginal do capital, que são, esses dois últimos, instáveis, aqui já se constata a instabilidade inerente a uma economia monetária da produção (AMADO e CARUSO, 2011).

---

<sup>5</sup> Sendo mais específico, segue-se a linha dos “classificados” “keynesianos fundamentalistas” ou “financeiros”, cujos principais representantes são: Minsky, Davidson, Kregel e Victoria Chick (OREIRO, 2011).

Para os propósitos do trabalho, interessa a análise do financiamento das decisões de gasto, em especial, do financiamento do investimento, sendo que a análise do papel e dos limites dos financistas é basilar para a compreensão das hipóteses levantadas. Um dos pontos importantes dessa discussão refere-se ao fato de que as decisões de investimento e de financiamento do investimento não dependem da poupança passada e muito menos da poupança futura calculada *ex ante*. Keynes se contrapõe ao que ele chama de “modelo clássico”<sup>6</sup>. Exalta-se que a perspectiva de Keynes e dos autores que seguem suas ideias originais (os pós-keynesianos que acompanham as linhas de Minsky, Davidson, Kregel, Chick) é a de que é impossível saber o que os empresários vão vender; é impossível saber o lucro futuro, é impossível saber a renda futura e, portanto, é impossível saber a poupança futura.

A taxa de juros não será aquela determinada pela interação entre poupança e investimento, mas dependente da relação entre oferta e demanda de liquidez<sup>7</sup>. Tem-se, também, que a queda da taxa de juros não determina o aumento do investimento, por si só, assim como o aumento da mesma não acarreta, necessariamente, a expansão da “poupança”. Nesse sentido, a política monetária não é capaz de afetar as decisões dos Investidores e do sistema bancário por si só, principalmente nos momentos de queda de confiança.

No caso específico dos bancos, o “público pode poupar *ex ante* e *ex post*, e *ex-qualquer-coisa-mais*, até mudar de cor” (KEYNES, 2010b, p. 96), se os bancos estão mais avessos ao risco (maior preferência pela liquidez), não há taxa de juros que os façam emprestar. A taxa de juros, então, “é aquela segundo a qual a demanda e a oferta de recursos líquidos se equilibram. A poupança de maneira alguma faz parte do quadro” (KEYNES, 2010b, p.96). De forma que “[...] não é a taxa de juros, mas sim o nível de renda que assegura essa igualdade [poupança = investimento]” (KEYNES, 2010a, p.69).

A necessidade de qualificação de um novo motivo para demanda de liquidez vem das características particulares do investimento. Primeiro, é preciso considerar que a decisão de investimento, por si só, já é geradora de renda, uma vez que a aquisição de máquinas e equipamentos provoca a produção no setor de bens de capital e gera um fluxo de salários e

<sup>6</sup> Para aqueles que partem do equilíbrio geral walrasiano, separando-se o “lado real do monetário”, a moeda é apenas um meio de troca, uma vez que é possível antever o que os agentes vão fazer, partindo-se do agente representativo. Note-se que nos modelos que se utilizam dessa perspectiva a moeda não afeta as decisões de Gasto e serve apenas como intermediário de trocas. Na medida em que o nível de produção de pleno emprego foi definido *ex ante*, variações na quantidade de moeda afetam apenas os preços. O Sistema bancário, por outro lado, é apenas um intermediador. Podem criar moeda, mas o seu limite são os “fundos emprestáveis” referentes à poupança futura que foi calculada *ex ante*.

<sup>7</sup> A liquidez, um conceito keynesiano, refere-se à facilidade com que um ativo pode ser negociado, aceito nas trocas, sendo o dinheiro a liquidez por essência.

lucros para este e demais setores (multiplicador do emprego). A parte não consumida da renda gerada é a poupança, que necessariamente se iguala ao investimento (em qualquer momento dos ciclos do processo multiplicador).

O *finance*, então, não prescindirá de poupança. O próprio investimento será responsável pela geração de poupança.

[...] o “financiamento” [*finance*] constitui, essencialmente, um fundo rotativo. Não emprega poupança. É, para a comunidade como um todo, apenas uma transação contábil. Logo que é “usado”, no sentido de ser gasto, a falta de liquidez é automaticamente compensada e a disposição temporária está de novo pronta a ser usada mais uma vez (KEYNES, 2010b, p.94).

[...] sendo o investimento um gasto e a poupança uma renda – o resíduo da renda total sobre o consumo –, o investimento não só tem de ser contabilmente igual à poupança – já que também ele é por hipótese igual à renda menos o consumo –, mas determina unilateralmente a poupança. Em outras palavras, a poupança está sempre – e não apenas em supostas situações de equilíbrio – “condenada” a ser igual ao investimento (POSSAS, 2015, p.76).

Dessa forma, a poupança não é limitante do nível de investimento em uma economia. O que limitará o nível de investimento, então, é a decisão do sistema bancário de liberar crédito, “o mercado de investimentos pode tornar-se congestionado por causa de falta de dinheiro, mas nunca se congestionará por falta de poupança” (KEYNES, 2010b, p.96). Assim, entender como os gastos são financiados (especialmente os de investimento) é um fator primordial, dada sua importância, e desmistificar que a poupança não é seu limitante, fato ainda relevante.

Ainda assim, mesmo sendo sempre involuntária, a poupança não teria qualquer função no financiamento do investimento? Não. Quem financia o investimento é o crédito, um estoque que está “sempre lá”, ainda que em níveis variáveis ao longo do tempo, ao passo que a poupança, como parte da renda, é um fluxo que, como dito acima, desaparece no momento mesmo em que é criada. Ou seja, já não está mais “lá” quando poderia parecer necessária (mas não é). Tecnicamente, transforma-se instantaneamente em reserva líquida, que pode ou não ser mantida ou transferida para o sistema bancário e/ou financeiro, e crescer em alguma medida o crédito disponível (POSSAS, 2015, p.78).

[...] ao contrário do que parecem supor alguns pós-Keynesianos que lhe atribuem [à poupança] uma função de gerar *funding* (maturação de longo prazo) para os empréstimos. São os bancos, eventualmente respaldados pelo Banco Central, que criam crédito – do nada, como queria J. Schumpeter, isto é, sem qualquer poupança prévia, já que se trata de fenômeno puramente monetário (criação *ex nihilo* de poder de compra); e é também sua função realizar o *funding*, convertendo as maturidades dos títulos de dívida de curto para longo prazo e administrando o seu eventual descasamento como parte do risco do negócio. Poderão ou não fazê-lo, dependendo de sua preferência por liquidez e aversão maior ou menor ao risco e à incerteza, independentemente do volume de poupança que os investimentos tenham gerado em algum momento (POSSAS, 2015, p.78).

Uma das características marcantes deste sistema é a sua capacidade endógena de criação de moeda, que Keynes explicita claramente em seus escritos posteriores à Teoria Geral (KEYNES, 1937a (2010a); 1937b (2010b)).

Soma-se a isso a noção de incerteza em Keynes – de que o cálculo matemático do lucro atuarial ou da expectativa confiável de ganho, a partir das probabilidades, não pode ser inferido (não-ergodicidade), mesmo que os “fundamentos” existam no presente –, de fato que os mercados não podem ser considerados eficientes num mundo não-ergódico. Dessa forma, a função dos mercados financeiros é fornecer liquidez – em virtude da alta capacidade de compra e venda de ativos em mercados bem organizados e ordenados (DAVIDSON, 1999).

Se os agentes reconhecem essa incerteza, eles entendem que os preços não são um guia confiável para tomar decisões e proteger o valor dos seus portfólios, o que torna a liquidez algo importante, sendo que o “grau de preferência pela liquidez” dos agentes estará diretamente ligado à percepção de incerteza que eles possuem. Ou seja, o reconhecimento da incerteza (não conhecimento sobre o futuro) coloca os agentes na obrigação de se prevenirem. Destarte, os gestores de portfólio trabalharão, muito mais, tentando antecipar o que os participantes do mercado vão pensar a respeito dos eventos ocorrentes no mundo e seus efeitos sobre os preços dos ativos (DAVIDSON, 1999).

Num mundo não-ergódico, se uma quantidade relevante de agentes tem a mesma expectativa “incorrecta”, seus resultados podem ser reais<sup>8</sup>. Os primeiros que alcançarem a liquidez antes da inversão da maré podem se salvar, ainda que, também, lucrar e reafirmar novas expectativas “equivocadas” (DAVIDSON, 1999).

Em um mundo de comunicação instantânea, qualquer evento que ocorra no mundo pode desencadear mudanças rápidas na avaliação subjetiva do valor de mercado de uma carteira. Especulações sobre a psicologia de outros participantes do mercado podem resultar em um comportamento semelhante ao de lemingue, que pode se autorreforçar e autojustificar. Em um sistema não ergódico, se agentes suficientes possuírem as mesmas expectativas “incorrectas” (para usar a frase de Stiglitz), o resultado pode ser que essas expectativas defeituosas realmente criem resultados futuros (cf. Arestis e Sawyer, 1998, pp. 188-9) Os primeiros lemingues “irracionais” a atingir o oceano de liquidez podem não se afogar. Eles podem sobreviver e até mesmo prosperar, tendo expectativas mais irrationais e liderando mais saltos de lemingues em direção à liquidez no futuro (DAVIDSON, 1999, p. 282, tradução nossa).

---

<sup>8</sup> “Ao contrário de Friedman (1953) e Johnson (1972), Hart e Kreps (1986) e Davidson (2004) advogam que essa percepção estabilizadora da atividade especulativa é equivocada” (GABRIEL e OREIRO, 2008).

Em Keynes (1936), a especulação é definida como a atividade de antecipar a psicologia do mercado, mas a definição mais disseminada e utilizada para esse termo foi a estabelecida por Kaldor (1939), seja ela: a compra ou venda de um ativo com o intuito de ganhar com a variação futura do seu preço. No entanto, a ação com base nas expectativas de variação dos preços não é exclusiva da atividade de especulação, mas, também, está presente nas operações de *hedge*, com vista à proteção de variações futuras dos preços. O fato daquela definição não ser compatível apenas com as atividades especulativas faz desaparecer sua distinção com operações *hedge* e de arbitragem (FARHI, 1999). Assim:

[...] consideramos como especulação as posições líquidas, compradas ou vendidas, num mercado de ativos financeiros (à vista ou de derivativos) sem cobertura por uma posição oposta no mercado com outra temporalidade no mesmo ativo, ou num ativo efetivamente correlato (FARHI, 1999, p. 104).<sup>9</sup>

Destarte, se os mercados não podem ser considerados eficientes e se a função desses não é alocar recursos de forma eficiente, não há motivos para esperar que a abertura e a integração financeira das economias proporcionem o maior crescimento econômico (no curto e nem no longo prazo) (DAMASCENO, 2007).

Muito pelo contrário, a maior abertura e integração (financeira) das economias tende a elevar a instabilidade que é intrínseca ao sistema capitalista, levando-se em consideração a perspectiva teórica abordada de que, principalmente: o financiamento do Investimento não depende da poupança passada e muito menos da poupança futura calculada *ex ante*; o limite da criação de liquidez depende, exclusivamente, da decisão do sistema bancário/financeiro de liberar crédito (capacidade endógena de criação de moeda); não há sinais de mercado que forneçam informações suficientes para o conhecimento da situação real de qualquer mercado (incerteza no sentido forte – não-ergodicidade); os gestores de portfólio trabalham tentando antecipar o comportamento do mercado e expectativas “incorrectas” podem ter resultados reais.

## **1.2 – Dinâmica dos fluxos de capitais: hierarquia das moedas, ciclos de liquidez e vulnerabilidade externa**

Cada país apresenta especificidades de cunho histórico que contribuem essencialmente para a heterogeneidade e hierarquia entre as nações. Dessa forma, a diferença no tratamento e

---

<sup>9</sup> Ainda, por essa definição, algumas operações *hedge* podem ser especulativas por algum período, como no caso do *hedge* seletivo, *carrying charge hedge* e *hedge* por antecipação, o que faz com que a “figuras do especulador e do hedger tendem a diluir-se e a interpenetrar-se” (FARHI, 1999, p. 104). No entanto, por aquela definição podemos melhor distinguir, e deixar mais claro, os tipos de operações quando nos referirmos a atividades especulativas.

consideração das moedas nacionais também não foge dessa lógica, ainda mais com a consolidação de uma, ou algumas, como principais moedas no sistema financeiro mundial.

A efetivação de uma moeda principal nas transações internacionais facilitou as negociações entre os países e proporcionou um maior nível de trocas entre esses. No entanto, as consequências da representação de uma moeda (nacional) como denominador comum internacional foram muitas, mas, principalmente, a hierarquização das moedas. Essa, por sua vez, apresenta-se ainda mais perversa para os países não emissores de moedas conversíveis do que antes, sobretudo, após o fim do acordo de *Bretton Woods* e a adoção do dólar fiduciário (PRATES e CINTRA, 2007).

Segundo De Conti, Prates e Plihon (2014), essa hierarquia se dá graças a questões geopolíticas e geoeconômicas, principalmente se observa:

- i) a dimensão da economia emissora da moeda em questão e sua integração (comercial e financeira) com o restante do mundo; ii) o poder político de cada país no cenário internacional (nas relações bilaterais e, igualmente, junto às instituições multilaterais); e iii) o “voluntarismo político”, a saber, ações deliberadas de um governo nacional com o intuito de intensificar o uso internacional de sua moeda (DE CONTI, PRATES e PLIHON, 2014, p. 346).

Assim, é importante entender que a hierarquia é mutável, ainda que estável no “médio prazo”, mas nunca advinda apenas de uma decisão nacional (DE CONTI, PRATES e PLIHON, 2014).

A hierarquia das moedas reflete os diferentes níveis de liquidez que cada moeda apresenta, sendo que as mais líquidas/aceitas serão aquelas mais demandadas em momentos de turbulência econômica e períodos de maior incerteza/preferência pela liquidez. Já aquelas que estão numa camada inferior dessa hierarquia, serão as menos demandadas nesses mesmos períodos (DE CONTI, PRATES e PLIHON, 2014).

As moedas dos países periféricos, assim como os títulos denominados nestas, têm como característica a não aceitação num âmbito mundial, ou seja, elas não possuem a liquidez por excelência. Tendo como base os princípios de formação de portfólio, em que se contrasta liquidez e rendimento, uma vez que as moedas periféricas possuem menor liquidez, os investidores exigem uma rentabilidade extra para demandar títulos nessas moedas. No entanto, ainda que esta rentabilidade seja maior, os fluxos não fluem de forma constante para os países periféricos, mas são extremamente ligados às condições de liquidez e à aversão ao risco dos investidores. Ou seja, o mero diferencial de rentabilidade não garante, para os países periféricos, entradas constantes de capitais, que em momentos de reversão da liquidez (momentos de maior incerteza dos agentes), terão seus títulos e demais ativos denominados em suas moedas vendidos antes dos demais (fuga para a qualidade), com consequente redução dos seus preços,

aumento das suas taxas de juros e depreciação das suas taxas de câmbio (DE CONTI, PRATES e PLIHON, 2014).

Destarte, a posição das moedas dos países periféricos no *ranking* da hierarquia das moedas é um dos fatores estruturais da vulnerabilidade financeira desses a acontecimentos externos, e um dos pontos centrais que evidencia a relevância do tema abordado na presente tese é o fato de os fluxos de capitais serem um dos principais canais por onde se efetiva essa vulnerabilidade. Para Pereira (2015, p.09), a

[v]ulnerabilidade externa corresponde ao grau de afetação da economia doméstica de um país em decorrência de fenômenos externos; não controláveis pela nação. A vulnerabilidade externa é tão maior, quanto menor for a capacidade de resistência de determinada nação frente a fatores desestabilizadores exógenos.

A autora, ao realizar o levantamento dos principais trabalhos que trataram da vulnerabilidade e crises externas, os divide, basicamente, entre ortodoxia e heterodoxia, em que os primeiros estariam conexos, em última instância, por relacionarem a vulnerabilidade externa dos países à gestão dos fundamentos econômicos. Para esses, Pereira (2015) resume seus argumentos e principais expoentes em<sup>10</sup>:

- i- políticas macroeconômicas insustentáveis (KRUGMAN, 1979; OBSTEFELD, 1994);
- ii- presença de risco moral e falhas de mercado (KRUGMAN, 1998);
- iii- fatores institucionais (MCKINNON e PILL, 1998);
- iv- incapacidade de os países não desenvolvidos contraírem empréstimos em moeda doméstica, chamado “pecado original” (EICHENGREEN *et al.*, 2003);
- v- falta de confiança dos investidores internacionais em relação ao país e sua moeda (CABALLERO *et al.*, 2004);
- vi- descasamento de moedas entre ativos e passivos nacionais (GOLDSTEIN e TURNER, 2004);
- vii- insuficiência de reservas, entre outros (BURGER e WARNOCK, 2006; ROSE e SPIGEL, 2009a e 2009b; FRANKEL e SARAVELOS, 2010 e 2012).

Assim, pelos referidos autores, seriam esses os motivos causadores da vulnerabilidade externa das economias periféricas.

Pereira (2015) chama a atenção para os estudos de Calvo e Talvi (2005) e Calvo *et al.* (2006), e, posteriormente, Middlebrook (2012), que passaram a abordar, também, a importância

---

<sup>10</sup> Os textos indicados em cada um dos pontos destacados por Pereira (2015) não necessariamente abordam apenas o argumento citado, dentre os listados.

do impacto das variáveis externas sobre as economias, mas, ainda, mantendo o argumento da relevância superior das variáveis internas, assim como fica mais explícito em Calvo (2007).

Desta forma, em suma, para aqueles autores, a “boa condução das políticas econômicas” e, consequentemente, a apresentação de “bons fundamentos” seriam suficientes para a superação da vulnerabilidade externa das economias periféricas. Ou seja, a concepção de fundo das teorias chamadas (pela autora) de ortodoxas, é a de “mercados perfeitos”, ainda que se admita falhas de mercado.

Pereira (2015) também destaca que a construção e as mudanças dentro dessa “corrente” ocorrem pelo fato de cada trabalho ser superado pela realidade das ocorrências crises financeiras e a incapacidade de predição desses eventos a partir dos modelos construídos.

Por outro lado, numa perspectiva heterodoxa, a superação da vulnerabilidade externa dos países periféricos é inexequível, especialmente pelas suas posições na hierarquia das moedas. Outra diferença central é o entendimento de que o ajuste (interno e externo) da economia não é suficiente para mitigar sua vulnerabilidade (PEREIRA, 2015).

Não é que aqueles estejam errados ao tratar da importância dos fundamentos econômicos para as economias, mas o erro está na concepção de que o ajuste desses fundamentos seja suficiente para mitigar a vulnerabilidade das economias periféricas (PEREIRA, 2015).

Na concepção heterodoxa, a vulnerabilidade externa financeira está atrelada à hierarquia das moedas, na sua dimensão estrutural, somada à quantidade e composição dos capitais externos entrantes, de forma que quanto maior a quantidade de capitais estrangeiros recebidos e maior for sua liquidez, viés de curto-prazo, mais vulneráveis serão as economias a eventos externos (CORRÊA et al., 2009). No mesmo sentido, restrições a entradas e saídas de capitais (controles de capitais), que considere custos e benefícios desses, tende a reduzir a vulnerabilidade externa dessas economias.

Outro elemento essencial para se entender a dinâmica dos fluxos de capitais são os ciclos de liquidez. Esses são caracterizados pela alternância das fases de alta e baixa no volume das transações financeiras mundiais. Na fase de ascensão do ciclo, tem-se uma redução gradual da percepção de risco e da preferência pela liquidez dos aplicadores financeiros nos países centrais, que, cada vez mais estimulados por *feedbacks/resultados positivos*, vão paulatinamente intensificando suas operações nos países da periferia do sistema (movimentos de criação de moeda, e não apenas realocação de recursos). São nestes momentos, normalmente, que os capitais apresentam disposição para se dirigirem às economias periféricas. Já os momentos de baixa são caracterizados pela alta percepção de risco e reversão abrupta dos

capitais para os países centrais, de moeda forte. Enquanto os momentos de ascensão do ciclo são caracterizados pelo aumento dos preços dos ativos, incluindo aqueles que possuem maiores riscos, nos momentos descendentes, tem-se uma tendência contrária. Assim, as fases dos ciclos exercem pressões diferentes sobre as variáveis centrais de cada país (BIANCARELLI, 2007).

Os principais vetores de condução desses ciclos são dois: i) taxa de juros norte-americana – uma vez que quedas (subidas) dessa taxa incentivam (desincentivam) a criação de liquidez e a busca por maior rentabilidade em outras praças financeiras e; ii) preferência pela liquidez dos agentes – uma vez que os agentes formam convenções, não probabilísticas, quanto ao futuro, cenários pessimistas ou otimistas vão influenciar a dinâmica e o destino dos capitais (BIANCARELLI, 2007).

Rey (2015) também evidencia a existência dos ciclos financeiros globais, os quais são fortemente relacionados aos movimentos comuns dos fluxos de capitais, preços dos ativos e expansão do crédito. A partir de análise econométrica (Modelo de Vetores Autorregressivos - VAR), esse trabalho também identifica que os principais determinantes dos ciclos financeiros são: a política monetária dos EUA e as mudanças relacionadas à aversão ao risco e à incerteza, capturadas pelo índice VIX (REY, 2015).

Assim, os fluxos de capitais aumentam nos momentos de redução do índice VIX (redução da incerteza), mesmo na desagregação por região e condicionado por “*push factors*” (taxa de juros real de curto prazo no mundo e taxa de crescimento mundial) – a exceção é para os fluxos de ID, que apresentaram correlação positiva com o VIX. Dessa mesma forma ocorre para a expansão do crédito e da alavancagem (relação entre crédito e depósito), que apresentam expansão, no mundo, nos momentos de retração do VIX – com exceção para a alavancagem na América Latina, Comunidade Econômica Europeia (CEE) e África, que possui relação positiva com o índice. No mesmo sentido, esses acontecimentos se retroalimentam (REY, 2015).

Quando a alavancagem é alta e o crédito é abundante, os spreads são comprimidos e o risco medido é baixo. Isso se traduz em um declínio no VIX. Existe, portanto, um ciclo de feedback positivo entre política monetária frouxa, queda no VIX, aumento no crédito, dos fluxos de capital e da alavancagem, e nova queda do VIX (REY, 2015, p.07, tradução nossa)

Um dos mecanismos de transmissão da política monetária dos EUA ocorre através das filiais de bancos estrangeiros presentes no mercado norte-americano, canalizando grandes quantidades de dólares e transferindo-as para mercados no exterior. Em sua maior parte, esses bancos são europeus, ainda que o destino destes recursos não se limite à UE, mas, também, são encaminhados a mercados da Ásia, América Latina, África e Oriente Médio (REY, 2015).

A partir desses ciclos, percebe-se que os fluxos de capitais (brutos) no mundo têm movimentos muito próximos entre si e outros ativos. Rey (2015) destaca a correlação positiva entre os movimentos dos vários tipos de capitais na entrada – ainda que os fluxos de ID, IC em ações para a Ásia e alguns fluxos de crédito para África e Ásia sejam exceções. Para as saídas, o padrão permanece, com movimentos mais sincronizados nos grandes centros financeiros, para empréstimos, títulos e ações, e menor sintonia para a África e ID da Ásia (REY, 2015).

A homogeneidade no comportamento dos fluxos é, portanto, uma semelhança nas entradas e saídas brutas e é particularmente marcada para a Europa, os EUA - e também a América Latina, Ásia emergente e Europa Central e Oriental - e um pouco menos prevalente em outros lugares da Ásia e da África (REY, 2015, p. 04, tradução nossa).

Os fluxos de capitais, a partir de fatores globais, têm movimentos cíclicos, com ondas de *boom* e *bust*, o que caracteriza os ciclos financeiros internacionais. Quanto mais amplos forem os mercados financeiros das economias, maiores serão os impactos desses ciclos, em que as condições macroeconômicas específicas dos países pouco terão efeito sobre esses movimentos (REY, 2015).

Para determinadas localidades, esse ciclo tem proporcionado a elevação excessiva da liquidez (crédito e fluxos de capitais) em tempos de *boom*, e uma forte escassez nos tempos de *bust*. A expressão desses ciclos pode ser observada a partir da formação de grandes bolhas nos preços dos ativos e na expansão do crédito, que são fortes indicadores de crises financeiras (REY, 2015).

Os fluxos financeiros são um dos principais condicionantes de análise das condições de crédito e fragilidade financeira, em que aqueles podem favorecer o descasamento cambial e de vencimento no balanço de intermediários financeiros e das famílias, além de ampliação das operações de *carry trade* (REY, 2015).

Desta forma, as economias abertas não se encontram num trilema, mas num dilema, uma vez que, mesmo com câmbio flutuante, a política monetária é cooptada pelos ciclos financeiros internacionais, perdendo sua independência e autonomia (REY, 2015).

Rey (2015) conclui que a plena mobilidade de capitais tem proporcionado ganhos marginais, sendo que, para a maioria dos modelos de crescimento e evidências empíricas, os benefícios dessa mobilidade mostraram-se ilusórios ou de difícil mensuração.

No seu trabalho, Rey (2015) retrata o menor sincronismo do ID com os demais fluxos. No entanto, é importante observar que a pesquisa realizada capta a dinâmica de todos os fluxos de ID – não analisa as subcontas em separado – e para o período de 1990 a 2012. Uma das

considerações da presente tese é que a dinâmica parcialmente especulativa dos ID é mais presente sobre os seus fluxos em Ações e a partir da crise financeira mundial em 2008, das políticas de *quantitative easing*, do maior papel e capacidade dos investidores institucionais em mobilizar e movimentar grandes quantidades de poupança e o aprofundamento das mudanças na gestão financeira das empresas, enfim, do processo de financeirização. Todas estas considerações estão ligadas a uma outra lógica do ID, a qual os fluxos dessa conta apresentam-se estruturalmente mais líquidos, instáveis e sensíveis à dinâmica financeira.

Assim, os fluxos de capitais para os países periféricos são determinados, majoritariamente, por fatores externos, principalmente, pelos ciclos de liquidez. Todavia, o volume de saída ou entrada dos fluxos de capitais nos países periféricos também dependerá da condução de suas políticas, da profundidade dos seus mercados, das suas institucionalidades, da sua taxa de juros etc. No entanto, em momentos de reversão do ciclo, estas diferenças são ignoradas e a fuga de capitais se faz sem distinção (DE CONTI, PRATES e PLIHON, 2014).

Somado às questões monetárias-financeiras, as economias periféricas também se apresentam estruturalmente vulneráveis à dinâmica externa relacionada à questão comercial, produtiva-tecnológica (PEREIRA, 2015), dada, sobretudo, a baixa diversificação produtiva e competitividade (análise cepalina), também relativa à elasticidade-renda das exportações e importações (Lei de Thirlwall) (RESENDE e AMADO, 2007).

Com isso, numa perspectiva minskyana, as economias periféricas são classificadas na categoria especulativa/ponzi pelos investidores mundiais, por conta da menor capacidade relativa dessas em gerar divisas suficientes para fazer frente aos compromissos financeiros internacionais a qualquer tempo (RESENDE E AMADO, 2007), ou seja, independentemente do nível de liquidez internacional.

No começo dos ciclos, os agentes entendem que as unidades especulativas/ponzi conseguirão honrar seus compromissos, o que faz fluir os capitais para essas economias, reduzindo sua restrição externa. A partir de um certo ponto, após a fase de ascensão no ciclo, o otimismo se reduz, de forma que há um arrefecimento dos capitais para a periferia, dada a maior incerteza quanto à capacidade desses países horarem seus compromissos financeiros externos, que será prejudicada pela própria reversão do ciclo (RESENDE E AMADO, 2007).

Assim, a inaptidão dos agentes de “lerem a economia”, somada à incapacidade do sistema de reportar todas as informações necessárias (incerteza forte/não-ergodicidade) e seu caráter pro-cíclico, conduz o sistema a posições insustentáveis, que são revertidas de forma drástica, com a busca dos agentes em minimizar suas perdas (agindo de forma individual e autointeressada), correndo para a liquidez, num processo cíclico endógeno.

Deste modo, a vulnerabilidade externa periférica é evidenciada nos períodos em que se intensifica o racionamento de crédito para a periferia – e que são recorrentes já que os mercados financeiros apresentam um comportamento cíclico endógeno [...] (RESENDE E AMADO, 2007, p. 50)

Conforme evidenciado em Resende e Amado (2007), a **própria dinâmica das economias periféricas** (análise para Argentina, Brasil e México) é condicionada pelos ciclos de liquidez internacional, que têm um “comportamento minskyano”. Assim, ainda que a liquidez internacional tenha correlação positiva com o Produto Interno Bruto (PIB) dessas economias, ela também apresenta uma relação inversa com os saldos em conta corrente do BP, que em tempos de expansão do ciclo, e, consequentemente, déficits em TC, são mascarados pelas entradas líquidas de capitais na Conta Financeira (CF). Ou seja, ao mesmo tempo em que os ciclos de liquidez criam um “clima” de prosperidade, por outro lado, eles aprofundam a vulnerabilidade das economias com déficits em conta corrente, que é progressivamente potencializada quanto mais volátil for o fluxo de capital que financia esse déficit e, quanto maior for as entradas de capitais, que, também, elevam os compromissos futuros de saídas de rendas em TC.

Destarte, as economias periféricas apresentam-se estruturalmente vulneráveis à dinâmica externa, que advém tanto da questão comercial e produtiva-tecnológica quanto dos aspectos monetários-financeiros, ligados, principalmente, à “qualidade” das suas moedas, que estão numa hierarquia inferior no sistema financeiro internacional (PEREIRA, 2015). Esses elementos, em conjunto, desaguam na instabilidade reflexa dessas economias aos ciclos de liquidez internacional.

Neste sentido, os modos de inserção comercial e financeiro dos PEDs [países em desenvolvimento] na economia global se combinam, acentuando a fragilidade dos PEDs a crises financeiras. A predominância de estruturas produtivas de baixo valor teor tecnológico contribui para a geração de déficits recorrentes em conta-corrente, criando estruturas financeiras devedoras líquidas do ponto de vista externo. Dada a natureza volátil dos fluxos de capitais, o atendimento às necessidades de financiamento destes países tende a oscilar conforme as ondas de otimismo e pessimismo global. Esta característica cria um elemento reflexo dos ciclos nos países em desenvolvimento, em relação aos ciclos dos países avançados, nos moldes discutidos por Amado e Resende (2007) (AMADO e FREITAS, 2020, p.129).

Os pontos apresentados acima perpassam a assimetria presente na economia global, conforme explicitado em Prates (2002, 2005), ao tratar da **natureza centro-periferia do sistema monetário e financeiro internacional**. Nesses trabalhos identificam-se três pontos fundamentais dessa assimetria: a) assimetria monetária; b) assimetria macroeconômica, e c) assimetria financeira (DAMASCENO, 2014).

A assimetria monetária está relacionada à hierarquia das moedas; a assimetria macroeconômica, ao diferente grau de autonomia dos países em fazer política econômica; e a financeira está ligada aos países periféricos receberem uma fração marginal dos capitais, vis-à-vis, os países desenvolvidos, e o fato da dinâmica dos fluxos de capitais ligada a esses ser determinada, preponderantemente, por fatores externos.

Assim, o ponto ainda não tratado é o que se refere à destinação marginal dos capitais estrangeiros aos países da periferia.

Uma das premissas da teoria/modelo neoclássico é a alocação mundial do capital de forma eficiente caso não haja restrições sobre a sua mobilidade. Assim, o problema da insuficiência de poupança, que, para essa teoria, seria a responsável pelo baixo crescimento e desenvolvimento das economias periféricas, poderia ser resolvido com a livre movimentação dos capitais no globo. Os capitais fluiriam de onde ele é mais abundante e, por consequência, com menor retorno marginal (países desenvolvidos), para onde ele é escasso e mais rentável (países em desenvolvimento) (DAMASCENO, 2014).

Todavia, essa teoria não tem sido verificada na realidade. Primeiro, mesmo os países centrais e da periferia apresentando aumentos expressivos dos seus estoques e fluxos de capitais externos recebidos de 1980 a 2004, os países centrais, que recebiam, comparativamente, mais capitais estrangeiros e detinham um maior estoque desses em 1980, vis-à-vis os países periféricos, experimentaram uma ampliação dessa diferença nesse interim – tanto para dados brutos como per capita –, evidenciando que “os capitais fluem pouco para os países em desenvolvimento e, no período recente, em termos líquidos, fluem dos países em desenvolvimento para os países desenvolvidos” (DAMASCENO, 2014, p. 88).

Segundo que, mesmo incorporando as explicações dadas pela teoria tradicional para o não cumprimento do esperado naquele modelo, ou seja, adotando a noção de mercados imperfeitos<sup>11</sup> e diferenciais de fundamentos<sup>12</sup> – como as diferenças entre os países relativas ao ambiente institucional, estoque de capital humano, integração financeira, política macroeconômica e desenvolvimento financeiro –, esses elementos não são suficientes para explicar porque os capitais fluem pouco para os países em desenvolvimento, e, mesmo

---

<sup>11</sup> Ou seja, “ineficiências resultantes da existência de assimetria de informação e problemas de *enforcement* de contratos” (DAMASCENO, 2014, p. 73). A assimetria de informação está relacionada a: seleção adversa, risco moral e comportamento de manada, enquanto o *enforcement* está ligado, sobretudo, à existência de risco soberano e político (DAMASCENO, 2014).

<sup>12</sup> “especificamente, a existência de outros fatores de produção além de capital e trabalho, distorções geradas por políticas governamentais e diferentes ambientes institucionais” (DAMASCENO, 2014, p. 74).

satisfazendo esse “requisitos iniciais”, não há evidências claras dos benefícios desses para o crescimento econômico (DAMASCENO, 2014)<sup>13</sup>.

Destarte, vê-se que a vulnerabilidade externa das economias periféricas envolve questões estruturais, dentre as quais, para a presente tese, destaca-se a vulnerabilidade externa financeira ligada à hierarquia das moedas, de forma que bons fundamentos econômicos não são suficientes para acabar com essa. No mesmo sentido, os fluxos de capitais são um dos principais vetores de efetivação dessa vulnerabilidade, estando ligados, preponderantemente, aos ciclos de liquidez internacional (determinados pela taxa de juros dos EUA e incerteza/preferência pela liquidez dos agentes).

Assim, pode-se dizer que o aumento dos fluxos de capitais (com viés de curto prazo) para as economias periféricas tende a elevar a vulnerabilidade externa desses. Ou seja, não são os fundamentos macroeconômicos que determinam a dinâmica dos fluxos de capitais, principalmente, mas os fluxos de capitais, afetados por fatores alheios às autoridades nacionais, que interferirão nos fundamentos macroeconômicos. Não é que as condições internas não sejam relevantes na atração de capitais, mas é que, mesmo se o país apresentar bons fundamentos, como aqueles perseguidos pela visão tradicional da economia, os capitais se afugentará a qualquer percepção de mudança no cenário externo.

Os fundamentos macroeconômicos serão relevantes para definir o destino desses capitais, mas apenas nos momentos em que a liquidez internacional esteja favorável à ida de capitais do centro, que possuem moeda forte, para os países da periferia, de moeda fraca, e ainda que estes fundamentos permaneçam consistentes, nada impedirá a reversão dos capitais nos momentos de mudança no “humor dos mercados”.

Por fim, pode-se observar que os fluxos financeiros, assim como a economia em geral, apresentam comportamento cíclico endógeno numa economia monetária de produção, de fato que as economias periféricas são duplamente afetadas, seja pela instabilidade intrínseca do sistema capitalista, seja pelo maior grau de vulnerabilidade externa delas.

---

<sup>13</sup> “Entre os poucos trabalhos que encontram evidências de que a integração financeira estimula o crescimento econômico, destacam-se Quinn (1997) e Bekaert, Harvey e Lundblad (2005). [Já] Rodrik (1998), Rodrik e Subramanian (2009), Edison, Levine, Ricci e Sløk (2002), Carkovic e Levine (2005) e Prasad, Rajan e Subramanian (2007) não encontram evidências de que a integração financeira e os fluxos de capitais estimulem o crescimento econômico” (DAMASCENO, 2014, p. 83).

### **1.3 – Transformações no sistema monetário e financeiro global no pós-Segunda Guerra Mundial e elevação da instabilidade econômica**

A instabilidade do sistema econômico e a vulnerabilidade externa das economias periféricas, comentadas acima, ainda que intrínsecas ao capitalismo, podem sofrer mudanças de ordem qualitativa e quantitativa.

Desse modo, as mudanças no sistema financeiro e monetário mundial ocorridas a partir de 1960/70, e, sobretudo, a partir de 1980, contribuíram sobremaneira para a elevação da fragilidade e instabilidade do sistema econômico, especialmente das economias periféricas, que experimentaram uma elevação da vulnerabilidade externa, com o impulsionamento da volatilidade dos fluxos de capitais (MINSKY, 2013; CORRÊA, 1996; CORRÊA, 2006; SOUZA, 2017). Dentre essas transformações pode-se destacar: as novas engenharias financeiras criadas; a intensificação dos processos de abertura externa e desregulamentação financeira (globalização financeira); os avanços tecnológicos; a institucionalização das poupanças e o surgimento dos investidores institucionais (DAMASCENO, 2014; PEREIRA, 2015).

A partir dos anos 1960 é observado um movimento de internacionalização das finanças com grande capacidade de fugir das regulamentações, com consequentes impactos instabilizadores sobre os países periféricos. A ampliação/massificação da utilização de algumas inovações financeiras nos anos 1960/1970 – principalmente aquelas que possibilitavam novas formas de captação rápida de recursos do lado do passivo, que são mais flexíveis do que os depósitos a prazo tradicionais, possibilitando aos bancos uma nova forma de atração de recursos quando necessitavam de liquidez<sup>14</sup> – ampliaram as possibilidades dos agentes financeiros expandirem a criação de moeda e reduziram a capacidade das Autoridades Monetárias restringirem essa expansão, aumentando a instabilidade e a fragilidade do sistema financeiro (MINSKY, 2013; CORRÊA, 1996; SOUZA, 2017).

Por volta dos anos 1980/1990, tem-se, também, o chamado processo de securitização. Este refere-se ao aprofundamento das transformações de ativos e passivos em títulos negociáveis, nas mais variadas condições de prazo e rentabilidade, possibilitando a tomada de recursos de forma direta e a maior flexibilidade dos passivos. Esse processo divide-se

---

<sup>14</sup> Dentre esses podemos citar os fundos de reserva federal – recursos que os bancos depositam nos bancos centrais como garantia de reservas, e que 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 – e os Certificados de Depósitos – títulos de dívida que os bancos oferecem a seus clientes, com o compromisso de recompra (SOUZA, 2017).

basicamente em dois: i) naquele em que as grandes corporações veem a oportunidade de captar recursos de forma direta via lançamento de títulos negociáveis em mercados e; ii) na possibilidade de os bancos transformarem seus ativos de empréstimos, ou qualquer direito de recebimento, em títulos, também negociáveis (CORRÊA, 1996). Com isso, o volume de empréstimos via lançamento de títulos de dívida em mercado de capitais elevou-se significativamente na década de 1980.

Um fato importante sobre essas novas engenharias foi a possibilidade de se retirar ativos e passivos dos balanços (*off balance*) de forma “artificial”. Por exemplo, um banco ao transformar um direito de recebimento em ativo negociável e vendê-lo, anularia o registro contábil de ambos. Assim, esse processo permitiu uma redução da transparência das operações envolvidas (SOUZA, 2017).

Com o intuito de “reduzir os riscos” envolvidos no carregamento de passivos e ativos ligados a diferentes mercados, ao longo dos anos 1980 e 1990, também evoluíram os mercados de derivativos. Tais ferramentas foram denominadas derivativos pelo fato desses contratos estarem atrelados a outros preços, como taxa de juros, câmbio etc. (FERREIRA e FREITAS, 1990).

Um dos problemas relacionados a essas ferramentas é a ideia de que com elas os riscos estariam mitigados. Todavia, é importante salientar que a proteção através dos derivativos não reduz o risco global, mas apenas transfere o risco individual. No mesmo sentido, o risco sistêmico se eleva a partir do momento em que essas ferramentas passam a ser utilizadas para obtenção de rendimentos através de apostas.

Sendo a economia capitalista baseada no endividamento, em que os investimentos, em sua grande parte, ocorrem pela tomada de dívida, fica claro o caráter cíclico dessa economia, pela sua capacidade de gerar estruturas patrimoniais instáveis. A partir do momento em que os indivíduos conseguem fazer frente às suas obrigações apenas com fluxos de caixa (postura *hedge*), o sistema financeiro tende a ficar mais líquido, com taxas de juros mais baixas, o que leva à aquisição de bens de capitais pela atração de lucros maiores. No entanto, essa mesma tendência reverbera no aumento do endividamento e aumento da vulnerabilidade, tanto a variações das taxas juros quanto das expectativas (FERREIRA e FREITAS, 1990).

É justamente sobre essa lógica que as inovações financeiras são problemáticas. Conforme Ferreira e Freitas (1990, p.06), “[i]mporta, porém, salientar que o surgimento das inovações vai contribuir para atenuar o aumento pró-cíclico da taxa de juros e estimular a continuidade do acúmulo de dívidas”. Assim, a partir do momento em que as expectativas começam a não se realizarem, os fluxos de caixa a se tornarem insuficientes para cobrir juros e

dívidas pendentes e a taxa de juros começa a se elevar, uma crise de crédito passa a ser eminente (FERREIRA e FREITAS, 1990).

No entanto, a capacidade de mutação do sistema financeiro na busca de novos e maiores ganhos é tremenda, e, por meio das novas engenharias financeiras, novas instituições e nova legislação, o sistema tornou-se menos propenso a crises, contudo, mais vulnerável a turbulências (MINSKY, 2013).

Além disso, é visto que a expansão dos fluxos de capitais desde os anos 1970 é dada pela maior participação dos investimentos em portfólio, créditos de curto e médio prazo e fusões e aquisições, em detrimento do crédito bancário, o que fez aumentar os passivos das economias de maior liquidez/possibilidade de reversão (CORRÊA e ALMEIDA FILHO, 2002; RESENDE e AMADO, 2007). Damasceno (2014) evidencia uma mudança na composição dos fluxos e dos estoques de capitais estrangeiros recebidos (de 1980 a 2004), com aumento da participação desses em *Equity* (ações), sobretudo para os países classificados como em desenvolvimento.

Com a queda da liquidez internacional a partir de 1980, juntamente com o questionamento sobre o modelo de Substituição de Importações e seu esgotamento, a economia passa a ser dominada, novamente, por um viés (neo)liberal quanto às propostas de reestruturação dos países. A tradução desse ideário pode ser encontrada nas recomendações sugeridas, sejam elas: desregulamentação financeira; liberalização econômica e liberalização financeira externa – componentes da chamada globalização financeira (CHESNAIS, 1996) –; sendo todas essas recomendações materializadas no chamado “Consenso de Washington”. Esse movimento tem como visão uma menor atuação do Estado na produção e no controle direto da economia, além da defesa de redução dos gastos sociais e serviços públicos, ainda que os “gastos” com a estabilidade monetária possam ser infundáveis (GARLIPP e BARUCO, 2006).

Com o processo de globalização, torna-se mais aberta a possibilidade de compra e venda de ativos e passivos de forma direta, entre residentes e não-residentes, elevando o potencial instabilizador e a volatilidade dos fluxos de capitais em relação ao padrão anterior (CORRÊA e ALMEIDA FILHO, 2002). Com a expansão e desenvolvimento das novas engenharias financeiras, esta volatilidade é potencializada.

Nesse movimento, os países periféricos viram a intensidade das transações das suas contas financeiras aumentarem exorbitantemente a partir da década de 1980/1990. O resultado dessas medidas foi o aumento dos fluxos de capitais, com viés de curto prazo, em montantes consideráveis (CORRÊA et al., 2009).

O crescimento dos Investidores Institucionais também representa um fator importante desses processos. Sua gestão profissional das poupanças, por critérios de mercado, em que fundos de longo prazo são determinados por resultados de curto prazo e ganhos de capital, são consideradas as “melhores práticas” (CARNEIRO, 2010). Soma-se a isso a extração dessa dinâmica para as famílias, em que a lógica curtoprazista, o *éthos* rentista, passa a dominar, também, o comportamento desses agentes.

A relevância dos Investidores Institucionais quanto ao potencial de influência sobre a dinâmica dos fluxos internacionais de capitais advém, também, da elevada massa de riqueza financeira que estes controlam, de forma centralizada, em que “a sua ação condiciona a direção e intensidade do processo de acumulação financeira, ou seja, a morfologia e intensidade da valorização fictícia” (CARNEIRO, p. 45, 2010).

O crescimento dos investidores institucionais, por sua vez, requereu, ou foi viabilizado, graças ao processo de securitização e ampliação dos mercados secundários (CARNEIRO, 2010).

Por fim, não se pode desconsiderar que todos esses processos não seriam viáveis sem o desenvolvimento tecnológico, sobretudo da informática e das tecnologias da informação, que possibilitaram uma maior velocidade das transações financeiras – viabilizando transações internacionais praticamente instantâneas – e redução dos custos de transação (DASMACENO, 2014), ainda que também tenham acirrado a velocidade das transações financeiras com a introdução do uso de “robôs”<sup>15</sup> pelos aplicadores financeiros.

Todavia, ao invés de maior estabilidade e crescimento econômico, esses movimentos têm propiciado maior instabilidade sobre o sistema econômico e suas variáveis mais importantes (taxa de câmbio, juros etc.), desaguando numa queda global do investimento, do emprego e do crescimento econômico.

Em vez de produzir as promessas utópicas de maior estabilidade e crescimento econômico mais rápido prometidas pelos economistas clássicos, a liberalização das regulamentações do fluxo de capital foi associada à instabilidade da taxa de câmbio, crescimento mais lento, maior desemprego, volatilidade nas taxas de títulos e aumentos acentuados nas taxas reais dos títulos de longo prazo. A liberalização cravou o prego final no caixão da era de ouro do desenvolvimento (DAVIDSON, 1999, p. 152, tradução nossa)

Alguns dos efeitos maléficos da livre mobilidade dos capitais são: redução da autonomia dos países periféricos de fazer política econômica; instabilidade sobre os preços, que tem efeitos adversos sobre os investimentos e o crescimento econômico; fugas de capitais e

---

<sup>15</sup> Programas/algoritmos de computador que realizam transações de forma automática.

crises externas/cambiais, que também têm evidentes efeitos maléficos sobre as economias<sup>16</sup>; além da necessidade de se manter elevados montantes de reservas internacionais, o que, devido ao objetivo de se proteger quanto à própria volatilidade dos fluxos de capitais, impõe elevados custos fiscais, com a transferência líquida de recursos para o exterior (DAMASCENO, 2007; GABRIEL e OREIRO, 2008; REY, 2015)

Um dos canais de afetação dos fluxos de capitais “mais livres” é a elevação da instabilidade das taxas de câmbio (GABRIEL e OREIRO, 2008), que tende a reduzir os investimentos. Primeiro, pelo fato de as variações nessas taxas modificarem constantemente a competitividade interna e externa das empresas, inviabilizando a existência de muitas destas e desestimulando investimentos com maiores custos, tempo e irreversibilidade. Segundo, por reduzirem a confiança dos empresários quanto às suas projeções de lucratividade em grandes investimentos no futuro (DAMASCENO, 2007). Grenville (2000) complementa a análise ao indicar que uma maior volatilidade da taxa de câmbio inibe os investimentos por: aumentar o risco cambial envolvendo a importação de bens de capital, e; obrigando os bancos centrais a operarem com taxa de juros elevadas, a fim de impedir o repasse da taxa de câmbio para os demais preços (GABRIEL e OREIRO, 2008). Além disso, taxas de juros mais elevadas são requeridas dos países periféricos para reduzir as saídas de capitais e manter as aplicações financeiras, que exigem um prêmio extra dessas moedas.

Destarte, é através do desenvolvimento desses elementos; novas engenharias financeiras criadas; desregulamentação financeira e liberalização externa; institucionalização das poupanças e aumento da participação dos investidores institucionais, somados às novas tecnologias, que se pode compreender a estrutura financeira mundial posta, e, por conseguinte, o objeto estudado, os fluxos de capitais.

O entendimento é que as inovações financeiras proporcionaram uma maior velocidade e volume das transações financeiras, facilitando a criação de liquidez e as trocas de posições dos agentes, e menor capacidade de regulação das autoridades, proporcionando e incitando o caráter curtoprazista dessas movimentações. Os movimentos de desregulamentação financeira e liberalização externa, por sua vez, potencializaram a velocidade daquelas transações entre os agentes e países, que só puderam ocorrer graças ao avanço da tecnologia. Soma-se a esses movimentos a institucionalização das poupanças e a presença dos investidores institucionais,

---

<sup>16</sup> “Particularmente na última década, tivemos várias ocorrências de graves crises cambiais e financeiras nas economias em desenvolvimento, como as crises do México (1994), Ásia (1997), Rússia (1998), Brasil (1999 e 2002), Turquia (2001) e Argentina (2001), cujas repercuções se prolongaram para as demais economias em desenvolvimento por meio do efeito contágio” (GABRIEL e OREIRO, 2008).

que acirram os movimentos de curto prazo, especulativos e o volume dos recursos financeiros transacionados. Por fim, todos esses movimentos materializaram-se na elevação da volatilidade dos fluxos de capitais e da instabilidade das economias (sobretudo) periféricas, que viram suas vulnerabilidades externas elevarem-se, impactando (de forma negativa) constantemente as economias no curto prazo, comprometendo o crescimento/desenvolvimento de longo prazo.

Todos esses movimentos, por sua vez, entrelaçam-se e são mutuamente dependentes, de forma a acentuar as atividades de cunho estritamente financeiro, que muitos denominam financeirização.

#### **1.4 – O processo de Financeirização e a mudança estrutural dos Investimentos Diretos**

A financeirização é um conceito relativamente recente, que não se refere exatamente a um novo padrão de acumulação, mas à exacerbção desse, em que predominam as atividades financeiras vis-à-vis as produtivas. Ou seja, uma preponderância e generalização da valorização através de operações financeiras (BRUNO, 2017). Guttmann (2008) “resume” bem os vários termos e abordagens referentes ao tema.

Regulacionistas e outros economistas heterodoxos reconheceram nos últimos anos a chegada de um tipo diferente, em termos qualitativos, de capitalismo, intitulado alternadamente de “capitalismo patrimonial”, “regime de crescimento dirigido pelas finanças” ou “regime de acumulação dominado pelas finanças”. Não importa o nome pelo qual é chamado: o novo regime é dirigido pelas finanças. O seu atributo central é um processo amplamente referido como financeirização, que Epstein definiu como “[...] o aumento do papel dos motivos financeiros, mercados financeiros, atores financeiros e instituições financeiras nas operações das economias nacionais e internacionais”. Quando vista de forma concreta, a financeirização é um processo complexo que abrange muitas e diferentes facetas (GUTTMANN, 2008).

O avanço das finanças, no entanto, não se deu de forma “natural”, mas requereu uma ampla estrutura institucional no plano macro e microeconômico para sua viabilidade. A forma e conduta da política e o respaldo do Estado deram vida a estas aspirações (BRUNO E CAFFÉ, 2015). Do mesmo modo, para Chesnais (1998, p. 08):

Esse novo regime de acumulação [financeirização] emergiu a partir dos anos 80, sobre a base de políticas de liberalização e de desregulamentação precedentes da "revolução conservadora" nos Estados Unidos e no Reino Unido.

Para Palley (2008), do mesmo modo, algumas das medidas fundamentais para a efetivação da lógica financeira foram: i) as políticas de apoio à globalização, com os movimentos de liberalização comercial e financeira, e desregulamentação; ii) mudança no papel

do Estado, com as privatizações, redução de impostos, redução de direitos trabalhistas em geral, ou seja, ações no sentido de desconstrução do Estado de bem-estar (CARNEIRO, 2010).

Nessa “nova” dinâmica, os detentores de capital buscam a valoração da riqueza através da alocação em, predominantemente, ativos mobiliários (ações, fundos, títulos públicos e privados etc.), que possuem maior liquidez, em detrimento dos investimentos produtivos, que são mais arriscados/incertos (BRUNO, 2017).

Essa mesma questão, tratada como dominância financeira por Chesnais (2004), apoia-se em dois pontos fulcrais: a centralização das poupanças nos investidores institucionais – questão já trabalhada na seção anterior – e; uma nova forma de governança das empresas (CARNEIRO, 2010).

Em Durand e Gueuder (2018), a financeirização pode ser evidenciada a partir de duas narrativas principais: chamadas de “vingança dos acionistas” e “virada da acumulação financeira”. Em suma, a vingança dos acionistas refere-se ao aumento dos pagamentos financeiros vis-à-vis a queda dos lucros retidos e dos investimentos nas corporações. Esse movimento intensifica-se, principalmente, com o choque na taxa de juros dos EUA e processo de liberalização financeira ocorridos a partir da década de 1970, que proporcionaram maior capacidade do capital financeiro exercer seu poder sobre a gestão das firmas. A virada financeira da acumulação aponta para uma financeirização do processo de acumulação das empresas, dado que parte importante dos lucros tem sido formada via canal financeiro, ao invés do comércio e da produção (DURAND e GUEUDER, 2018).

Stockhammer (2004) aponta que o processo de financeirização, através da “revolução dos acionistas” – controle corporativo e prioridade da gestão na busca do lucro no curto prazo –, também afetou as empresas não-financeiras, que passaram a priorizar a distribuição de lucros ao invés dos investimentos, que são mais incertos e requerem um maior prazo para ter efeitos sobre os rendimentos. Seus estudos empíricos encontram evidências mais fortes para o caso da França e EUA, e em menor grau para o Reino Unido (os dados correspondem aos anos de 1960 a 1990, a depender da disponibilidade de cada país).

No mesmo sentido, Guttmann (2009) dá destaque às mudanças no sistema bancário. Sua constatação é que as mudanças nas atividades dos bancos – que passaram de meros intermediadores para grandes conglomerados financeiros, com a capacidade de oferecer uma gama de serviços (seguros, ações, títulos etc.), e não só empréstimos – incentivaram essa nova lógica (financeirização) (CARNEIRO, 2010).

Assim, esses estudos demonstram como as empresas não-financeiras também passaram a ser dominadas pela lógica dos acionistas/rentistas, que operam na busca da máxima

lucratividade no curto prazo, independente da esfera de valorização do capital, e através de ativos líquidos, que podem ser negociados (comprados ou vendidos) rapidamente.

Nesse regime patrimonial, em que os proprietários das empresas (normalmente, grandes corporações financeiras) detêm o direito sobre os lucros, têm grande poder de influência sobre a gerência superior e não possuem vínculos rígidos com as empresas, configura-se uma forma “superior” de acumulação – a financeira –, que comanda o processo de acumulação produtiva, numa lógica em que seu objetivo é o de maximizar o valor das ações ao menor tempo possível, exigindo elevados lucros no curto prazo (CARNEIRO, 2010). O não cumprimento desta meta pode levar à punição dos “gerentes” – que são quem realmente administram as empresas e estão à mercê das vontades dos acionistas – ou à venda das ações e consequente queda do seu preço. A questão é que ambos os mecanismos asseguram o *enforcement* em direção ao interesse dos acionistas na busca dos maiores lucros no curto prazo.

[As] instituições que se especializaram na "acumulação pela via da finança" (fundos de pensão, fundos coletivos de aplicação, sociedades de seguros, bancos que administraram sociedades de investimentos, fundos de hedge) tornaram-se, por meio dos mercados bursáteis, proprietárias dos grupos empresariais mais importantes em nível global e impuseram à própria acumulação de capital produtivo uma dinâmica orientada por um móvel externo, qual seja a maximização do "valor acionário" (PAULANI, p.27, 2009).

Dessa forma, como os detentores de riqueza vão preferir aplicar seus recursos, ou buscar valorização, nos mercados financeiros, que são mais líquidos e “menos arriscados” (em detrimento da propriedade direta), a busca por maior lucro possível no curto prazo torna-se prioridade em contrapartida de outras estratégias, como a ampliação dos investimentos, que representam riscos, redução dos lucros no curto prazo etc. – ainda que maior lucro potencial (e incerto) no longo prazo. No mesmo sentido, a busca por maior rentabilidade para os acionistas também poderá se fazer através da redução da massa salarial, o que acentua a desigualdade funcional da renda.

Dowbor (2017) chama a atenção para os dados apresentados por Vitali, Glattfelder e Battiston (2011), em “A Rede de Controle Corporativo Global”, que pode nos dar uma dimensão do poder econômico, político e cultural dos grandes conglomerados financeiros na atualidade. A pesquisa trabalhou com as 43 mil corporações mais importantes no banco de dados Orbis 2007, que abrange, aproximadamente, 30 milhões de empresas. As conclusões apontaram para um concentrado núcleo de controle das grandes corporações transnacionais, em que grande parte desse núcleo é composto por instituições financeiras (aproximadamente  $\frac{3}{4}$ ), e que cerca de 75% da propriedade das firmas que estão no núcleo são das próprias firmas que o constituem. Nesse sentido, foi observado que “737 dos principais atores (*top-holders*) acumulam

80% do controle sobre o valor de todas as empresas transnacionais (ETN)” (DOWBOR, 2017, p. 44).

O New Scientist (2011) reproduz o comentário de Glattfelder, um dos pesquisadores, que resume a questão: “Com efeito, menos de 1% das empresas consegue controlar 40% de toda a rede”. A maioria é composta de instituições financeiras como Barclays Bank, JP-Morgan Chase&Co, Goldman Sachs e semelhantes (DOWBOR, 2017, p.45).

Assim, num mundo em que prevalece a defesa da manutenção do valor real da riqueza existente (“ethos” rentista), altamente sensível à inflação e completamente avessa à liquidez, o crescimento e a capacidade de criação de novos empreendimentos são mínimos, colocando as finanças acima do emprego e do crescimento (BELLUZZO, 1997).

[A] financeirização exacerba e eleva a um paroxismo a preferência pela liquidez dos agentes econômicos, afastando-os das imobilizações de capital nas atividades produtivas, precisamente aquelas necessárias ao desenvolvimento econômico e social (BRUNO, 2017).

O crescimento da riqueza financeira acaba por afetar o comportamento dos investimentos, do consumo e até do gasto público. Belluzzo (1997) lista algumas destas formas de afetação: i) quanto mais longo o período de maturação dos projetos, menores são as chances de financiamento; ii) os processos de fusão, aquisição e incorporação passam a ser preferidos à instalação de nova capacidade e; iii) os excedentes financeiros das grandes empresas tornam-se maiores do que os seus gastos de capitais.

Essa forma de organização transfere da órbita financeira para a produtiva um padrão de rentabilidade que nem sempre pode ser satisfeita, forçando as empresas a buscarem formas de rentabilidades fictícias (CARNEIRO, 2010).

A subordinação da dinâmica capitalista às finanças está na própria essência do sistema capitalista, na lei geral de movimento do capital. Toda essa lógica faz operar o objetivo máximo dos agentes nesse sistema, que é o de expandir a riqueza abstrata (GARLIPP, 2001).

Além do mais, a forma de atuação das finanças não é, necessariamente, movimentada pela criação de riqueza nova. Seu espaço de atuação preferencial é o mercado secundário de títulos e ações, os quais só se negociam ativos já emitidos (PAULANI, 2009). Alguns elementos possibilitam essa “valorização fictícia” e libera o capital das restrições e limitações ligadas à acumulação produtiva. Paulani (2009) elenca três desses elementos:

O primeiro deles é o fato de esses ativos serem comercializáveis em bolsas, ou nos mercados secundários de títulos, o que faz que sua "valorização" decorra do puro jogo da circulação, descolando-se de qualquer pressuposto vinculado à acumulação produtiva. O segundo é que a fonte dos juros não precisa necessariamente ser o lucro, podendo estar nos salários ou nos recursos extraídos pelo Estado. O terceiro é o caráter prolífico do próprio capital fictício, de que dá prova a "produção de direitos" e de "valorização", que os

ativos derivativos possibilitam. Evidentemente, a fragilidade e a vulnerabilidade da economia e sua propensão a crises aumentam *pari passu* com o crescimento da riqueza financeira e o aprofundamento das contradições sistêmicas que ela implica (PAULANI, p.29, 2009).

Para Aglietta (2001), a hegemonia da esfera financeira está na sua capacidade de determinar a dinâmica capitalista, ainda que, também, de elevar as possibilidades de crise. Na sua concepção é a esfera produtiva que sempre valida, em último grau, os acontecimentos na esfera financeira (CARNEIRO, 2010), o que impõe restrições sobre o processo de acumulação financeira *ad aeternum*.

Plihon (2004), ao enfatizar a mudança da governança nesse processo, destaca uma mudança substancial na forma de controle, com maior pulverização e liquidez do capital, e maior rotatividade do controle, que elevam as possibilidades de fusões e aquisição (CARNEIRO, 2010). Ou seja, isso significa, no âmbito internacional, transações mais líquidas e maior rotatividade dos ID.

Chesnais (2013) também associa o aumento dos fluxos de ID aos movimentos de mundialização do capital e mundialização financeira. A crise do capitalismo ocorrente a partir de 1970 acompanhou uma mudança estrutural no processo de internacionalização das grandes empresas multinacionais, em que se elevam os movimentos e estratégias de fusão e aquisição, com consequente concentração da produção (CASSIOLATO, 2013). Assim, o ID se insere como importante componente desses processos.

A criação e ampliação dos mercados financeiros foram essenciais para esse processo, em que juntamente com os movimentos de liberalização e desregulamentação, permitiram às empresas transnacionais e aos investidores institucionais ampliarem seu comando de forma mais fácil e menos arriscada (maior liquidez dos investimentos) (CASSIOLATO, 2013) que, em âmbito internacional, materializa-se numa mudança estrutural dos ID, nesse mesmo sentido.

Nessa nova forma de regulação do capitalismo mundial, dominado pelo capital financeiro, as estratégias das transnacionais passam a ser subjugadas pelo processo de financeirização das decisões, que acaba por modelar as decisões de gastos em investimento e P&D, através de modelos baseados na governança corporativa. Com isto há um movimento de dominação das empresas financeiras sobre as transnacionais não-financeiras (CASSIOLATO, 2013).

Esse processo de mundialização do capital não representa apenas um avanço dos processos de internacionalização das grandes empresas ocorridos no passado, mas marca uma mudança estrutural e qualitativa na lógica de funcionamento dessas empresas, que passam a ser subordinadas à valorização do capital financeiro, em que há uma sujeição das estratégias de

longo prazo à maximização dos ganhos financeiros de curto prazo (CASSIOLATO, 2013). Os ID, que representam um dos canais de materialização desse processo, também passam por essas transformações.

Assim, as várias facetas da financeirização, como definido por Guttmann (2008) no início da seção, e seus vários enfoques, como: a busca da valorização através de ativos financeiros; a centralização das poupanças nos investidores institucionais; formação de conglomerados financeiros; a vingança dos acionistas, a virada financeira etc., impõem sobre os ID uma outra lógica, diferente da considerada pela teoria econômica tradicional, que encara os ID como capitais de longo prazo (menos líquidos), rígidos e diretamente ligados ao setor produtivo.

Por essas abordagens, e na concepção da presente tese, a lógica atual do capitalismo impõe sobre os ID uma maior liquidez e compromisso com o lucro no curto prazo, guiados, sobretudo, por grandes grupos financeiros, sendo que, se determinada economia/empresa não apresentar os resultados esperados, o compromisso daqueles capitais pode ser rapidamente e facilmente desfeito com a economia anfitriã, migrando para outras localidades que ofereçam maior potencial de lucro. No mesmo sentido, se mais profícuo, as atividades financeiras podem ser preferidas às atividades produtivas pelas empresas não-financeiras, o que reduz a capacidade dos ID gerarem empregos, efetivarem-se em investimentos (no setor produtivo) e os coloca mais ligados à dinâmica financeira.

Destarte, o intuito de agregar o conceito de financeirização à análise é o de demonstrar que a dinâmica atual dos capitais, principalmente em relação às grandes corporações e conglomerados, impõe sobre os fluxos de ID a mesma lógica dos ativos reconhecidamente financeiros, como os IC. Nesse sentido, os ID passam a ser fluxos de capitais estruturalmente líquidos, em que, somado à lógica atual do capitalismo e dos seus principais proprietários – grupos financeiros –, os ID concorrem lado a lado com qualquer outro tipo de aplicação financeira, pesando sobre aqueles uma dinâmica mais curtoprazista e volátil.

## **1.5 – Trabalhos vinculados ao estudo dos fluxos internacionais de capitais, em específico, dos Investimentos Diretos**

### **1.5.1 – As teorias sobre os Investimentos Diretos**

O estudo da internacionalização das empresas e dos investimentos externos é da preocupação dos economistas desde os clássicos, como Adam Smith e Stuart Mill

(NONENNBERG, 2002). Agarwal (1980)<sup>17</sup>, ao realizar um levantamento dos principais trabalhos feitos (até aquele ano), em relação aos determinantes do ID, encontrou várias teorias sobre o assunto, com diferentes poderes de explicação. Ele classificou os trabalhos estudados em quatro categorias, sejam elas: i) competição perfeita/mercados perfeitos; ii) mercados imperfeitos e vantagens comparativas das empresas que realizam ID sobre as demais; iii) países, indústrias ou empresas que têm propensão a investir/realizar ID e; iv) países propensos a atrair ID.

Quanto à corrente da Competição Perfeita, três tipos de hipóteses podem guiar os trabalhos a ela relacionados. Primeiro, pode-se citar aqueles pertinentes à ótica do diferencial de retorno, a qual os movimentos dos ID estão ligados às diferentes taxas de retornos presentes entre os países, o que guiaria os investimentos das áreas menos rentáveis para as mais rentáveis. As tentativas de testar essa hipótese de forma empírica não tiveram muito sucesso, e a popularidade dessa corrente, que era mais forte na década de 1950, perdeu o “fôlego” a partir de 1960.

A segunda hipótese relacionada à Competição Perfeita é a Hipótese de portfólio. Nessa, a ideia é que os investidores não levam em conta apenas a rentabilidade, mas, também, o risco associado aos investimentos. Essa teoria foi menos aplicada ao caso dos ID e apresentou fracas evidências empíricas.

A última hipótese desse grupo está relacionada às Vendas e Tamanho do Mercado. Nessa, os ID estariam relacionados às possibilidades de vendas das subsidiárias e/ou tamanho do mercado do país anfitrião. Apesar de incluir essa hipótese na corrente dos Mercados Perfeitos, Agarwal (1980) argumenta que essa é mais prática que teórica, e ainda que o PIB e o ID apresentem ligação (estatística), essa diz muito pouco sobre suas relações estruturais.

Quanto à corrente dos Mercados Imperfeitos, quatro hipóteses foram predominantes para Agarwal (1980): a Hipótese Comportamental; Hipótese do Ciclo do Produto; Hipótese das reações oligopolistas e a Hipótese da internalização.

O ponto chave das hipóteses dessa corrente é que, obviamente, os mercados são imperfeitos, o que significa, sobretudo, que não há plena informação entre os agentes, ou seja, cada empresa pode ter características, qualidades e conhecimentos únicos, o que implica que empresas podem ter vantagens sobre as outras, e assim realizarem ID, mas, também, incorrerem em maiores riscos, ao atuarem fora dos seus territórios.

---

<sup>17</sup> Um outro trabalho interessante de revisão dos determinantes dos ID é o capítulo 1 da tese de doutorado de Nonnenberg (2002).

A Hipótese Comportamental associa os ID a três fatores: incerteza; informação e motivação. Segundo essa hipótese, as empresas são controladas por seus gerentes, que tendem a superestimar o risco da internacionalização, o que exige a necessidade de pressão/estímulo dos proprietários ou governantes dos possíveis países receptores. Os trabalhos relacionados a essa teoria não proporcionam hipóteses empíricas testáveis, e as generalizações são baseadas nas entrevistas de um número limitado de firmas.

Na Hipótese do Ciclo do Produto, introduzida por Vernon, os ID estariam relacionados a uma etapa de um ciclo que os produtos “percorrem”. Na primeira etapa, de criação de um novo produto, a empresa produz no mercado doméstico, normalmente EUA, por conta de diversos fatores. A segunda etapa é marcada pela maturidade e exportação do produto para demais países ricos, frequentemente europeus. A expansão da demanda e a concorrência levam ao ID para esses países. A terceira etapa é da padronização e disseminação do consumo e da produção daquele produto. Assim, a competição via preço nessa etapa levaria as empresas a procurarem custos mais baixos, realizando ID em países menos desenvolvidos.

Essa última Hipótese foi originalmente baseada na experiência dos EUA e ofereceu uma explicação útil da interação entre produção, exportação e ID no nível da empresa durante os anos 1950 e 1960, mas seu poder de explicação reduziu-se a partir da década seguinte, fato observado pelo próprio Vernon.

Na Hipótese das Reações Oligopolistas, o ID é resultado dessa conduta, uma vez que empresas tendem a acompanhar o comportamento umas das outras, resultando em movimentos agrupados no tempo, de expansão da produção para fora do seu território inicial. As evidências empíricas dão suporte a essa hipótese, entretanto, não explicam por que a primeira empresa realiza o ID.

Para a Hipótese da Internacionalização, os ID são uma opção para reduzir os custos de transações, aumentar a eficiência e proteger conhecimentos/recursos raros, internalizando esses mercados externos às empresas até o ponto em que benefícios e custos sejam equacionados. Entretanto, apesar de trivial, essa hipótese tem difícil comprovação empírica.

A partir da análise desses trabalhos e enquadramento nas referidas correntes e hipóteses, Agarwal (1980, p. 754, tradução nossa) conclui que “(quase) nenhuma das hipóteses acima nesta seção é capaz de explicar todos os tipos de IDE. Portanto, o argumento de Caves [1971] de que são necessárias explicações diferentes para diferentes tipos de IDE merece a devida consideração”.

O autor destaca, todavia, que o PIB foi a variável mais proeminente nos estudos tratados nas linhas teóricas acima – ainda que ela seja referente ao país receptor –, o que se

assemelha com os estudos levantados e analisados à frente, nesta tese, sobre os determinantes dos ID nos BRICS.

Para a terceira corrente, relacionada à propensão a investir/realizar ID, a primeira hipótese, a da Liquidez, busca estabelecer uma relação positiva entre os fluxos de caixa internos e as despesas de investimento de uma empresa. Essa dinâmica foi observada nos movimentos das empresas americanas, que realizavam ID inicialmente modestos, expandindo-se através do reinvestimento dos lucros obtidos no local. Entretanto, demais evidências comprovaram uma ambiguidade nos resultados.

Pela hipótese da Área da Moeda, entende-se que há um diferencial no prêmio do dinheiro, a depender da moeda associada, em que as empresas de áreas monetárias mais fortes são capazes de contrair empréstimos a custos mais baixos e capitalizar os ganhos de seus ID em áreas monetárias mais fracas a taxas mais altas do que as empresas locais, o que tende a dar vantagem aos investidores externos e incentivar esse movimento. Todavia, essa hipótese não foi testada empiricamente e é insuficiente para explicar o investimento reverso a essa lógica ou o ID de um país em outro pertencente à mesma área monetária.

Conforme evidenciado por Agarwal (1980), é visto que a maioria das correntes e hipóteses que tratam dos ID estão relacionadas ao movimento de saída, em que a última corrente tratada pelo autor, chamada de Determinantes do influxo de ID, é a única exceção, mas, também, a mais popular, principalmente quando o objeto de estudo é a entrada de ID nos países em desenvolvimento.

O número de variáveis independentes analisadas nos estudos dessa corrente é elevado e não inclui aspectos somente econômicos, mas também sociais, culturais e políticos. Assim, Agarwal (1980) lista três variáveis mais relevantes: instabilidade política; incentivos fiscais/regulatórios/financeiros; mão de obra barata. Para as duas primeiras, ainda que bastante utilizadas, as evidências empíricas não são conclusivas, enquanto a relação entre preço da mão de obra e ID apresentou resultados mais promissores nos estudos realizados. Todavia, o autor também chama a atenção para o cuidado em enfatizar essa variável nos determinantes dos ID futuros.

A conclusão de Agarwal (1980) é de que cada uma das correntes e hipótese respondem parcialmente aos determinantes dos ID, em que as tentativas econometrísticas de sanarem essa pluralidade de explicações não foram bem-sucedidas.

Os trabalhos que mais se aproximaram de uma “teoria geral” dos ID foram os propostos por Dunning (1977; 1979). Nesses, a ideia é de que o IDE é uma função de: vantagens de propriedade; internalização e localização. Assim, três condições devem ser levadas em conta

na realização do ID. Primeiro, a empresa deve ter alguma vantagem comparativa (como a sua marca, por exemplo), que deve superar as desvantagens por estar fora do seu local de produção normal/inicial. Em segundo, o benefício de internalizar a produção deve ser maior que a externalização dessa, por exemplo, por meio de licenciamento. Terceiro, o país anfitrião deve ter algumas vantagens locais em relação ao país de origem (ex: mão de obra barata). O paradigma de Dunning, para uma visão microeconômica, é o mais aceito atualmente (NONNEMBERG, 2002).

Nonnemberg (2002) lista os principais trabalhos de autores marxistas relacionados aos movimentos internacionais de capital, que relacionam esses ao imperialismo e aos processos de desenvolvimento. Dentre esses estão Lênin (1917), Hilferding (1910), Rosa Luxemburgo (1913) e Bukharin (1917), que baseiam suas análises e movimentos dos investimentos externos na hipótese de queda da taxa de lucro. Kalecki (1980) ligou os ID à questão da demanda efetiva.

Já Amin (1971) associou os investimentos no exterior à propensão do capitalismo em produzir acima da sua capacidade de absorção e à tendência de queda da taxa de lucro. Baran e Sweezy (1964) e Sweezy e Magdoff (1972) contribuem para a análise ao observarem que os investimentos não se orientam, necessariamente, para onde a taxa de lucro é maior, mas que, ao verificarem a expansão das multinacionais, por exemplo, atestam que esta encontra-se relacionada a objetivos de longo-prazo e maximização do lucro numa escala global (NONNEMBERG, 2002).

Blonigen (2005), através, também, de um trabalho de revisão da literatura empírica sobre os determinantes do ID das Multinacionais, na busca de encontrar maiores certezas sobre essa relação, conclui que, mesmo que substancial, “a literatura empírica sobre os determinantes do IDE ainda é jovem o suficiente para que a maioria das hipóteses ainda esteja em aberto” (BLONIGEN, 2005, p. 396, tradução nossa).

Para Nonnemberg (2002, p. 07):

Ademais, em que pese o grande esforço realizado nos últimos quarenta anos, nenhuma das várias teorias conseguiu validação ou aceitação ampla entre os estudiosos do assunto. Em todas elas, é possível perceber a sua restrição histórica, isto é, o seu condicionamento às circunstâncias específicas de tempo e lugar.

Uma crítica interessante do autor é que as hipóteses sobre os determinantes dos ID “esbarram no fato de grande parte dos ID serem crescentemente realizados no setor terciário da economia. Nesse setor, os investimentos, em geral, não sucedem uma fase de exportações” (NONNEMBERG, 2002, p. 07).

Trabalhos mais recentes analisam a ligação dos determinantes macroeconômicos com os ID, como os de Sugden (2000) e Peoples e Sugden (2000). Para esses, a internacionalização da produção está ligada à intenção de reduzir o poder de barganha dos trabalhadores e, consequentemente, reduzir os custos com salários (NONNEMBERG, 2002).

De todas as teorias levantadas, talvez a que mais se aproxima da perspectiva da presente tese é a ligada ao trabalho de Akyüz (1997), uma vez que esse autor reforça a importância dos fatores macroeconômicos sobre a dinâmica dos ID, fatores estes que acompanham os movimentos comuns dos capitais em nível global (NONNEMBERG, 2002). Ou seja, parte importante dos ID, sobretudo para as economias periféricas, é determinada por questões que são alheias aos países e à economia doméstica, uma vez que estão relacionadas aos movimentos financeiros dos ciclos de liquidez internacional e à hierarquia das moedas, o que implica na vulnerabilidade (financeira) externa dessas economias.

Assim, há uma vasta literatura sobre os determinantes do ID de forma geral, ainda que essa seja reduzida para o caso específico dos BRICS, principalmente tratando-se da sua associação à dinâmica financeira, e essa é uma das novidades da presente tese.

### **1.5.2 – Trabalhos motivadores do estudo das características especulativas dos Investimentos Diretos**

No estudo realizado por Munhoz (2010), a partir da análise dos fluxos financeiros do BP brasileiro, foi evidenciado que eventos externos ao país, fora de sua alcada, foram os principais responsáveis pela volatilidade da sua CF. A consequência da maior volatilidade dos fluxos é, fundamentalmente, uma maior instabilidade sobre as economias, materializada nas suas principais variáveis, sobretudo: taxa de câmbio, taxa de juros e dívida pública. A autora também constata que o fato de os 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, consequentemente, elevou a volatilidade destes fluxos.

Através da metodologia GARCH (*General Autoregressive Conditional heteroskedasticity*), Munhoz (2010) também demonstrou que os fluxos que possuíam maior volatilidade foram, justamente, aqueles com maior potencial de reversão diante de alterações nas expectativas de mercado, ou seja, aqueles ativos que apresentam maior liquidez, sejam eles: os fluxos de IC e Outros Investimentos (OI) de Estrangeiros. Assim, pela crescente necessidade de capitais externos e pela característica desses capitais, o Brasil passou a ser, após as mudanças

estruturarias decorrentes da liberalização da conta de capitais, refém dos acontecimentos internacionais.

O trabalho de Pereira (2015), com o intuito de verificar os fluxos que mais contribuíram para o aumento da vulnerabilidade da CF brasileira, abrangendo seus fluxos com viés mais curtoprazista, através do cálculo da variância ponderada (peso de cada rubrica sobre a volatilidade da CF), e utilizando de modelagem econométrica (Modelo de Vetor de Correção de Erros – VEC), observa que não só os IC de estrangeiros (e suas subcontas) foram importantes para explicar a volatilidade da CF, mas que os ID de estrangeiros, em particular, a conta Participação no Capital (negociação de ações), também demonstraram fluxos importantes para compreender a volatilidade da CF. Além disso, a autora reforça a maior importância dos fatores externos, sobretudo o índice VIX (índice que captura o medo/incerteza dos agentes), sobre a determinação da dinâmica dos fluxos de capitais para esse país.

No estudo realizado pelo Ipea (2011c) constata-se que este também vai ao encontro da hipótese da presente tese, de que parte dos ID recebidos pelo Brasil apresentam, também, caráter especulativo, semelhante àquele encontrado nos IC. Do mesmo modo, em Ipea (2011a) foram encontrados indícios de que parte dos ID no Brasil tem caráter especulativo, mas que essa evidência se intensificou, fundamentalmente, quando foram impostas restrições à entrada de capitais por outras contas, ou seja, num movimento de fugir das regulações impostas sobre outras rubricas da CF. Neste caso, a elevação do IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) sobre a entrada e saída de capitais em outras contas da CF, naquele momento (2010), com a intenção de reduzir o fluxo de capitais especulativos, fez com que estes encontrassem na conta ID uma oportunidade de entrada sem os custos que envolveriam a movimentação de capitais naquelas outras contas. A ocorrência deste fato, todavia, não indica que todos os ID têm caráter especulativo, mas, que, os fluxos com destino a investimentos novos e fusão ou aquisição de empresas possam ocorrer simultaneamente à entrada de capitais puramente especulativos.

No Conjuntura em Foco Ipea (2011a), a constatação inicial também vai ao encontro da hipótese levantada pelo presente trabalho, através da análise do ID de estrangeiros em comparação com os IC de estrangeiros. Os resultados apontam para um aumento da média-móvel e do desvio padrão dos ID a patamares similares ao encontrado nos IC de estrangeiros, que constituem fluxos majoritariamente de curto prazo e especulativos.

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 [Investimento Estrangeiro

Direto]<sup>18</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, 2011a).

Da mesma forma, na carta conjuntura Ipea (2011c), observa-se um aumento da volatilidade (através de modelo GARCH) e maior ingresso do ID bruto de estrangeiros a partir de dezembro de 2010. Neste sentido, e seguindo a metodologia e conclusão do trabalho de Munhoz e Corrêa (2009), de que a alta volatilidade é característica de fluxos de curto prazo/especulativo, os resultados encontrados para os ID desconstroem o sentido comum atribuído a essa rubrica.

Corrêa et al. (2012), seguindo a mesma linha dos trabalhos anteriores, avançam na indicação de que parte dos IDE é constituída de fluxos especulativos, em que a entrada destes por aquela conta não ocorreu (no Brasil, nos anos 2000) somente nos momentos em que houve aumento da regulamentação dos capitais sobre outras contas, mas, também, quando a taxa de juros dos títulos internos estava oferecendo um rendimento extra em relação aos ofertados no exterior. Ou seja, houve, a partir de 2010, principalmente, entrada de capitais pela rubrica IDE a fim de realizar operações de arbitragem em função do elevado diferencial entre as taxas doméstica e internacional de juros. Naquele trabalho, os autores e as autoras, também através de modelagem ARCH/GARCH, constatam um aumento da volatilidade dos fluxos de IDE próxima da encontrada para os ICE.

Corrêa e Almeida Filho (2014), no mesmo sentido, sustentam a tese de que a nova dinâmica econômica mundial erigida a partir da década de 1980, com a intensificação dos processos de liberalização e desregulamentação, elevou a vulnerabilidade externa dos países de “moeda fraca” ao proporcionar o domínio dos fluxos financeiros direcionados à negociação de títulos dos mercados monetários e de capitais, e que parte dos ID estão inseridos nessa lógica.

No trabalho de Labanca (2016), observa-se que, especificamente a partir de 2010, quando a entrada de ID no Brasil eleva-se significativamente, esse aumento ocorre em consonância com o descolamento das relações entre a tendência do PIB e o IDP, e a taxa de crescimento do IDP e da Formação Bruta de Capita Fixo (FBCF). Ou seja, os IDP elevam-se sem relação com o PIB e a FBCF.

Bittencourt (2016) confirma o impasse da literatura sobre os ID quanto à sua relação com o PIB, em que vários dos trabalhos citados na sua pesquisa encontraram pouca ou nenhuma

---

<sup>18</sup> Ainda que haja pequenas diferenças, consideraremos na análise os IED, IDE e IDP como mesma conta. A mudança de nomenclatura dessa conta ocorre devido a alterações na sua metodologia.

relação entre essas variáveis, como em Mortatti (2011), Nonnemberg e Mendonça (2005), Rodrigues et al. (2012), Fraga et al. (2013) e De Oliveira Carminati e Fernandes (2013).

Além disso, Labanca (2016) explicita a dinâmica diferenciada dos ID após 2007, por: apresentar maior volatilidade que no período anterior – via modelo ARCH/GARCH –; ter relação estatisticamente significante com o índice VIX – relação encontrada por modelo VAR – e; ser causado, no sentido Granger, pela liquidez internacional<sup>19</sup>. No seu modelo GMM (Método dos Momentos Generalizado), o autor encontra relação positiva e significante entre os IDE e o Índice Bovespa, o *Forward premium*, a Taxa de juros interna, o Risco-país residual, o índice EMBI+ (*Emerging Market Bond Index*), o grau de abertura comercial e a tendência de crescimento do PIB, e relação negativa com o PIB e a taxa de juros norte-americana.

Souza (2017), através de análise gráfica e econométrica, para os anos de 2000 a 2016, aponta, por meio de modelagem ARCH/GARCH (*Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*), que o ID (Participação no Capital) no Brasil apresentou volatilidade (comparativamente) alta e dinâmica próxima à dos IC (em Ações e em Títulos de Renda fixa, negociados no país), por apresentar forte relação com os ciclos de liquidez – evidenciada pela relação com o índice VIX e com os Investimento em Carteira Passivo (ICP) em Ações Negociadas no País –, encontrada via modelos VAR/VEC. A constatação é que principalmente após a crise do *subprime*, e dos seus desdobramentos, que os ID passaram a compor-se de fluxos mais voláteis, curtoprazistas e especulativos.

Jaiswal (2017), ao analisar os ID de estrangeiros na Índia e suas relações com os paraísos fiscais, chama a atenção para o fato de que há possibilidades de fluxos de capitais não-ID (como aqueles de natureza especulativa) serem classificados como ID, com implicações importantes sobre as políticas governamentais, sobretudo sobre países periféricos. Há também, na Índia, vários casos em que entradas de capitais foram classificadas como ID mesmo sendo inferiores ao valor de 10% das ações com direito a voto. O autor também cita o trabalho de Rao e Dhar (2016), que ao separar os ID na Índia em realistas<sup>20</sup> e não-realistas, encontra que, no período do estudo, o ID realista foi de apenas US\$ 95 bilhões num total de US\$ 178 bilhões.

Akyüz (2015) chama a atenção para os mitos a respeito dos ID para as economias em desenvolvimento. Os ID normalmente são considerados uma fonte estável de financiamento

<sup>19</sup> Os dados trabalhados pelo autor compreendem o período de 2001 a fevereiro de 2015.

<sup>20</sup> “ID realista (RLID) é definido como fluxos de fundos que seguem a classificação teórica de IF, que é motivada por um ou mais dos seguintes propósitos – Busca de mercado, Busca de trabalho, Busca de eficiência e Busca de ativos estratégicos, independentemente do limite de propriedade/participação com direito a voto. Esses são os fundos que supostamente proporcionam os benefícios específicos do ID. Os fundos que não são como os RLID são classificados como Não RLID” (JAISWAL, 2017, p. 23, tradução nossa).

externo, com a competência de elevar a capacidade produtiva da economia receptora, incentivando o progresso tecnológico e a modernização da indústria. No entanto, grande parte dos ID pode ser apenas reinvestimentos dos próprios lucros gerados na economia interna. Em 2011, por exemplo, o autor cita que 40% dos ID nas economias emergentes e em desenvolvimento (EED) foram Lucros Reinvestidos, o que chama a atenção para a necessidade de separação destes recursos nas análises.

Como já explicitado, os ID são constituídos a partir da simples compra de mais de 10% das ações com poder de voto de uma empresa. Assim, Akyüz (2015) coloca que esse valor é meramente arbitrário, de forma que não há nada que diferencie a aquisição de 10% e 9,9% das ações com direito a voto, mas que algum número é preciso para reduzir a subjetividade da contabilização e proporcionar uma comparação internacional. O autor também argumenta que parte dos IED constitui capitais puramente especulativos e desestabilizadores, mas que a dissociação entre esses e os capitais “produtivos” é complexa.

Acioly (2004), ao estudar a dinâmica e característica dos ID para China, Índia e Brasil nos anos 1990, observa que esses investimentos, naquele período, começavam a apresentar crescente predominância em operações de fusões e aquisições; no setor de serviços e características financeiras/especulativas, aproximando-se das aplicações em portfólio, e elevando seu grau de reversibilidade. Damgaard e Elkjaer (2017) e OECD (2008) também relatam a complexidade dos ID e a dificuldade de se dissociar os fluxos dessa conta com os tipicamente financeiros.

Como fato estilizado, tem-se que o ID total foi maior que a soma dos investimentos *greenfield* (anunciados) e fusões e aquisições em boa parte dos anos 2000, tanto para economias avançadas como EED, em que, para essas últimas, esse foi o caso na primeira metade da década de 2010, em que essa discrepância chegou a 40%, o que indica que parte dos ID não são aplicados como normalmente se espera (AKYÜZ, 2015).

Já em relação aos ID em empréstimos intercompanhias, entre filial e matriz, esses podem, por um lado, ser usados para expandir a atividade produtiva, mas, também, para acumular caixa e outros ativos líquidos, no sentido de que é muito difícil identificar, ou dizer com certeza, que parte desses recursos não são usados na busca de ganhos financeiros e especulativos. No mesmo sentido, os ID podem conter capitais mais voláteis, como “hot money” ou compra de imóveis. Aliás, os investimentos financeiros cada vez mais ganham importância na carteira das empresas não-financeiras (AKYÜZ, 2015).

Em relação à produção, os ID poderiam ter efeitos positivos através da associação com empresas nacionais e transbordamento das capacidades gerenciais e tecnológicas. No entanto,

isso não é automático, mas depende de políticas, acordos etc., ou seja, não ocorre via livre mercado. Todavia, o que a experiência tem mostrado é que a associação das empresas nacionais às empresas que realizam ID quase sempre está relacionada a atividades de baixo valor agregado (AKYÜZ, 2015).

A própria relação entre ID e investimento interno é inconclusiva, e vários trabalhos empíricos revelam isso, em que muitos desses indicam que os impactos estão mais relacionados a outras variáveis, como instituições e políticas, além dos resultados se diferirem a depender da região. O que as evidências têm indicado é que, muitas vezes, o ID segue os investimentos domésticos, e não o contrário (AKYÜZ, 2015).

Dentre os trabalhos citados por Nonnenberg e Mendonça (2005), a respeito dos determinantes dos ID para os países periféricos (BENACEK et al., 2000; TSAI, 1994; CAMPOS e KINOSHITA, 2003; GARIBALDI et al., 2001), os resultados sobre o impacto dos ID no PIB são variados e normalmente inconclusivos, no mesmo sentido do encontrado por eles.

Nos trabalhos estudados por Bittencourt (2016), como em Mortatti (2011), Rodrigues et al. (2012), Fraga et al. (2013) e De Oliveira Carminati e Fernandes (2013), os impactos do ID sobre o PIB são pequenos ou não apresentaram significância estatística.

Todavia, a maioria destes trabalhados citados por Bittencourt (2016) e Nonnenberg e Mendonça (2005) tratam do caso brasileiro ou outros países/grupos de periféricos, e não especificamente do caso dos BRICS. Entretanto, no trabalho de Vieira e Veríssimo (2009), ao analisarem os determinantes do crescimento econômico dos BRICS, esses encontram pouca relevância dos ID.

“Existe uma variedade de estudos empíricos que buscam avaliar a influência do IDE no crescimento econômico dos países receptores. Estes trabalhos compreendem painéis de países com mesmo nível de desenvolvimento ou não, como também análises para economias específicas, considerando diferentes variáveis e períodos de tempo distintos. Apesar dos alegados benefícios do IDE no crescimento do país de destino, a literatura empírica ainda não obteve consenso para estabelecer um impacto positivo definitivo (CAMPOS; KINOSHITA, 2002; DURHAM, 2004) (BITTENCOURT, p. 74, 2016).

O ID também pode estar relacionado à realocação espacial produtiva, a fim de gozar de benefícios presentes em regiões específicas (como a mão de obra barata, menor regulamentação ambiental ou/e trabalhista; subsídios etc.). Isso implica que o aumento do ID em uma região pode significar a redução em outra.

Para se ter uma noção, o ID aumentou três vezes em relação ao PIB desde 1980, em contrapartida de uma redução da taxa de investimento.

Existe, no entanto, uma diversidade considerável entre os países. Em mais da metade dos países que tiveram um *boom* de entrada de IED, a FBCF caiu ou estagnou, incluindo Brasil, Coréia, Turquia e Tailândia (Gráfico 2). Na China, os fluxos de IED diminuíram principalmente devido à contração em seus mercados de exportação, enquanto a FBCF aumentou drasticamente devido à resposta política do governo às consequências da crise com um pacote de investimento maciço. Entre os países do Leste Asiático severamente atingidos pela crise de 1997, apenas a Indonésia viu um aumento tanto no IED quanto na FBCF na década de 2000 em comparação com a década de 1990, enquanto a Malásia experimentou uma forte contração em ambos (AKYÜS, 2015, p.11, tradução nossa).

Outra constatação importante é que nos países em desenvolvimento os fluxos em ID tendem a acompanhar mais a dinâmica dos demais fluxos financeiros do que do investimento interno. Desta forma, como os IC, parte dos ID são estimulados por bolhas financeiras (AKYÜS, p.11, 2015)

Assim, considerar que os fluxos de ID são sempre em ativos ilíquidos e duradouros, com baixa probabilidade de saída rápida nas crises, é contestável. Algumas características desse tipo de investimento e das corporações internacionais podem, na verdade, elevar a instabilidade dos ativos e do BP. Os próprios lucros retidos podem ser contabilizados como ID, e, na realidade, utilizados para comprar ativos financeiros ou sair como IC (AKYÜS, 2015). Além disso, parte desses recursos podem ser destinados a investimentos imobiliários, que, muitas vezes, seguem a lógica de movimentos especulativos, instáveis, como ocorreu na Espanha, Londres e Turquia (AKYÜS, 2015).

Muitos países em desenvolvimento utilizam dos fluxos de ID para fechar o Balanço de Pagamento e não, propriamente, promover o desenvolvimento. Entretanto, é certo que o futuro estoque de ID gerará obrigatoriedades saídas de lucros, juros e dividendos, que, talvez, possam se tornar superiores à entrada de recursos via ID (AKYÜS, 2015).

Como pode ser visto na Tabela 1.1<sup>21</sup>, para Brasil, os débitos de Rendas de ID enviados ao exterior de 2000 ao terceiro trimestre de 2019, corresponderam a 42% das entradas de IDP (retirando-se os Lucros Reinvestidos e os Investimentos Reversos), ao passo que, para a Índia esse valor foi de 25%. Já para Rússia e África do Sul, o somatório das Rendas de ID (débitos) enviadas ao exterior foram superiores ao somatório das entradas de IDP, em que foram de 129% para a Rússia e de 131% para a África do Sul, sendo que as diferenças entre os IDP e Rendas de ID (débito) foram negativas para esses países em US\$ 179,99 bilhões e US\$ 43,96 bilhões,

---

<sup>21</sup> Não há dados sobre envio de Rendas de ID da China na base de dados trabalhada, e por isso não há informações sobre esse país na Tabela 1.1.

respectivamente. Ou seja, para esses dois últimos países, no médio prazo, as entradas de capitais via IDP foram menores do que as saídas via Rendas de ID.

É claro que as saídas de Rendas não estão associadas apenas às entradas de IDP no período retratado, ou seja, elas também envolvem o estoque de IDP presente nessas economias antes de 2000. Todavia, o que esses números nos mostram é que a partir dos anos 2000 as entradas de IDP na Rússia e África do Sul não foram suficientes para contrabalançar as saídas via Rendas de IDP, de modo que os IDP têm pressionado (e não aliviado) os BP dessas economias nos anos 2000, o que nos dá indícios de que essa é a consequência desses fluxos no longo prazo: aliviar o BP no começo, para posteriormente pressioná-lo.

**Tabela 1.1** – Relação entre as Rendas de Investimento Direto enviadas ao exterior (débitos) e Investimento Direto Passivo – dados entre primeiro trimestre de 2000 e terceiro de 2019, em US\$ milhões e %, para Brasil, Índia, Rússia e África do Sul

Indicadores/Países	BR	IN	RS	AS
Somatório dos IDP (a)	1.624.127,97	842.687,67	1.139.111,88	140.766,71
Somatório das Rendas de IDP (Débito) (b)	784.023,67	387.469,57	1.331.496,09	184.729,52
<i>a - b</i>	840.104,30	455.218,10	-192.384,21	-43.962,80
<i>b/a</i>	48%	46%	117%	131%
Somatório dos IDP – sem Lucros Reinvestidos e Investimento Reverso (c)	1.459.797,09	604.201,88	625.777,93	140.766,71
Somatório das Rendas de IDP (Débito) – sem Lucros Reinvestidos (d)	619.692,78	148.983,78	805.766,79	184.729,52
<i>c - d</i>	840.104,30	455.218,10	-179.988,86	-43.962,80
<i>d/c</i>	42%	25%	129%	131%

Nota: valores trimestrais atualizados para o terceiro trimestre de 2019, pelo Índice de preços ao consumidor, todos os itens (IFS/IMF<sup>22</sup>).

Fonte: IMF DATA e IFS. Elaboração própria.

No mesmo sentido, as entradas de ID também podem levar ao aumento de importações futuras, dada a dinâmica das cadeias globais de valor, em que, dependendo da etapa que o país está nessas, esses ID podem ser inferiores às saídas de recursos via importações e remessas de lucros, dividendos e juros, e, de forma líquida, impactar negativamente no BP no médio-prazo

Jansen (1995) simulou um modelo para a Tailândia para 1987-1991 para avaliar, entre outros, o impacto do IDE no balanço de pagamentos (ver também UNCTAD WIR 1997). Verificou-se que, embora o IED tenha desempenhado um papel importante na expansão das exportações, também levou a um aumento acentuado nas importações, bem como em royalties e taxas de licença e remessas de lucros. Estima-se que cerca de 90 por cento de todas as máquinas e equipamentos usados para projetos de investimento estrangeiro e 50 por cento das matérias-primas tenham sido importados. De meados da década de 1980 até 1991-92, as exportações como porcentagem do

<sup>22</sup> International Financial Statistics/International Monetary Fund.

PIB aumentaram de 29% para 36%, enquanto as importações aumentaram de 25% para 40%. Tudo isso ampliou o déficit em conta corrente mais do que o aumento dos ingressos de IED e contribuiu para o aumento da dívida externa que culminou com a crise de 1997 (AKYÜS, 2015, p.22, tradução nossa).

Estudos têm evidenciado que as empresas estrangeiras que exercem maior impacto sobre as exportações têm menores impactos no PIB, e aquelas que têm maior impacto no PIB, exportam menos (AKYÜS, 2015). Além disso, as empresas entrantes via ID, que são exportadoras, muitas vezes exercem impactos positivos apenas na massa salarial, uma vez que pagam menos impostos e ainda usufruem da infraestrutura pública e dos recursos naturais, têm fraca ligação com a economia interna (*links*) etc. Ou seja, mesmo em países que o ID se destina a ampliar as exportações, seus impactos na economia local podem ser negativos.

No caso específico do Brasil, em que o seu Banco Central disponibiliza estatísticas mais detalhadas, vê-se que em 2019, por exemplo, o setor de Serviços foi o setor de atividade econômica que apresentou maior participação no estoque de IDP em Participação no Capital brasileiro (57%), e, dentro desse setor, o mais relevante foi o de Serviços Financeiros e Atividades Auxiliares, com 18,68% de participação naquele estoque, sendo o maior subsetor. Por esses dados, também é possível observar que 21,26% do estoque de IDP em Participação no Capital estava em empresas cotadas em bolsa de valores, e 12,22% (do total) em Fundos de Investimento. Soma-se a isso o fato das empresas de ID no Brasil (em 2014 e 2015) terem importado mais bens e serviços do que exportado.

Não se nega que os ID podem proporcionar maior acesso aos mercados de bens e serviços internacionais e gerar *spillovers* positivos na economia interna. No entanto, o importante é chamar a atenção para o fato de que esses benefícios têm que ser contrabalançados com os possíveis impactos negativos gerados.

Assim, os estudos apresentados vão ao encontro da hipótese da presente tese, de que (em parte) os ID têm mostrado dinâmica mais instável, sobretudo no período mais recente; suas entradas têm demonstrado pouco impacto positivo sobre a produção; maior ligação com acontecimentos externos às economias e que seus possíveis benefícios têm que ser comparadas com seus malefícios, que podem ser superiores. A intenção é aprofundar a análise para o caso brasileiro e averiguar se as questões levantadas também são observadas nas demais economias que compõem o BRICS, sejam elas: Rússia, Índia, China e a África do Sul.

## 1.6 – A complexidade dos Investimentos Diretos: análise dos manuais do FMI e OCDE

O ID é uma rubrica do BP que tenta abranger um tipo específico de investimento entre fronteiras nacionais, no qual o agente investidor tem controle ou significativa influência sobre a administração de uma empresa que é residente em outro país/economia (FMI, 2014b).

Os investimentos diretos podem assumir a forma de investimento *greenfield*, em que o investidor inicia um novo empreendimento em um país estrangeiro através da construção de novas instalações operacionais; joint venture, onde o investidor celebra um acordo de parceria com uma empresa no exterior para estabelecer um novo empreendimento; ou fusão e aquisição, quando o investidor adquire uma empresa existente no exterior (WORLD BANK, 2020).

Todavia, este investimento é contabilizado a partir do momento que um investidor não-residente adquire 10% ou mais das ações com direito a voto (ações ordinárias) de uma empresa residente<sup>23</sup> (FMI, 2014b).

Ainda que normalmente se associe os ID a relações duradouras entre os investidores diretos e as empresas investidas, indicando significativa influência na gestão, relações de curto prazo são possíveis e ocorrentes, conforme afirma o FMI (2014b). As transações entre empresas receptoras de ID e os investidores são muito complexas, de forma que essas ligações podem ou não ter relação com a estrutura de gestão (OECD, 2008).

No mesmo sentido, nem só unidades institucionais relacionadas à produção são consideradas empresas (*companies*) realizadoras ou receptoras de ID, sendo que, para essas transações, também são considerados os fundos de investimento, outras corporações e *trusts*, que detêm ativos e passivos em nome de grupos de proprietários, e não possuem nenhuma relação direta com a produção (FMI, 2014b).

Além da aquisição das ações (fundos), que dão origem ao controle ou influência dos investidores, os ID também podem ocorrer através de investimentos posteriores (transação de recursos) associados a esta relação de ID, por meio de transações entre empresas indiretamente controladas ou influenciadas, transações entre empresas companheiras (irmãs), transações de dívidas e Investimento Reverso (FMI, 2014b).

---

<sup>23</sup> A base para identificar e classificar os laços de propriedade é o poder de voto. Embora o patrimônio líquido possa ser uma proxy para esse, e seja usado, eles não são equivalentes. Para o caso em que os derivativos são instrumentos utilizados para fornecer poder de voto nas empresas sem alienação das ações, esse não é suficiente, legalmente, para caracterizar uma relação de investimento direto (FMI, 2014b). A metodologia recomendada pelo BPM6 (6ª Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos) para valoração das transações e das posições (principalmente, do capital acionário) é utilizar os valores de mercado (FMI, 2014b).

O Investimento Reverso consiste nas transações de ID da empresa investida no investidor direto. Esse pode ocorrer através das rubricas Ações e Fundos de Investimento e Instrumentos de Dívida (compra de ações, títulos de dívida e empréstimos), ainda que a soma total das ações ordinárias adquiridas não possa ultrapassar 10%, e, no caso de ultrapassar, essa relação passaria a caracterizar um ID mútuo (FMI, 2014b).

Os possíveis benefícios para os investidores diretos, teoricamente, são diferentes dos prováveis ganhos dos investidores em carteira, que não possuem influência significativa sobre as empresas que investem (FMI, 2014b).

Os IC são definidos como transações entre fronteiras envolvendo compra de títulos de dívida<sup>24</sup> ou ações para além daquelas registradas em ID ou reservas. Os títulos ou ações emitidas por residentes e adquiridos por não-residentes têm impacto sobre o aumento líquido dos passivos, em que, ao contrário, os títulos ou ações emitidas por não-residentes e adquiridos por residentes impactam sobre o aumento dos ativos líquidos (FMI, 2014b).

Para os investidores diretos, as empresas investidas, normalmente, representam a possibilidade de operacionalização em vários países, que podem oferecer recursos indisponíveis em outros territórios. Outras vantagens podem ser a obtenção de maior lucratividade e elevação do valor da empresa. Assim, os investidores diretos podem obter benefícios além daqueles ligados à mera rentabilidade da ação e sua possível valorização, diferentemente dos investidores em carteira, que estão apenas preocupados com o retorno sobre o capital e possibilidade de valorização das ações, e, normalmente, transferem rapidamente seus capitais com mudanças de perspectiva (FMI, 2014b).

As possíveis contribuições dos investidores não-residentes podem ser várias, como: fornecimento de recursos financeiros; expertises; inovações tecnológicas e administrativas; *marketing* e outras (FMI, 2014b).

O investidor direto pode ser um indivíduo, empresa privada ou pública (incorporada ou não incorporada), grupo associado de indivíduos ou empresas, governo ou agência governamental, ou organização, desde que possua uma empresa de ID (DIENT) em um país diferente daquele que o investidor direto reside. A DIENT corresponde a uma empresa residente que possui considerável influência ou controle de um investidor direto (não-residente) (FMI, 2014b).

---

<sup>24</sup> Os títulos de renda fixa incluem: títulos (*bills*), obrigações (*bonds*), certificados negociáveis de depósitos, *commercial paper*, debênture, títulos garantidos por ativos (*asset-backed securities*) e instrumentos similares normalmente negociados nos mercados financeiros (FMI, 2014b).

Todas as transações entre o investidor e a DIENT, ou entre as DIENT do mesmo investidor, em ações e títulos, são consideradas ID – com exceção para a troca de dívidas (*debt*) entre alguns intermediários financeiros<sup>25</sup> (FMI, 2014b). Assim, por exemplo, se um investidor já está em relação de ID com uma empresa, a compra e venda (posterior) de ações dessa em qualquer quantidade é contabilizada como ID.

O BPM6 identifica o grau e tipo de controle em duas dimensões: a) relação de ID imediato, e; b) ID não-imediato, através de cadeias de controle ou significativa influência.

O ID imediato ocorre quando o investidor direto possui diretamente o patrimônio igual a 10%, ou mais, do poder de voto na empresa de ID (DIENT). Uma relação não-imediata pode ocorrer por meio de cadeias de controle ou influência, a partir das subsidiárias ou associadas das DIENT, ou entre essas (em cadeias de propriedade). Inclui-se, também, as relações entre as DIENT que têm pelo menos um investidor direto em comum, mas não possuem relação de ID entre si (relação entre empresas companheiras/irmãs) (FMI, 2014b).

As DIENT compreendem as empresas incorporadas e companhias não incorporadas que possuem um investidor direto. Nos casos em que esses investidores possuem mais de 50% das ações com direito a voto<sup>26</sup>, as DIENT configuram-se como subsidiárias; para os casos em que elas têm entre 10% e 50% das ações com direito a voto, as DIENT caracterizam-se como associadas (FMI, 2014b).

O ID entre empresas parceiras (irmãs) ocorre quando empresas residentes em diferentes países têm o investidor direto, imediato ou não-imediato, em comum, e nenhuma delas é investidora direta da outra (FMI, 2014b). Se uma dessas empresas possui posição acionária com direito a voto de 10% (ou mais) na outra, essas relações não são consideradas entre empresas parceiras, mas, relação entre investidor direto e DIENT.

É comum a ocorrência de transações entre empresas parceiras, principalmente quando uma delas presta serviços financeiros ao investidor direto mais amplo e as transações são de dívida (*debt*) – ainda que algumas dessas transações para intermediários financeiros não sejam contabilizadas como ID, como as envolvendo sociedades de depósito, fundos do mercado monetário (FMM), fundos de investimento não FMM e outros intermediários financeiros (FMI, 2014b; FMI, 2015b, p.8).

---

<sup>25</sup> Sociedades de depósito, fundos do mercado monetário (FMM), fundos de investimento não FMM e outros intermediários financeiros (FMI, 2014b; FMI, 2015b, p.8).

<sup>26</sup> Algumas economias não permitem a aquisição de mais de 49% das ações das empresas. Assim, o poder de voto de 49% nessas economias deve ser reconhecido como influência substancial e não como controle (FMI, 2014b).

As empresas afiliadas aos investidores diretos ou às DIENT podem ser intermediárias financeiras, incluindo as Sociedades de Propósito Específico (SPE), em que as transações entre essas, por meio das rubricas Instrumentos de Dívida, Ações e Fundos de Investimento e Reinvestimento de Lucros<sup>27</sup>, são contabilizadas como ID (FMI, 2014b).

Para esses fins, os intermediários financeiros são empresas ou quase-corporações<sup>28</sup> agrupadas nos seguintes setores: a) corporações tomadoras de depósitos; b) fundos de investimento; c) outros intermediários financeiros (excluindo as companhias de seguros e fundos de pensão) (FMI, 2014b).

As transações de dívidas (*debt*) entre intermediários financeiros, no entanto, não são registradas como ID, uma vez que não são consideradas relações próximas ao ID, exceto as envolvendo sociedades de seguro e fundos de pensão. Todavia, as transações de dívidas entre investidor direto e DIENT, em que uma empresa não é envolvida em intermediação financeira e a outra é uma instituição financeira, são contabilizadas como ID (FMI, 2014b).

Os fundos de investimento também podem apresentar relações de ID. Esses têm a capacidade de emitir ações se uma estrutura corporativa for empregada, ou *units* se for uma estrutura *trust*. Se essas ações ou *units* forem mantidas por investidores diretos, as transações e posições associadas serão registradas em ID em ações (rubrica Ações e Fundos de Investimento). Esses fundos também podem ser operados através de unidades institucionais, como SPE ou veículos para fins especiais (*special purpose vehicles*) (FMI, 2014b).

Sociedade de Propósito Específico (SPE) é uma denominação genérica para estruturas organizacionais, como subsidiárias financeiras, *conduits*, *holdings* etc., as quais possuem algumas características comuns, como: os proprietários, normalmente, não são residentes no território em que a SPE está incorporada; a maior parte dos seus balanços é constituída de créditos (*claims on*) e passivos (*liabilities*) de não-residentes; possuem pouca ou nenhuma presença física no território anfitrião, pouca ou nenhuma produção, emprego ou ativos não-financeiros e; possuem contas bancárias nas economias instaladas. Uma das funcionalidades

---

<sup>27</sup> Os lucros reinvestidos correspondem aos dividendos não distribuídos aos investidores diretos, levando em consideração que essa parte é estimada a partir do produto da participação desses investidores no capital acionário pelos dividendos totais, excluindo os dividendos enviados (OECD, 2008).

<sup>28</sup> “Uma quase-corporação é uma empresa não incorporada que opera como se fosse uma entidade separada de seus proprietários. Exemplos são filiais, propriedade da terra, parcerias (de responsabilidade limitada e ilimitada), *trusts* e partes residentes de empreendimentos multiterritoriais. Essas quase-corporações são tratadas como se fossem corporações, ou seja, como unidades institucionais separadas das unidades às quais elas legalmente pertencem. Por exemplo, quase corporações pertencentes a famílias [*households*] ou unidades do governo são agrupadas com corporações nos setores corporativos não financeiros ou financeiros. O objetivo desse tratamento é separar de seus proprietários aquelas empresas sem personalidade jurídica que são suficientemente autônomas e independentes para se comportarem da mesma maneira que as corporações” (OECD, 2008, p.72, tradução nossa).

das SPE é canalizar e emprestar recursos da economia filiada para outras economias, em que esses fundos podem ser compostos por investimento em ações (*equity investments*) e utilizados para a troca de propriedade em outras economias. As SPE são registradas como DIENT e investidores diretos, quando apropriado, e quase todos os seus ativos e passivos, provavelmente, são de não-residentes. Algumas das suas vantagens são favorecimentos fiscais e regulatórios, e, normalmente, estão associadas a centros *offshore*, por meio de diferentes denominações (FMI, 2014b; OECD, 2008).

As SPEs podem oferecer benefícios fiscais, regulamentares ou de confidencialidade devido ao regime regulatório na economia de acolhimento. SPEs são frequentemente associadas com centros financeiros *offshore*, mas podem estar localizadas em outros lugares. Exemplos de SPEs (e terminologia alternativa usada para SPEs) incluem subsidiárias financeiras, *conduits*, *holdings*, companhias de fachada [*shell companies*], empresas de prateleira [*shelf companies*] e empresas de placas de latão [*brass-plate companies*] (FMI, 2014b, p. 374, tradução nossa).

Os fluxos de ID podem ser identificados a partir da localização geográfica e do setor produtivo<sup>29</sup>, ainda que, para os manuais que indicam a metodologia de registro dos fluxos financeiros, a recomendação é de que para aquelas subclassificações sejam excluídas as transações e posições de ID feitas por meio de SPE residente (OCDE, 2008).

Os movimentos dos ID também podem ocorrer através de *pass-through capital* (“fundos/capitais de passagem”). Esses correspondem a recursos que advêm de uma primeira economia, passam por uma empresa, numa outra economia, e vão para um terceiro território, com pouco ou nenhum impacto sobre a economia que passou, e devem ser registrados como ID (ativo ou passivo) nessas. Grande parte dos *pass-through* são operacionalizados por SPE. O registro desses capitais pode impactar nos fluxos brutos, no entanto, não há nenhum impacto nos fluxos líquidos, o que indica um maior cuidado no tratamento dos fluxos brutos, ainda que, também, as entradas e saídas subsequentes possam se diferenciar em relação ao país, subconta (ações ou empréstimos), moeda, tipo de taxa de juros etc. (FMI, 2014b). O uso de fluxos brutos pode ser enganoso caso esse tipo de capital seja expressivo – uma vez que as entradas e saídas serão quase idênticas num curto período –, ainda que também, possam ser de países e qualidade diferentes.

---

<sup>29</sup> Desagregação dos investimentos diretos conforme ISIC (Classificação Industrial Padrão Internacional). A definição do setor produtivo quando a empresa operar em mais de um setor deve ser feito a partir da atividade principal, e basear no setor do investidor e da empresa investida e, se não for possível, focar no setor do investidor (OECD, 2008).

Outra problemática dos movimentos de *pass-through* está relacionada à operacionalização destes por meio de SPE, uma vez que podem distorcer as informações a respeito do setor e espaço geográfico (país) dos ID.

Os ID também podem ocorrer por meio de transações do tipo *round tripping*, um caso específico de *pass-through capitals*. Aquelas são transações de ID entre países em que o recurso retorna à economia de origem, podendo passar em mais de uma economia até retornar. Normalmente, esses ID estão relacionados a economias onde há incentivos (fiscais etc.) para saídas e/ou entradas de ID (FMI, 2014b). Ex: IDP no Brasil e o investidor final também é residente no Brasil.

Desta forma, algumas DIENT existem apenas com a finalidade de transferência (passagem) de fundos de uma economia para outra. Essas transações também entram na contabilização dos ID (a partir dos requisitos mínimos), e podem não ter nenhuma ligação com a economia local. Ainda não há uma metodologia consensual utilizada para separar esses fluxos de repasse dos outros fluxos de ID (FMI, 2015b).

Por meio da Tabela 1.2 pode-se observar algumas especificidades quanto à origem (país) do estoque de ID entrantes (Passivo) em cada uma das economias dos BRICS.

Enquanto a maior parte desses ID no Brasil, Índia, Rússia e África do Sul veio de países desenvolvidos (sobretudo União Europeia), a maior parte para a China tem como origem países em desenvolvimento.

No caso específico da China, a principal origem dos seus ID foi Hong Kong, uma região administrativa especial da própria China. No estoque de ID recebido por Hong Kong, em 2012, por exemplo, 36,99% do total tinha como origem a China, e outros 32,70% as Ilhas Virgens Britânicas, que é um reconhecido paraíso fiscal. Geng (2004) estima que entre 30% e 50% dos fluxos de ID para a China seja *round-tripping*<sup>30</sup>. Em estimativa feita pela UNCTAD (BOFIT, 2019), os cinco países com maior estoque de ID para a China em 2017, como base no **investidor final**, eram: Hong Kong (18,3%); EUA (9,7%); Japão (8,2%); China (7,8%); Alemanha (4,9%), em que entre os treze maiores investidores, 42,5% do total eram países da Ásia, 16,4% da Europa e 11,3% da América do Norte.

No caso da Rússia, que tem parte importante da origem dos seus ID de países que são centros financeiros e/ou paraísos fiscais, como Chipre (30,30%); Holanda (12,00%); Bermudas (6,23%); Ilhas Virgens Britânicas (9,87%) e Bahamas (5,90%), por exemplo, que em conjunto somam 64,31%, esses constituem, em sua maioria, capitais *round-tripping*, em que há forte

---

<sup>30</sup> Movimentos explicados no Capítulo 1, item 1.6.

correlação entre os fluxos de entrada e saída entre a Rússia e esses países, conforme chama a atenção o relatório de ID da UNCTAD (UNCTAD, 2013b). Outra parte importante desses fluxos provavelmente deve-se a *pass-through*, dado o tamanho e características dos países de origem. Em estimativa feita pela UNCTAD (BOFIT, 2019), os cinco países com maior estoque de ID para a Rússia em 2017, como base no investidor final, eram: EUA (8,9%); Alemanha (7,5%); Reino Unido (7,1); Rússia (6,5) e Holanda (6,5%), em que entre os treze maiores investidores, 43,6% do total eram países da Europa (considerando a Rússia nesse grupo), 8,9% da América do Norte e 4,5% da Ásia.

**Tabela 1.2 – Principais origens (geográfica) do estoque de entrada de Investimentos Diretos dos BRICS – porcentagem em relação ao estoque total (%) em 2012**

	Brasil	China	Índia	Rússia	África do Sul
<b>Economias Desenvolvidas</b>	88,96%	18,41%	61,08%	79,69%	90,42%
<b>Europa</b>	65,22%	6,01%	38,52%	72,27%	77,91%
<b>  União Europeia</b>	62,22%	5,95%	33,11%	69,59%	76,00%
Áustria	1,09%	0,10%	0,11%	2,03%	0,69%
Chipre	0,09%		1,17%	30,30%	0,11%
França	4,62%	0,86%	1,73%	3,43%	0,97%
Alemanha	2,33%	1,47%	5,76%	4,33%	4,99%
Irlanda	0,39%	0,05%	0,16%	3,80%	0,28%
Luxemburgo	6,77%	0,13%	0,18%	6,11%	1,41%
Holanda	28,46%	0,95%	4,80%	12,00%	18,60%
Espanha	10,89%	0,17%	0,32%	0,19%	0,73%
Suécia	0,66%	0,17%	0,51%	3,19%	0,54%
Reino Unido	3,21%	1,31%	16,32%	1,45%	45,59%
Suíça	2,32%	0,06%	5,11%	1,28%	1,59%
<b>  América do Norte</b>	17,44%	5,84%	15,14%	0,62%	8,12%
EUA	15,19%	5,22%	14,93%	0,58%	7,16%
<b>  Outros países desenvolvidos</b>	6,30%	6,55%	7,41%	6,80%	4,39%
Bermudas	1,22%	0,06%	0,10%	6,23%	0,80%
Japão	4,47%	6,49%	7,09%	0,52%	2,61%
<b>Economias em Desenvolvimento</b>	11,00%	72,70%	38,70%	19,11%	9,37%
<b>  África</b>	0,25%	0,85%	26,58%	0,32%	3,28%
Ilhas Maurício	0,04%	0,85%	26,46%	0,00%	0,67%
<b>  Asia</b>	1,21%	58,52%	11,45%	1,33%	5,44%
China	0,33%		0,28%	0,43%	3,10%
Hong Kong, China	0,16%	44,08%	0,33%	0,08%	0,35%
Coreia do Sul	0,42%	3,94%	1,41%	0,27%	0,28%
Taiwan (Província da China)	0,03%	4,25%	0,05%		0,07%
Singapura	0,14%	4,41%	8,09%	0,15%	0,12%
<b>  América Latina e Caribe</b>	9,50%	11,84%	0,67%	17,41%	0,64%
<b>  América do Sul</b>	3,15%		0,00%	0,00%	0,09%
<b>  América Central</b>	2,88%		0,10%	0,11%	0,03%
<b>  Caribe</b>	3,46%	11,84%	0,57%	17,30%	0,05%
Bahamas	0,17%		0,01%	5,90%	0,05%
Ilhas Virgens Britânicas	0,93%	9,63%		9,87%	
<b>Não especificado</b>	0,01%	8,89%	0,02%	0,49%	0,13%

Fonte: UNCTAD. Elaboração própria.

Para a Índia, dois dos maiores investidores diretos (origem) são as Ilhas Maurício (26,46%) e Singapura (8,09%), que são países pequenos e reconhecidos por apresentarem baixa regulamentação e tributação. Assim, parte importante dos ID que vem desses, na verdade, são apenas fluxos de passagem (*pass-through*), em que a origem real são outros países. Jaiswal (2017) estima que mais de 90% dos ID advindos desses países é apenas de passagem<sup>31</sup>. No seu estudo, enquanto as Ilhas Maurício responderam por 39% dos ID na Índia de 2004 a 2014, e Singapura por 13%, sendo esses os maiores “investidores imediatos”, no cálculo do investidor final, os EUA foram a principal origem dos ID (27%), seguido da própria Índia (17%) – indicando a forte possibilidade de *round-tripping* –, Reino Unido (12%), Japão (9%) e Alemanha (5%). Assim, entre os dez maiores investidores diretos na Índia, 36% do total estão na Ásia, 27% na América do Norte e 21% na Europa. No total dos fluxos de ID para a Índia (por controlador imediato), cerca de 2/3 advêm de um país diferente do país controlador final (origem)<sup>32</sup>, em que sua maioria passa por países reconhecidos como paraísos fiscais ou jurisdições sigilosas.

Jaiswal (2017) entende que a alíquota efetiva de zero de imposto sobre ganhos de capitais de curto prazo é o principal motivo para os capitais optarem pelo *pass-through* – juntamente com o sigilo presente naquelas jurisdições<sup>33</sup> –, e acrescenta que esses impostos são aplicáveis apenas sobre entradas de capitais de natureza bastante curta, provavelmente em investimento de portfólio (IC). Ou seja, por esse raciocínio, tem-se mais um argumento que evidencia transações de curto prazo, especulativas e financeiras via ID.

Jaiswal (2017) chama a atenção para o fato de que ainda que jurisdições como o Reino Unido e Países Baixos apresentem baixo sigilo para os investidores, elas são associadas a paraísos fiscais nos trabalhos de alguns pesquisadores. No caso do Reino Unido, essas têm fortes conexões políticas e regulatórias com Dependências da Coroa Britânica e Territórios

<sup>31</sup> “Para facilitar o IED, os países oferecem muitos incentivos aos investidores, direta ou indiretamente. Ao eliminar a possibilidade de dupla tributação e dar consistência à regulamentação tributária, os DTAAs [Acordo para evitar dupla tributação] supostamente deveriam promover o investimento e o comércio transfronteiriços. No entanto, exemplos recentes sugerem que os DTAAs, e especialmente aqueles com países conhecidos como paraísos fiscais, estão sendo usados para *treaty shopping*, o que leva à evasão fiscal nos países anfitriões/de destino. [...] O governo indiano tomou conhecimento do abuso de *treaty shopping* e, em 2016, conseguiu alterar os DTAAs com Maurício, Cingapura e Chipre” (JAISWAL, 2017, p. 33, tradução nossa).

<sup>32</sup> No seu estudo, Jaiswal (2017) encontra que aproximadamente 80% dos fluxos de *pass-through* advêm de países classificados por ele como jurisdições altamente secretas ou secretas.

<sup>33</sup> O pressuposto de Jaiswal (2017) é de que um investimento passa primeiro por uma economia terceira (*pass-through*) se essa fornecer certos benefícios em termos de tributação ou se o nível de sigilo de uma jurisdição for útil na evasão fiscal no país anfitrião. Dentre os principais países de origem relatados na Tabela 1.2, alguns desses são reconhecidos como economias com baixos impostos (*low-tax*), sejam elas: Hong Kong, Singapura, Bahamas; Ilhas Virgens Britânicas; Ilhas Maurício; Chipre; Irlanda; Luxemburgo; Suíça; e Bermudas (DAMGAARD e ELKJAER, 2017).

Ultramarinos, em que muitas são reconhecidas como paraísos fiscais (Ilhas Cayman, Ilhas Virgens Britânicas etc.). No caso da Holanda, essa oferece muitas “disposições financeiras especiais, como Instituições Financeiras Especiais, Caixa de Inovação [*Innovation Box* – incentivos fiscais para inovações tecnológicas], juntamente com o benefício de um grande número de DTAA” (JAISWAL, 2017, p. 22, tradução nossa).

Essa constatação talvez seja a explicação para o fato de 28,46% do estoque de entrada de ID do Brasil, e 18,40% da África do Sul, advir da Holanda (principal origem para o Brasil), e, também, o fato de 45,59% desse estoque para a África do Sul ter como origem o Reino Unido (principal origem). Para esse último, também, tem-se o fato de a África do Sul ser uma das suas antigas colônias e ter tido, e ainda ter, forte influências.

Nos dados do Banco Central do Brasil, por sua vez, que identificam o investidor imediato e o controlador final, enquanto os Países Baixos eram o principal investidor imediato no estoque de ID (24,03% do ID em Participação no Capital e 41,62% dos Empréstimos Intercompanhia) do Brasil em 2019, os EUA eram o principal controlador final (23,28% do estoque em Participação no Capital), seguido de Espanha (12,69%), França (6,58%), Bélgica (6,57%) e China (4,51%), enquanto por essa última estatística os Países Baixos eram o sexto (4,06% do estoque em Participação no Capital). Por grupo, investidores diretos da Europa agruparam, para os treze principais países investidores finais no Brasil, 46,40% do estoque de ID, enquanto a América do Norte foi responsável por 26% e a Ásia por 8,11%.

Damgaard e Elkjaer (2017), na tentativa de mensurarem os fluxos de ID real, ou seja, sem as SPE e identificando a economia investidora final, evidenciam que o total de entrada de ID reduz-se em 34%, e que nesse cenário os centros financeiros passam a ser menos dominantes (com destaque para Holanda e Luxemburgo).

Desta forma, a complexidade das transações em ID relatadas “poluem” as estatísticas de ID e não representam na sua totalidade o que tradicionalmente se considera os ID. Adverte-se que esse fato pode prejudicar, inclusive, as análises gráficas e econométricas dessa tese, por incluir nos IDP, por exemplo, grande quantidade de capitais de residentes, e que estão apenas de “passagem”, ou seja, são apenas transações contábeis.

Também se observa que a maior parte do estoque de ID para Brasil, Rússia e, possivelmente, África do Sul (país para o qual não foram encontrados dados sobre investidor final) vieram de países da Europa e América do Norte, em sua maioria países de moeda forte, enquanto que, para China e Índia, parte importante do estoque de ID veio da própria Ásia, o que implica numa dinâmica diferente da considerada pela presente tese, a qual analisa os fluxos de capitais numa perspectiva centro-periferia e baseada na hierarquia das moedas. Todavia,

ainda assim, parte importante dos capitais entrantes nessas duas últimas economias também vieram dos países centrais, e os próprios capitais advindos de economias periféricas vão procurar a liquidez das moedas no topo dessa hierarquia nos momentos de incerteza. Ou seja, o fato de os capitais terem como origem países periféricos pode implicar numa dinâmica diferente da abordada neste trabalho, mas em partes, e as análises seguintes nos darão uma melhor noção se isso se verifica.

Os dados da Unctad para estoque de ID recebido, por investidor imediato, também evidenciam um crescimento da participação de países da Ásia em desenvolvimento nos estoques do Brasil e África do Sul (países dos quais se tem dados) de 2005 para 2012, principalmente advindos da China, Coréia do Sul e Singapura, mas, como pode ser visto na Tabela 1.2, a participação desses ainda é comparativamente pequena. Para o caso da China, verifica-se que a participação relativa dos países da Ásia reduziu-se no estoque de ID daquela economia. Para a Rússia, de onde não se tem dados para 2005, e a comparação foi feita com os dados de 2001/2012, também se vê um aumento da participação relativa do estoque de ID advindo da Ásia, sobretudo da China.

As grandes empresas multinacionais são, em sua maioria, os tradicionais agentes realizadores dos ID, ainda que as pequenas e médias empresas venham ganhando espaço. A operacionalização daquelas, através de transações com fins financeiros e gerenciais, vem elevando a complexidade e distorcendo o que comumente se entende por ID, como confirma a OCDE:

[...] a fronteira entre os diferentes tipos de investimentos pode ser confusa, pelo que nem sempre é fácil diferenciar o IDE de outros tipos de investimentos ou serviços transfronteiriços (OECD, 2008, p. 23, tradução nossa).

As grandes multinacionais, com frequência, apresentam estrutura de propriedade complexa, podendo ser investidor direto e empresa investida ao mesmo tempo, ainda que só possa haver um controlador final, que se configura no agente que não possui nenhum controlador (OCDE, 2008).

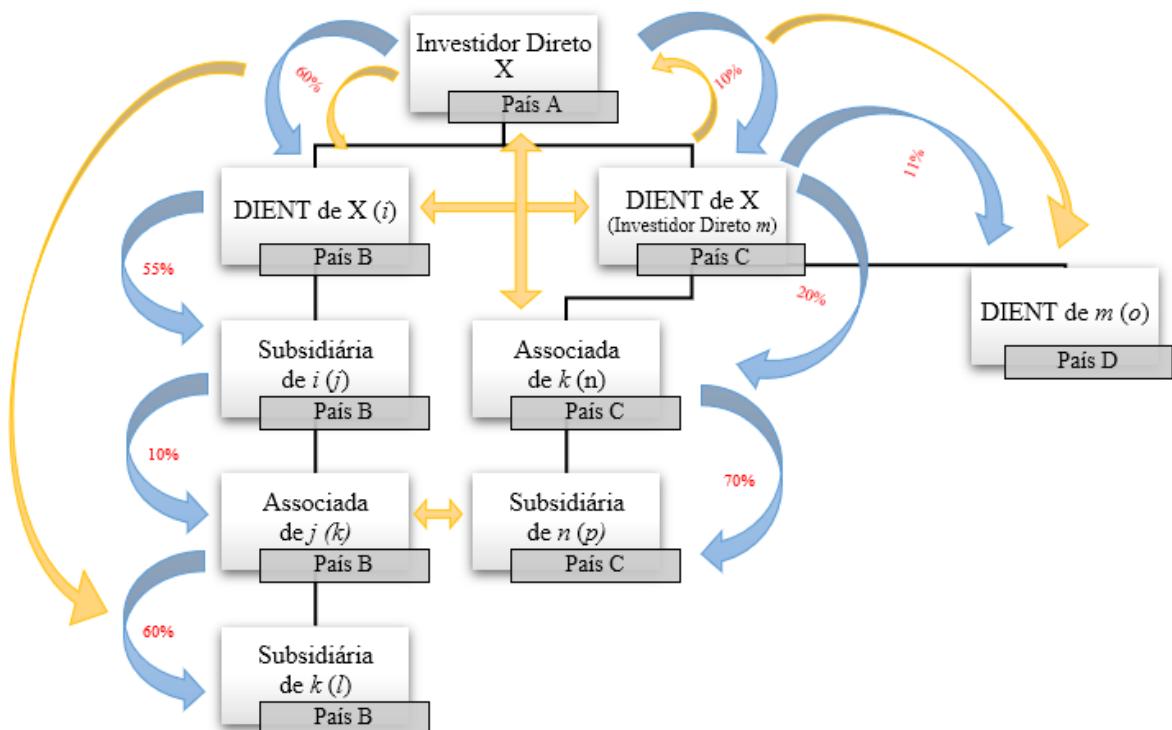
No mesmo sentido, é percebida uma tendência de elevação dos investimentos de agentes individuais em instituições de investimento coletivo (IIC), que adquirem parcela necessária das ações com direito a voto para qualificar suas transações como ID, ainda que também, tenha aumentado o número de instituições sendo investidor direto em seus próprios empreendimentos. Essas transações, por sua vez, evidenciam a heterogeneidade dos ID, uma vez que, por exemplo, as IIC têm motivações bem diferentes das empresas que realizam ID com interesse mais duradouro.

[...] os investimentos em IICs e por IICs são incluídos nas estatísticas de IED, desde que os critérios básicos de IED sejam atendidos. No entanto, a natureza e a motivação dos IICs podem diferir daquelas das MNEs e há necessidade de observar este fenômeno mais de perto nos próximos anos (OECD, 2008, p. 24, tradução nossa).

A Figura 1.1 pode nos ajudar a entender as complexas possibilidades de relações de ID e a exemplificar a regulação tratada acima. As setas azuis indicam as relações de propriedade, em que as empresas que têm mais de 50% das ações com direito a voto da outra possuem subsidiárias, e as que têm entre 10% e 50% possuem associadas. As setas amarelas indicam as transações que podem ser consideradas ID (se estiverem relacionadas à compra de ações ou empréstimos).

Assim, tanto as transações entre o Investidor Direto X e a DIENT *i*, entre o Investidor Direto X e a Associada *n*, entre as DIENT *i* e DIENT *m* e entre a Associada *k* e Subsidiária *p* (investimento entre empresas parceiras, para esses dois últimos casos), sejam elas relacionadas à compra de menos de 10% das ações umas das outras (ID em Ações e Fundos de Investimento) ou empréstimos entre essas (ID em Instrumentos de Dívida), são contabilizadas no BP como de ID, após já haver relação de ID entre aqueles(as).

**Figura 1.1 – Possíveis transações de ID**



Fonte: OCDE (2008) e FMI (2014b). Elaboração própria.

O caso do Investimento Reverso ocorre, na ilustração, quando a DIENT *m*, ou qualquer umas das suas associadas ou subsidiárias, realizam transações, de ações ou empréstimos, com

o Investidor Direto X no país A, por exemplo. No mesmo sentido, a própria DIENT *m* (instalada no país C) pode ser um investidor direto, possuindo mais de 10% das ações da DIENT *o*, presente no país D.

Dessa forma, Damgaard e Elkjaer (2017), ao buscarem os controladores finais (países) responsáveis pelos fluxos de ID no mundo, em *working paper* para o FMI, entendem que:

A dissociação entre o IDE e a atividade econômica real está crescendo à medida que as estruturas corporativas e os mecanismos de financiamento se tornam mais globais. Embora o ID meça os investimentos financeiros, ele é tradicionalmente usado como proxy da atividade econômica real gerada por empresas estrangeiras e das relações de longo prazo entre as economias. No entanto, com estruturas de MNE cada vez mais complexas e flexíveis e o uso generalizado de SPE, o ID pode ser um indicador menos útil para a atividade real, relações de longo prazo entre economias ou mesmo para financiamento externo estável (DAMGAARD e ELKJAER, 2017, p. 09, tradução nossa).

Assim, pode-se observar que as transações que são registradas no BP como ID são muito mais complexas do que normalmente são tratadas e entendidas, sendo que, também, fica clara a possibilidade de as transações de ID estarem ligadas à simples valorização financeira, especulativa e não relacionadas diretamente à economia real/produtiva.

## **Considerações sobre o Capítulo 1**

Se os mercados não podem ser considerados eficientes na alocação de recursos, não há motivos para esperar que a abertura e a integração financeira das economias proporcionem o maior crescimento econômico (no curto e no longo prazo). Muito pelo contrário, a maior abertura e integração (financeira) das economias tendem a elevar a instabilidade que é intrínseca a uma economia monetária da produção. Especialmente se se considera a perspectiva teórica abordada (pós-keynesiana), de que, principalmente: o financiamento do Investimento não dependem da poupança passada e muito menos da poupança futura calculada *ex ante*; o limite da criação de liquidez depende, exclusivamente, da decisão do sistema bancário/financeiro de liberar crédito (capacidade endógena de criação de moeda); o cálculo matemático do lucro atuarial ou da expectativa confiável de ganho, a partir das probabilidades, não pode ser inferido, mesmo que os “fundamentos” existam no presente (incerteza no sentido forte – não-ergodicidade); os gestores de portfólio trabalham tentando antecipar o comportamento do mercado e expectativas “incorrectas” podem ter resultados reais.

Nessa perspectiva, as economias periféricas apresentam-se mais afetadas às mudanças externas (vulnerabilidade externa) devido a questões estruturais, em que, para a presente tese, destaca-se a vulnerabilidade externa financeira ligada à hierarquia das moedas. No mesmo

sentido, os fluxos de capitais são um dos principais vetores de efetivação dessa vulnerabilidade, estando ligados, preponderantemente, aos ciclos de liquidez (determinados pela taxa de juros dos EUA e incerteza/preferência pela liquidez dos agentes).

Assim, pode-se dizer que o aumento dos fluxos de capitais (com viés de curto prazo) para as economias periféricas tende a elevar a vulnerabilidade dessas. Ou seja, não são os fundamentos macroeconômicos que determinam a dinâmica dos fluxos de capitais, principalmente, mas os fluxos de capitais, afetados por fatores alheios às autoridades nacionais, que interferem nos fundamentos macroeconômicos. Não é que as condições internas não sejam relevantes na atração de capitais, mas é que, mesmo se o país apresentar bons fundamentos, como aqueles perseguidos pela visão tradicional da economia, os capitais se afugentará a qualquer percepção de mudança no cenário externo.

De tal modo, os fluxos financeiros, assim como a economia em geral, apresentam comportamento cíclico endógeno, de fato que as economias periféricas são duplamente afetadas, seja pela instabilidade intrínseca a uma economia monetária da produção, seja pelo maior grau de vulnerabilidade externa dessas.

A instabilidade do sistema econômico e a vulnerabilidade externa das economias periféricas, todavia, ainda que intrínsecas, podem sofrer mudanças de ordem qualitativa e quantitativa.

As mudanças no sistema financeiro e monetário mundial ocorridas a partir de 1960/70 – as novas engenharias financeiras criadas (securitização, derivativos etc.); a intensificação dos processos de abertura externa e desregulamentação financeira; os avanços tecnológicos; a institucionalização das poupanças e o surgimento dos investidores institucionais – contribuíram sobremaneira para a elevação da fragilidade e instabilidade do sistema econômico, especialmente das economias periféricas, que experimentaram uma elevação da vulnerabilidade externa, com o impulsionamento da volatilidade dos seus fluxos de capitais.

Assim, todos esses movimentos se entrelaçam e são mutuamente dependentes, de forma a acentuar as atividades financeiras, processo que muitos denominam financeirização.

O intuito de agregar o conceito de financeirização à análise é o de demonstrar que a dinâmica atual dos capitais, principalmente em relação às grandes corporações e aos conglomerados, impõe sobre os fluxos de ID a mesma lógica dos ativos reconhecidamente financeiros (maximização do lucro no curto prazo), como os IC. Nesse sentido, os ID passam a ser fluxos de capitais estruturalmente líquidos, em que, somados à lógica atual do capitalismo e dos seus principais proprietários – grupos financeiros –, os ID concorrem lado a lado com

qualquer outro tipo de aplicação financeira, pesando sobre aqueles uma dinâmica mais curtoprazista e volátil.

Viu-se, também, que, ainda que haja uma vasta literatura sobre os determinantes do ID, a maioria das hipóteses ainda está em aberto, e os estudos específicos para o caso dos BRICS são reduzidos, principalmente, tratando-se da sua associação às variáveis financeiras, e essa é uma das novidades da presente tese.

Já os estudos mais recentes, apresentados no final desse capítulo, vão ao encontro da hipótese da tese e dá suporte para essa, principalmente, por demonstrarem: a pouca ligação dos ID com o PIB; relação desses fluxos com acontecimentos externos às economias, e que suas possíveis *beneficies* têm que ser comparadas com seus prejuízos, que podem ser superiores.

Por fim, constatou-se, pelos manuais que regulamentam as transações de ID, que estes são muito mais complexos do que normalmente são tratados e entendidos, sendo que, também, fica clara a possibilidade de as transações de ID estarem ligadas à simples valorização financeira, especulativa e não relacionadas diretamente à economia real/produtiva.

Em suma, no primeiro capítulo, apresentou-se um amplo arcabouço teórico que dará base para as análises seguintes e para a confirmação da hipótese levantada nessa tese: de que parte dos ID estão relacionados à dinâmica financeira mundial, envolvendo movimentos especulativos e de curto prazo, susceptíveis a acontecimentos externos, de modo que esses fluxos também impactam (negativamente) na vulnerabilidade financeira externa das economias estudadas.

## Capítulo 2

### A INSERÇÃO DOS PAÍSES DO BRICS NA GLOBALIZAÇÃO (FINANCEIRA): SUAS ESPECIFICIDADES E O TRATAMENTO DADO AOS FLUXOS DE CAPITAIS

A partir da década de 1980, principalmente, os países sofreram fortes pressões para a liberalização externa dos seus sistemas financeiros e comerciais, ou seja, inserção na chamada globalização. Todavia, as forças sobre os países periféricos eram distintas das impostas sobre os países centrais. Enquanto esses últimos foram “estimulados” pela dinâmica concorrencial das instituições financeiras e/ou ação dos seus governos<sup>34</sup>, os primeiros foram coagidos por organismos multilaterais a realizarem essas mudanças (FREITAS e PRATES, 2001).

Com base no índice de integração financeira de jure CIIFI (período 1980-2004) – amostra total de 105 países, 22 países desenvolvidos e 83 países em desenvolvimento –, por exemplo, há uma inequívoca tendência de maior integração financeira em âmbito global nesse período. Essa maior integração, contudo, inicia-se a partir de 1980 para os países desenvolvidos, enquanto os países em desenvolvimento inserem-se, principalmente, a partir de 1990, e, comparativamente àqueles, em menor intensidade (DAMASCENO, 2014).

A promessa era de fortalecimento e maior dinamização dos mercados financeiros. Todavia, o resultado foi a elevação da vulnerabilidade dos países periféricos às mudanças no contexto externo e nos países centrais, mesmo quando aqueles apresentavam bons indicadores econômicos (FREITAS e PRATES, 2001).

Argumenta-se que, além de os efeitos benéficos dos investimentos estrangeiros de portfólio e o aumento da presença estrangeira no sistema financeiro, propalados pelos organismos multilaterais, não terem se concretizado, o aumento do passivo externo da economia brasileira, associado ao processo de abertura, teve efeitos deletérios sobre a vulnerabilidade externa do país (FREITAS e PRATES, 2001, p.84).

O movimento mais intenso de inserção externa dos países do BRICS ocorreu em período semelhante. Porém, esses adotaram distintas estratégias nos seus processos de abertura externa e desregulamentação financeira, o que proporcionou resultados distintos em suas economias. Destaca-se o melhor desempenho econômico de China, Índia e Rússia (principalmente os dois primeiros) comparados ao Brasil, em que um dos principais

---

<sup>34</sup> Além disso, os processos de liberalização comercial e redução da participação do Estado na economia não foram tão drásticos nas economias centrais como nos países periféricos (CARCANHOLO, 2002).

determinantes para esse diferencial de *performance* está associado à inserção passiva do Brasil na globalização (FERRARI FILHO e DE PAULA, 2006; PERES E ARAÚJO, 2011).

Enquanto China e Índia conservaram seus mercados de capitais mais fechados e regulamentados – China como um caso extremo, de regulação mais forte sobre os fluxos de capitais e Índia um caso intermediário –, Brasil, Rússia e África do Sul apresentaram-se mais abertos aos mercados comerciais e financeiros internacionais, e com mercado de capitais gerenciados por entes públicos e privados (MUNHOZ; PEREIRA e DE DEUS, 2011).

Acioly (2004), ao estudar a dinâmica e característica dos ID para China, Índia e Brasil nos anos 1990, observa que a forma diferenciada que esses investimentos se inseriram nessas economias foi resultado da interação entre as estratégias globais de concorrência das Corporações Transnacionais e os quadros institucionais montados por aqueles países.

Com isso, a autora observa que o maior sucesso obtido por China e Índia com os investimentos externos, comparado ao Brasil, principalmente, e a menor exposição às crises especulativas que assolaram as economias da América Latina e Ásia em meados da década de 1990, está relacionado à forma com que aquelas primeiras realizaram seus processos de reformas e abertura econômica. Ou seja, os maiores benefícios obtidos por China e Índia com os capitais externos estão relacionados à **regulação** desses recursos, e não à sua livre mobilidade.

[...] resultados deste estudo indicam que a China e a Índia procuraram, através do mecanismo regulatório local, inibir o componente patrimonial e especulativo do investimento direto externo recebido. Esses países montaram previamente seus ambientes micro/macro para receber o investimento estrangeiro através da construção de uma estrutura legal e institucional sintonizada com os objetivos de promoção do crescimento e redução da vulnerabilidade externa de suas economias. A criação dessas estruturas foi fundamental, por outro lado, para a internalização dos "benefícios" derivados da entrada de investimentos diretos (ACIOLY, 2004, pg. 05).

Quando se trata do bom desempenho obtido por países asiáticos no período recente, Chang cita que esses países obtiveram sucesso essencialmente por terem rejeitado as políticas econômicas e de instituições indicadas pelo norte e adotado estratégias nacionais desenvolvimentistas, por meio de uma integração estratégica e autônoma com a economia global, diferentemente dos países da América Latina (PERES e ARAÚJO, 2011, p.73).

Por outro lado, o Brasil, que adotou reformas de cunho liberal mais intensas, ou seja, menor regulação, com políticas mais amplas e apressadas de abertura, recebeu, majoritariamente, ID ligado a fusões e aquisições e em setores *non-tradables*. Assim, mesmo sendo a segunda economia em desenvolvimento que mais recebeu ID na década de 1990, sua

*performance* foi de baixo crescimento do PIB, elevados déficits em transações correntes, crises financeiras etc. (ACIOLY, 2004).

Nesse Capítulo 2 analisa-se os processos de inserção dos países do BRICS na globalização financeira – sobretudo no que se refere ao tratamento dos fluxos de capitais –, país por país, via literatura sobre esses processos históricos, e, em conjunto, via análise de indicadores (indicador de restrições sobre os ID da OCDE; indicadores de liberdade econômica do *Fraser Institute* e indicadores da dinâmica internacional dos mercados de capitais).

## 2.1 – O Processo de Inserção do Brasil na Globalização (Financeira)

Considera-se que o processo mais vigoroso de abertura e liberalização financeira no Brasil iniciou-se no final da década de 1980, uma vez que, até então, o país tinha uma rígida regulação em relação às transações internacionais de capitais (SICSÚ, 2007). Esse movimento ocorre de forma concomitante com o processo de redução da atuação direta do Estado brasileiro na economia e nas obrigações sociais, aceleração das privatizações e período de redemocratização.

No início da década de 1990 o sistema financeiro nacional brasileiro ainda preservava a maior parte das características herdadas dos períodos anteriores: i) grande participação direta do Estado; ii) concentração; iii) fechamento e baixa presença estrangeira; iv) dominância do setor bancário e reduzida importância dos mercados de capitais; v) relativa sofisticação e profundidade (MIRANDOLA, 2010, p.76)

A partir do final da década de 1980, alterações importantes no quadro institucional brasileiro foram promulgadas, no sentido de maior liberalização financeira. Algumas dessas mudanças foram: i) permissão para a criação dos bancos múltiplos e aplicação de fundos de investimentos e empresas estrangeiras em renda fixa no Brasil, com as reformas de 1987/1988; ii) permissão da operação desses agentes na bolsa de valores e compra de ações de empresas privatizadas a partir de 1991; iii) permissão para a atuação de bancos estrangeiros a partir da década de 1990; iv) aquisição dos bancos estatais públicos por instituições privadas nacionais e estrangeiras, a partir dessa década (MIRANDOLA, 2010).

A primeira mudança mais drástica rumo à liberalização financeira foi a ocorrida na chamada CC5 (Carta Circular nº 5). A partir da criação dessa, em 1969, possibilitou-se a transferência de moeda do e para o exterior, em relação ao Brasil, de não-residentes, sem restrição, desde que a quantidade não superasse os recursos registrados na entrada. A partir de 1992, com a “desfiguração” dessa conta, qualquer agente, residente ou não-residente, pessoa

física ou jurídica, passou a poder enviar recursos para o exterior, em qualquer quantidade e sem autorização prévia (SICSÚ, 2007).

Quanto ao mercado de câmbio, até 1988, no Brasil, o regime adotado era o de taxas oficiais – em que a taxa de câmbio era fixada pelo governo –, quando foi criado o mercado de taxas flutuantes (turismo), em resposta ao crescimento do mercado paralelo de divisas. Nesse último, o preço era decidido livremente entre ofertantes e demandantes.

Em 1990, o Conselho Monetário Nacional (CMN) promoveu o chamado mercado de taxa livres, extinguindo o de taxas oficiais (taxas administradas) – mudança que visava expandir as possibilidades de os agentes negociarem moeda estrangeira –, mas continuando com um regime dual (BRASIL, 2012; ANDRADE, SILVA FILHO e LEITE, 2017). No período do governo Collor (1990/1994), a política foi de minidesvalorizações. De 1994 a 1999, foi adotado o regime de câmbio semifixo (sistema de bandas – teto/piso) e âncora cambial, com o objetivo de estabilizar os preços (FERRARI FILHO e PAULA, 2006). Apenas em 1999 houve uma unificação dos mercados cambiais, num regime de taxas flutuantes, em que a taxa de câmbio passou a ser definida pelo mercado interbancário, salvo a necessidade de intervenção para contenção de “desordens”. Posteriormente, com as Resoluções nº 3.265/05 e nº 3.568/08, as regras do mercado cambial se tornaram ainda mais flexíveis (BRASIL, 2012).

Todavia, as autoridades brasileiras estão continuamente atuando no mercado cambial, colocando obstáculos ou estimulando a entrada e/ou saída de moeda estrangeira. De 1999 a 2012, segundo Bastos e Fontes (2013), o governo federal lançou em média 7,8 medidas de política cambial por ano, com ativismo mais forte nos extremos desse intervalo.

Em relação à abertura comercial, esta foi praticamente concluída no governo Collor (1990-1992), em que o aprofundamento da redução das tarifas foi ocorrente no governo consecutivo na década de 1990 (ACIOLY, 2004).

Pode-se dizer que o processo de abertura financeira do Brasil na década de 1990 ocorreu de forma significativa, por reduzir as barreiras para o acesso dos não-residentes ao mercado financeiro doméstico e por ampliar as modalidades de captação/aplicação nos mercados externos pelos residentes, ainda que de forma heterogênea em relação aos agentes, segmento etc.<sup>35</sup>

---

<sup>35</sup> Ainda que haja o uso de instrumentos, como o IOF, para controlar a entrada de capitais nesse período, “(s)egundo Ariyoshi et al. (2000, cap. V) a efetividade dos controles de capitais no Brasil foi limitada no período 1993/97” (FERRARI FILHO e PAULA, 2006, p. 07). Carvalho e Garcia (2006), também sobre o IOF, apontam que é relativamente simples para as instituições financeiras burlarem as regulações e, por exemplo, enviar/receber capitais de cunho especulativo por contas (do BP) que não estão sujeitas ao imposto, como normalmente é o caso dos ID.

Ainda no governo Collor, a liberalização envolveu a redução das barreiras até então existentes à entrada de investidores estrangeiros no mercado de ações doméstico e ampliação do acesso de residentes às fontes externas de financiamento. Esses dois movimentos viabilizaram os investimentos de portfólio estrangeiro em títulos e ações emitidos por instituições residentes, principalmente a partir de meados de 1991 (ACIOLY, 2004, p. 155).

No caso específico dos investimentos diretos, houve uma considerável mudança na sua regulamentação, também, no sentido de uma maior liberalização. Dentre essas, Acioly (2004) destaca que:

Foram introduzidas modificações importantes no quadro regulatório para o capital estrangeiro no Brasil nos anos 90. As principais disseram respeito aos atos normativos do INPI que regulavam a transferência de tecnologia; ao fim das vedações de remessas; ao fim da reserva de mercado de informática; ao fim do imposto suplementar (que regulava as remessas de rendimentos ao exterior); às modificações na legislação do Banco Central; à[s] mudanças na política de privatização; ao fim da diferenciação entre empresa de capital nacional e estrangeiras; ao fim do monopólio estatal nos serviços (Lei 9.472, de 16/07/97); fim de limites à participação do capital estrangeiro em empresas privatizadas (Lei 9.491 , de 09/09/97); e instituição de incentivos estaduais e municipais para atração e localização de empresas transnacionais (ACIOLY, 2004, p. 171)<sup>36</sup>.

Em 2002, no mesmo sentido, o novo Código Civil (Lei no 10.406/2002), criou incentivos para a entrada de ID no país, por exemplo, ao deixar mais claras as regras sobre sociedades estrangeiras que poderiam operar no mercado doméstico e ampliando os setores passíveis de atuação por investidores estrangeiros (ANDRADE, SILVA FILHO e LEITE, 2017).

Todavia, para Freitas e Prates (2001) é somente em 2000 que os processos de liberalização e desregulamentação da CF do BP foram finalizados, e o movimento de capitais com o exterior passou a não mais sofrer restrições quanto ao instrumento, composição da carteira ou natureza jurídica do investidor, tornando-se completamente livre<sup>37</sup>.

Nos termos atuais, investidores institucionais e individuais podem investir no Brasil, sem restrições ou análise prévia – nos mercados financeiros e de capitais, de renda fixa e variável, e podem migrar livremente de um ativo para o outro – e possuir conta de depósitos em moeda nacional. Os investidores residentes, também, têm livre permissão para investirem

---

<sup>36</sup> Cabe sinalizar aqui, também, a importância do MERCOSUL, como vetor positivo, nos IDE recebidos pelo Brasil (ACIOLY, 2004).

<sup>37</sup> Uma das poucas restrições, no caso brasileiro, é o impedimento da realização de depósitos e empréstimos, de residentes e não-residentes, em moeda estrangeira no sistema bancário. (FREITAS e PRATES, 1998 e BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2015). Há, também, restrições para os investidores estrangeiros investirem em: energia nuclear; serviços de saúde; correios e telégrafos, indústria aeroespacial e instituições financeiras (BRASIL, 2012).

no exterior. Há livre compra e venda de moeda estrangeira entre os agentes autorizados a operar no mercado de câmbio e seus clientes. Atendidos os requisitos de registro, não há restrição para o envio de recursos para o exterior (capital, lucros, dividendos etc.)<sup>38</sup>, e os exportadores podem manter suas receitas no estrangeiro (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2015 e BRASIL, 2012).

O resultado desse processo na década de 1990 não foi promissor, desembocando em um baixo dinamismo da economia; balança comercial deteriorada; elevadas taxas de juros; e, principalmente, a entrada de capitais internacionais propiciada pela abertura financeira não resolveu o problema de financiamento de longo prazo, sendo que a maior parte dos capitais entrantes tinham viés de curto prazo ou eram destinados às privatizações (CARNEIRO, 2002; SICSÚ, 2007; ACIOLY, 2004). Além disso, o período é marcado pelo efeito contágio de várias crises externas (crise mexicana, crise asiática e crise russa) e elevada vulnerabilidade externa (FERRARI FILHO e PAULA, 2006).

As crises externas que ocorreram no Brasil desde 1995 deixaram evidente que a liberalização financeira expôs a economia brasileira a riscos elevados, ao proporcionar a abertura dos canais legais pelos quais residentes e não-residentes puderam especular contra o real (FERRARI FILHO e PAULA, 2006, p. 07).

Nos anos 2000, ainda que o país tenha apresentado elevação dos gastos sociais (na sua primeira década) e alguns planos de crescimento, as diretrizes neoliberais foram mantidas na maior parte do tempo, com a busca, sobretudo, de superávits fiscais e controle inflacionário, seguindo o regime de metas de inflação, e mesmo com a assunção de alguns controles de capitais e cambiais em determinados momentos, a mobilidade dos capitais e a baixa restrição sobre os investimentos estrangeiros foi preservada.

Para Ferrari Filho e Paula (2006), os resultados econômicos inferiores do Brasil frente a China, Índia e Rússia, nas últimas décadas, estão ligados ao diferente tratamento dado à gestão macroeconômica, excepcionalmente, ao regime cambial e à conversibilidade da conta de capital. Enquanto China, Índia e Rússia procuraram mitigar suas fragilidades macroeconômicas por meio da administração do câmbio – num patamar pró-crescimento econômico – e gerenciamento da conta capital e financeira – para redução da vulnerabilidade externa –, o Brasil adotou uma postura amplamente liberal. No mesmo sentido, para Peres e Araújo (2011),

---

<sup>38</sup> Os lucros auferidos por não-residente a partir de empresas sediadas no Brasil podem ser reinvestidos (Reinvestimento de Lucros) nas empresas que os geraram ou em outras (BRASIL, 2012). Para o caso do reinvestimento em ações ou cotas, esses são passíveis de registro no Sistema RDE-IED (Registro Declaratório Eletrônico – Investimento Direto), no item Investimentos.

o menor dinamismo econômico do Brasil frente aos demais países do BRIC também está relacionado, principalmente, à maior passividade da sua inserção externa.

## **2.2 – O Processo de Inserção da China na Globalização (Financeira)**

Até o final do século XIX a China apresentava-se num nível de progresso material próximo, ou até superior, aos padrões ocidentais. Todavia, a partir da Revolução Industrial e internacionalização do sistema capitalista, encabeçado pelo avanço das potências ocidentais, esse cenário foi alterado, e a economia chinesa “ficou para trás” (CUNHA e ACIOLY, 2009).

Assim, é só no final da década de 1970 que dá início a forte trajetória de crescimento e internacionalização alcançada pela economia chinesa atualmente, e essa ocorreu, principalmente, a partir dos processos de reformas estruturais e abertura econômica iniciados naquele período (CUNHA e ACIOLY, 2009; KWON, 2009).

A partir dessa década, a China apresentou crescimento médio da sua renda per capita na ordem de, aproximadamente, 8,6% ao ano (PIB per capita, de 1980 a 2016, a preços constantes). Junto a isso, mais de 850 milhões de pessoas ultrapassaram a linha da pobreza (US\$ 1,90 por dia), até o ano de 2019 (OECD, 2020). E hoje sua economia apresenta-se como uma das principais no mundo. Assim, vários estudiosos do tema classificam seu acelerado processo de desenvolvimento como único.

[...] a célere trajetória de desenvolvimento – entendido como um processo contínuo de mudança estrutural promovida pela interconexão entre acumulação de capital, progresso técnico e evolução institucional – da China não tem paralelo histórico (Medeiros, 2013; Bresser-Perreira, 2011; Pinto e Gonçalves, 2014) (CINTRA e PINTO, 2017, p. 383).

Todavia, não se pode associar esses movimentos à simples adoção dos programas de liberalização e desregulamentação econômicos – chamada “cartilha neoliberal/consenso de Washington” –, que ganharam força nesse período e foram a base das orientações políticas adotadas pela maioria das economias da América Latina e Leste Europeu. O que se verificou na China foi um movimento muito mais próximo do ocorrido nas demais economias asiáticas (principalmente, Japão, Coreia do Sul e Taiwan) e europeias, que se consistiu num processo gradual e pragmático de transição para uma economia de mercado, com a implementação do chamado “capitalismo organizado”, ou, como denotado pelas lideranças do Partido Comunista Chinês (PCC): “socialismo de mercado”, “socialismo com características chinesas” etc. (CUNHA e ACIOLY, 2009).

Uma forte evidência dessas afirmações é a manutenção do Estado chinês como condutor do processo de desenvolvimento, a despeito da forte participação do capital privado nacional e estrangeiro nesse movimento. Contudo, ainda que o objetivo explícito da China seja de ocupar uma posição superior/central na ordem internacional, ela, não necessariamente, é de busca, pela hegemonia, tendo se mostrado diferenciado por tentar evitar conflitos e guerras<sup>39</sup>. Destarte, a China tem mantido uma gestão macroeconômica de curto prazo associada a uma política externa ativa, subordinadas a um plano de desenvolvimento de longo prazo e na busca desse objetivo (CUNHA e ACIOLY, 2009).

E, graças à permanência da autoridade política – personificada no Partido Comunista Chinês –, as reformas são graduais, orientadas por uma visão de longo prazo, avaliadas de forma pragmática e implementadas de modo experimental, o que pressupõe um processo de aprendizado – com avanços e recuos – contínuo (CINTRA e PINTO, 2017, p. 384).

As políticas monetária e fiscal, por exemplo, buscaram manter uma atmosfera favorável ao crescimento, sem deixar de lado a preocupação com a inflação. O temor de também apresentar os problemas demonstrados por outras economias planificadas – na transição para um mecanismo de preços formados nos mercados – esteve presente na gestão daquelas políticas, que foram efetivadas em conjunto com períodos de fortes apertos monetários e fiscais, quando a inflação saiu do aceitável (CUNHA e ACIOLY, 2009).

A complexidade da dinâmica de modernização da China vem impondo um lento, gradual e controlado processo de incorporação/adaptação dos mecanismos de mercado, como sugerem, entre outros, Ramo (2004), Flassbeck (2005), Rodrik (2005), Wu Jiglian (2005), Medeiros (2006) e Naughton (2007) (CUNHA e ACIOLY, 2009, p. 365).

A partir de 1997, com a crise financeira asiática, a trajetória econômica da China foi marcada por um novo ponto de inflexão. Até esse ano, o crescimento econômico da China foi caracterizado por períodos de baixa e alta – ainda que tenha se mantido num elevado patamar. Doravante, o seu crescimento apresentou-se mais forte e estável, guiado por uma intensa acumulação de capital, com assimilação de tecnologias e recursos estrangeiros, intensificação das mudanças na estrutura produtiva, abertura comercial, migração e urbanização, juntamente com uma maior preocupação e efetividade, devido à natureza daquela crise, na gestão do câmbio e dos fluxos financeiros (CUNHA e ACIOLY, 2009).

O sistema financeiro, especialmente a regulação e a gestão monetária, apresentaram grandes mudanças nesse processo (CUNHA e ACIOLY, 2009). Quando a República Popular

---

<sup>39</sup> Ainda há divergências entre os pesquisadores sobre esse último ponto (inserção pacífica da China).

da China foi fundada pelo Partido Comunista, em 1949, as instituições financeiras foram nacionalizadas e os serviços financeiros e a política monetária passaram a ser controladas pelo Estado (KWON, 2009).

No período socialista, o comércio exterior da China era totalmente controlado pelo Estado, e não havia liberdade para se realizar operações cambiais fora dele, sendo que as contas Corrente, Capital e Financeira eram fechadas. O que não quer dizer que essa economia não realizava transações com o exterior, mas, que, somente em 1978 a China iniciou sua etapa de crescente internacionalização (CUNHA e ACIOLY, 2009).

O movimento inicial de abertura externa foi promovido pelo governo de Deng Xiaoping, no último quarto do século XX. Esse priorizava as entradas de capitais que se destinavam a investimentos produtivos e tecnológicos, e visava a geração de divisas a partir das exportações (CUNHA e ACIOLY, 2009).

Já na década de 1990, a soma das exportações e das importações da China, em relação ao PIB, estava no nível da média mundial. No início dos anos 2000, período de sua entrada na Organização Mundial do Comércio (OMC)<sup>40</sup>, essa relação já era maior do que a apresentada por EUA, Japão, Índia e Brasil, alcançando 60% do PIB (CUNHA e ACIOLY, 2009).

Todavia, o processo de abertura da economia chinesa ocorreu em etapas. Primeiramente, foram escolhidas quatro regiões estratégicas para adoção de um regime diferenciado, no que tange ao comércio internacional e aos ID, nas chamadas Zonas Econômicas Especiais (ZEE). Esses enclaves gozavam de menores restrições, menos impostos e incentivos/subsídios nas atividades de importação, exportação e investimento estrangeiro. O intuito era, principalmente, atrair o investimento de sino-investidores e/ou sino-descendentes residentes próximos da China (CUNHA e ACIOLY, 2009).

Em 1984 foi realizada uma nova rodada liberalizante. Dado o sucesso das ZEE anteriores, foram criadas mais quatorze dessas, e passaram a chamar-se Zonas de Desenvolvimento Econômico e Tecnológico (ZDET). Junto a isso, o yuan foi desvalorizado para estimular as exportações, retirou-se o monopólio do Estado no comércio exterior e foram implementadas barreiras tarifárias e não-tarifárias (CUNHA e ACIOLY, 2009).

---

<sup>40</sup> O ingresso efetivo da China na OMC ocorreu em 2001 (CUNHA & ACIOLY, 2009).

“Em 1986, o governo chinês solicitou a adesão ao Acordo Geral de Tarifas e Comércio (GATT), mas o país não tinha o *status* de Parte Contratante do GATT. Durante o período, o GATT foi transformado na OMC sob a Rodada Uruguai em dezembro de 1993. Para atender a uma pré-condição de admissão na OMC, a China aceitou a obrigação do Artigo VIII do Fundo Monetário Internacional em dezembro de 1996, o que permitiu que o RMB fosse conversível para transações em conta corrente. Após 15 anos de negociações, a China se tornou membro da OMC e assinou o Acordo Geral de Comércio de Serviços (GATS) em 11 de dezembro de 2001” (KWON, 2009, p. 238, tradução nossa).

Em 1992 e 1993, foram criadas mais 18 ZDET e uma nova modalidade, chamada de Zona de Desenvolvimento de Alta Tecnologia. No início dos anos 2000, essas passaram a expandiram-se para o oeste do país, e em 2003 já havia 100 dessas zonas. (CUNHA e ACIOLY, 2009).

Até o ano de 1979, o sistema financeiro chinês era concentrado no Banco do Povo da China (BPC) – que exercia as funções de banco central e banco comercial –, e o país ainda não tinha mercado de capitais. A partir de então, algumas mutações importantes ocorreram, como as evidenciadas por Cunha e Acioly (2009):

- a) Entre 1979-1985 o modelo monobancário foi extinto, o BPC passou a assumir somente a responsabilidade de banco central, e cinco outros bancos foram criados, que passaram a ser chamados de os Cinco Grandes<sup>41</sup>.
- b) Entre 1986 e 1992 foram criados os mercados acionários, de negociação de dívida e outros ativos, em Xangai e Shenzhen, acompanhados da introdução de novos bancos comerciais.
- c) Em 1994 foram criados o Banco Chinês de Desenvolvimento (BCD), o Exim Bank da China e o Banco de Desenvolvimento da Agricultura
- d) Em 1995, foram anunciados os marcos legais para o funcionamento do sistema de interação entre o banco central e os bancos comerciais

Em 1979 o Banco de Exportação e Importação do Japão instaurou-se na China, e a partir de 1982 vários outros bancos estrangeiros envolvidos em negociações de câmbio nas ZEE também abriram suas filiais no país, e já em 1994 várias cidades centrais do interior tinham filiais estrangeiras. Desde 1996 os bancos estrangeiros foram autorizados a realizarem transações em Renminbi, através de depósitos e empréstimos, títulos do governo, aplicações nas bolsas de Xangai e Shenzhen etc. As restrições geográficas dessas transações foram sendo progressivamente reduzidas e, em 2007, os bancos estrangeiros podiam estabelecer agências, com propriedade total, em qualquer lugar da China e fornecer serviços em moeda estrangeira a residentes chineses, mas ainda havia limites para a quantidade total de depósitos à vista recebidos por estas instituições, e proibição para emissão de cartões de crédito em Renminbi (KWON, 2009).

Comparado aos serviços bancários, a China adotou uma postura mais cautelosa na abertura do mercado de ações. Enquanto as economias centrais apresentam sistemas financeiros setorialmente mais “equilibrados” – proporções próximas entre o tamanho do setor bancário,

---

<sup>41</sup> Os Cinco Grandes – Banco da Agricultura da China (BAC), Banco da China (BC), Banco da Construção da China, Banco Industrial e Comercial da China (BCIC) e, posteriormente, Banco das Comunicações – foram criados para financiar à produção e os investimentos, com claro viés pró-estatais.

mercado de ações e mercado de títulos –, a China apresenta um setor bancário bem maior que as demais partes do sistema financeiro (KWON, 2009).

Contudo, ainda que se possa notar uma postura gradualmente mais liberalizante dos fluxos de capitais com o passar dos anos – movimento que faz parte de um dos compromissos assumidos com a OMC –, ela esteve subordinada a uma estratégia mais geral (CUNHA e ACIOLY, 2009), e foi efetivada de forma cuidadosa, pragmática, mantendo até os dias atuais, controle de capitais.

Depois da crise financeira de 1997-1998, a burocracia estatal optou por abandonar a meta de plena conversibilidade da conta capital e financeira e trabalha em ajustes pontuais, que também buscam equilibrar as tensões provocadas pela necessidade de dar continuidade à internacionalização e modernização do país e os riscos associados à instabilidade dos mercados financeiros (CUNHA e ACIOLY, 2009, p. 355).

As bolsas de valores da China, Bolsa de Xangai e Bolsa de Shenzhen, foram abertas em 1990 e 1991, respectivamente, e estabelecidas sobre forte controle da Comissão de Valores Mobiliários da China, criada em 1992. Inicialmente, as empresas chinesas foram autorizadas a emitirem ações denominadas em Renminbi, que poderiam ser adquiridas somente por agentes domésticos (ações tipo A), nas bolsas de Shenzhen e Xangai. Os investidores externos, por sua vez, que interessassem pelo mercado de capitais chinês, só poderiam comprar outro tipo de ação, a do tipo B, que eram denominadas em dólares dos EUA, na bolsa de Xangai, e/ou em dólares de Hong Kong, na bolsa de Shenzhen. No entanto, conforme não conseguiu atrair muitos investidores, as ações B foram liberadas para serem negociadas pelos investidores domésticos, nas duas bolsas de valores, em 2001, e, após 2002, as ações do tipo A também passaram a poder ser transacionadas por investidores estrangeiros, desde que fosse através da política dos Investidores Institucionais Estrangeiros Qualificados (QFII), e ainda com algumas restrições. Nesse mesmo período, as empresas chinesas também passaram a poder negociar seus papéis nas bolsas de Hong Kong e Nova York. (KWON, 2009; YAO et al., 2018). Em abril de 2006, os bancos, fundos e empresas de investimento chinesas também passaram a poder aplicar recursos de residentes em produtos financeiros no exterior, através do programa Investidor Institucional Doméstico Qualificado (QDII) (KWON, 2009).

Mais recentemente, a abertura do mercado de capitais chinês foi ampliada, principalmente, por duas medidas. A primeira consistiu na introdução do programa Investidor Institucional Estrangeiro Qualificado em Renminbi (RQFII) em 2011, que passou a permitir que esses investidores estabelecessem fundos denominados em Renminbi em Hong Kong – posteriormente outros países/áreas também foram aprovados –, para aplicarem esses recursos

nas bolsas de valores chinesas (limitados por uma cota). A outra medida foi, em 2014, a conexão das bolsas de Xangai-Hong Kong, que possibilitou aos investidores aplicarem em ambas as direções (YAO et al., 2018). Com isso, o número de investidores estrangeiros e quantidade de recursos transacionadas foram elevados sobremaneira.

Em 27 de julho de 2016, a China aprovou 273 QFIIs com 81,3 bilhões de dólares, 169 RQFIIs com 508,3 bilhões de RMB [Renminbi] e 132 QDIIs com 89,9 bilhões de dólares (site oficial, Administração Estatal de Câmbio da China). (YAO et al., 2018, p. 05, tradução nossa).

A estrutura regulatória em relação aos ID pode ser dividida em três grandes fases: 1979 a 1986; 1986 a 1990 e; 1990 a 2001, segundo Acioly (2004). Nessas, os projetos de ID podiam se efetivar por meio de quatro categorias: a) *equity joint ventures*; b) *wholly foreign owned enterprises*; c) *cooperative operations*; d) *joint development*; e e) *other foreign investment*. Essas formas foram introduzidas e modificadas conforme as “[...] necessidades do governo chinês de ir montando o quadro regulatório para receber o IDE dentro das prioridades da política industrial e para garantir graus de controle domésticos sobre a propriedade do capital, em conformidade com aquelas prioridades” (ACIOLY, 2004, p. 186).

Na primeira fase predominou a entrada de ID através da lei de *joint venture (Equity Joint Venture Law)*, de 1979, que restringia a participação do capital estrangeiro em 25%. Posteriormente, a regulação para esse tipo de ID foi mais bem especificada na lei "*Implementing Regulations for the Law of the People's Republic of China on Joint Ventures Using Chinese and Foreign Investment*" de 1983 (ACIOLY, 2004).

A segunda foi marcada pelas “*Wholly foreign firms*” (empresas 100% estrangeiras), que primeiramente, ganharam permissão para se estabelecerem nas zonas especiais no início dos anos 1980. Todavia, após ação judicial, em 1986, essas foram autorizadas a se instalarem nas demais partes do país, com a condicionante de exportar pelo menos 50% da sua produção ou produzir mercadorias tecnologicamente avançadas (ACIOLY, 2004).

A terceira fase marca o afrouxamento da regulamentação sobre os dois tipos principais de entrada de ID citados acima, juntamente com outras políticas industriais e tributárias, que tinham como finalidade direcionar esses recursos para onde era prioritário, de acordo com Plano de Desenvolvimento. Assim:

[a] arquitetura legal e institucional criada pela China para tratar com o investimento direto externo foi sendo montada, de modo lento e gradual ao longo de mais de 20 anos (e ainda está em curso), e esteve relacionada a uma certa visão do desenvolvimento que incorporou o capital estrangeiro como elemento importante no estímulo às forças produtivas. A participação do IDE

na economia chinesa nessa visão foi, além do mais, algo complementar, um meio para trazer divisas e integrar o país a economia internacional pelo lado da produção. Nesse sentido, o papel do Estado no direcionamento e na regulação desses investimentos foi decisivo na explicação do perfil e da contribuição diferenciada do IDE nessa economia (ACIOLY, 2004, p. 207).

De 1979 à metade da década de 1980, a maior parte dos recursos de ID foram direcionados às atividades de prospecção geológica, turismo e atividades imobiliárias, propriamente em serviços. A partir de então, o governo chinês estabeleceu algumas medidas que modificaram estruturalmente os ID em direção a exportações de maior valor agregado e tecnologicamente mais avançadas (ACIOLY, 2004).

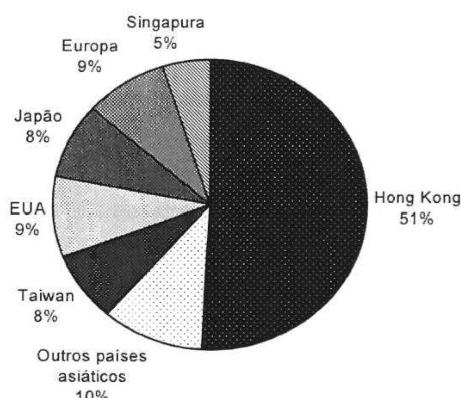
Como resultado da nova orientação, o IDE no setor primário caiu de 40,1% em 1988 para 3,1% em 1993 e o setor manufatureiro registrou uma participação de 51,2% nesse último ano. Após esse período, o perfil do IDE recebido pela China muda substancialmente em favor da indústria (ACIOLY, 2004, p. 179).

Nos anos 1990, novas áreas foram abertas e incentivos foram oferecidos às indústrias intensivas em capital e tecnologias avançadas, o que fez avançar a participação do ID no setor industrial, que em 2000 representava 60,8% do valor total daquele fluxo (ACIOLY, 2004).

A evolução da distribuição do IDE entre os macro-setores da economia chinesa mostra uma clara predominância do setor secundário em relação aos demais setores [...]. Esse padrão de distribuição deu-se em resposta às políticas de atração de IDE adotadas pelo governo sintonizadas com seu projeto de modernização e inserção internacional via comércio e investimento direto [...]” (ACIOLY, 2004, p. 181).

Cabe salientar, também, a concentração dos ID nas regiões costeiras, até o ano 2000, onde encontravam-se as zonas econômicas especiais. Dentre os principais investidores na China, destaca-se, preponderantemente, os países asiáticos, sobretudo Hong Kong, o que caracterizou a estratégia chinesa de atrair investimento chinês fora da China (ACIOLY, 2004).

**Figura 2.1 – Fluxos de IDE por país de origem na China de 1979 a 2000**



Fonte: China Estatistical Yearbook. Elaboração Acioly (2004).

Nesse processo, houve crescimento importante da participação estrangeira na economia chinesa, tanto na FBCF, nas exportações, como na indústria de transformação e alta tecnologia.

Em 1989 as filiais estrangeiras que contabilizavam menos de 9% do total das exportações chinesas, em 2002 já respondiam por metade do total. Na indústria de transformação, a participação das filiais estrangeiras no total das exportações em 2000 foi de 91%, particularmente em alguns setores de alta tecnologia (ACIOLY, 2004, p. 187).

Nesse processo de liberalização, a China não só apresentou relevante aumento da presença do capital estrangeiro na sua economia via ID, mas, também, expansão dos seus conglomerados para outras economias (CUNHA e ACIOLY, 2009).

Enquanto o estoque de ID na China em 1980 era de US\$ 1 bilhão, em 2007 atingiu a cifra de US\$ 327 bilhões, valor equivalente a 10% do seu PIB, e em 2018 chegou US\$ 1,63 trilhões. Todavia, enquanto em 1999 o seu estoque de investimento no exterior era de US\$ 26,85 bilhões, em 2007 alcançou US\$ 117,91 bilhões, e em 2018 US\$ 1,94 trilhões, ou seja, superando o estoque de ID recebido (CUNHA e ACIOLY, 2009; UNCTAD, 2019b). Por isso, também, a economia chinesa se tornou o principal centro dinâmico da região da Ásia-Pacífico, e, em conjunto com os EUA, foram as principais fontes do ciclo de crescimento global ocorrido entre 2003 e 2007 (CUNHA e ACIOLY, 2009).

A partir do início dos processos de reformas e abertura econômica em 1979, a China vem aprimorando sua regulação sobre os investimentos externos<sup>42</sup> e, após sua adesão à OMC,

---

<sup>42</sup> “As leis e regulamentos de investimentos estrangeiros mais relevantes são: a) Lei de Investimentos Estrangeiros da República Popular da China, emitida em 2019 e entrará em vigor em 1 de janeiro de 2020; b) a Lei das Sociedades da República Popular da China (a Lei das Sociedades), revisada em 26 de outubro de 2018 e em vigor desde 26 de outubro de 2018; c) a Lei de Parceria Empresarial da República Popular da China (Lei de Parceria), revisada em 2006 e em vigor desde 1 de junho de 2007; d) a Lei da República Popular da China sobre Empresas de Propriedade Estrangeira (Lei WFOE), revisada em 3 de setembro de 2016 e em vigor desde 1 de outubro de 2016 (será revogada em 1 de janeiro de 2020); e) a Lei da República Popular da China sobre Joint Ventures Sino-Estrangeiras (Lei EJV), revisada em 3 de setembro de 2016 e em vigor desde 1 de outubro de 2016 (será revogada em 1 de janeiro de 2020); f) a Lei da República Popular da China sobre Joint Ventures Cooperativas Sino-Estrangeiras (Lei CJV), revisada em 4 de novembro de 2017 e com vigência desde 5 de novembro de 2017 será revogado em 1 de janeiro de 2020); g) o Regulamento Provisório sobre o Estabelecimento de Sociedades por Ações de Investimento Estrangeiro *Limited*, revisado em 2015 e com vigência desde 28 de outubro de 2015; h) as Medidas Provisórias sobre Administração de Depósito para Estabelecimento e Mudança de Empresas de Investimento Estrangeiro, revisadas em 2018 e vigentes desde 30 de junho de 2018; i) as medidas para a administração sobre o estabelecimento de negócios de parceria de empresas ou indivíduos estrangeiros na China, revisadas em 2009 e em vigor desde 1 de março de 2010; e j) as medidas administrativas para confirmação e registro de projetos de investimento estrangeiro, revisadas e efetivas desde 17 de junho de 2014. As duas principais legislações sobre fusões e aquisições (M&A) são o Regulamento de Fusões e Aquisições de Empresas Domésticas por Investidores Estrangeiros (o Regulamento de M&A) e as Medidas para a Administração de Investimentos Estratégicos em Empresas Listadas por Investidores Estrangeiros (as Medidas Investimento Estratégico)” (HUANG, 2019, p.58, tradução nossa).

o seu grau de abertura para esses investimentos tem se elevado. Os setores de logística, telecomunicações e finanças, por exemplo, que eram totalmente fechados, em 2019 estavam parcialmente abertos. Recentemente, tem havido mudanças significativas na legislação para facilitar a entrada dos ID (HUANG, 2019).

Todavia, há regiões e indústrias que não estão abertas ou que possuem restrições para os investimentos estrangeiros. A “Lista Negativa” de 2019, por exemplo, impõem restrições sobre empresas de valores mobiliários e de administração de fundos de investimento, em que a participação/proporção de ações do capital estrangeiro não pode exceder 51% (HUANG, 2019).

Os investidores externos também podem ser restringidos por requisitos de licenciamento para atuarem em alguns setores, como fabricação e operações de medicamentos e fabricação de sementes (HUANG, 2019).

Quanto à remessa de capitais, a partir de 2017, “a Administração Estatal de Câmbio Estrangeiro anunciou que as FIEs [Empresas de ID] são livres para lidar com a remessa de lucros através de procedimentos normais” (HUANG, 2019, p.61).

Para YAO et al. (2018), é só a partir da adesão à OMC que a China realiza a abertura expressiva do seu mercado de capitais, através de uma série de medidas, como: os programas QFII em 2002, QDII em 2006 e RQFII em 2011; a reforma da taxa de câmbio Renminbi (RMB) em 2005; e a conexão entre as bolsas de Xangai e Hong Kong em 2014 (YAO et al., 2018).

Pode-se observar que as transações dos investidores institucionais estrangeiros em títulos e ações na China são subordinadas a vários programas, e que esses contemplam algumas restrições e controle, como: necessidade de aprovação prévia de instituições chinesas responsáveis para investir na China, ou seja, há uma seleção dos investidores; a concessão é segmentada (não necessariamente um investidor institucional aprovado pode realizar transações de qualquer instrumento financeiro); há critérios para seleção (por exemplo, o tempo de experiência no gerenciamento de ativos); há cotas, que limitam o valor que esses investidores podem negociar; essas cotas podem ser alteradas em resposta às condições econômicas e financeiras; e há restrição de tempo e quantidade para repatriação dos capitais (INVESTOPEDIA, 2020).

Assim, vê-se que, realmente, houve uma ampla abertura do mercado de capitais chinês. Mas, todavia, as transações dos investidores institucionais ainda são submetidas a controles.

Em relação ao câmbio, a China tem mantido uma taxa competitiva, que vem sendo efetivada a partir de fortes intervenções no mercado cambial e com o acúmulo de reservas. A partir de 2005, todavia, com uma mudança no regime cambial, a China passou a adotar um conjunto de moedas (“cesta de referência”) como referência para o yuan na determinação da

sua taxa de câmbio, e aumentando sua flexibilidade, mas num movimento de valorização controlada (CUNHA e ACIOLY, 2009; YAO et al., 2018). Em 2010, a reforma da taxa de câmbio e sua maior flexibilização foi retomada após interrupção com a crise de 2008. Destarte, a “flutuação diária da taxa de câmbio à vista da moeda em relação ao dólar norte-americano (USD) foi inicialmente elevada para 1% em 14 de abril de 2012 e aumentada para 2% em 17 de março de 2014 e para 3% em 24 de julho de 2015 (YAO et al., 2018, p. 05, tradução nossa).

No plano da produção industrial, a presença das estatais vem se reduzindo, mas ainda é importante, em contraste com o aumento da participação do capital privado nacional e estrangeiro.

[...] verifica-se que, em 1978, as empresas estatais eram responsáveis por 77% do valor adicionado, com os 23% restantes sendo gerados em empresas coletivas. Em 2004, a produção industrial se dividia da seguinte forma: 42% em empresas privadas controladas por nacionais ou joint ventures, 38% em empresas estatais ou corporações controladas pelos diversos níveis do Estado, 31% em empresas estrangeiras e 5% em empresas coletivas (CUNHA e ACIOLY, 2009, p. 368).

Alguns pontos diferenciados do processo de desenvolvimento chinês, principalmente em relação às demais economias periféricas, sobretudo da América Latina, foram: o estímulo dado pela China para a internacionalização do investimento das suas empresas residentes, principalmente das suas estatais e em áreas estratégicas; o incentivo ao uso da sua moeda na liquidação de contratos com seus países vizinhos; e, forte expansão da sua capacidade de exportar, que, somada aos movimentos anteriores, afastaram um possível problema de restrição externa e da escassez de produtos (CUNHA e ACIOLY, 2009).

Assim, desde sua entrada na OMC, em 2001, a China vem se integrando à economia global. Ao negociar sua entrada, uma das exigências daquela instituição era a redução das restrições impostas sobre as instituições financeiras estrangeiras ao acesso dos seus mercados financeiros – movimento ocorrente –, que deveriam ser cumpridas até o final de 2006. Com isso, o governo chinês ficaria proibido de proteger suas instituições financeiras domésticas das concorrentes estrangeiras a partir de então (KWON, 2009).

Todavia, as autoridades chinesas mantiveram uma abordagem cautelosa em relação à abertura comercial e financeira exigida pela OMC, não obstante a pressão de vários agentes e instituições, principalmente estrangeiras, para uma rápida e forte abertura, sobretudo dos EUA. Assim, a China não desconsiderou os desafios impostos por uma abertura financeira sobre a autonomia política; a intensa concorrência dos mercados externos; os riscos associados à forte

entradas de capitais (como na crise asiática); o BP e os possíveis desequilíbrios ocorrentes no comércio de bens e serviços (KWON, 2009).

Como a liberalização do mercado financeiro significa a internacionalização de serviços financeiros, bem como o processo abrangente de desregulamentação e liberalização da conta de capital, o governo chinês tentou evitar esses riscos, além de harmonizar o processo de abertura do mercado financeiro com a proteção de sua incipiente indústria de serviços domésticos (KWON, 2009, p. 241, tradução nossa).

No período atual, a China apresenta menores barreiras tarifárias, comparadas às demais economias em desenvolvimento, e está num processo de redução das suas barreiras não-tarifária. Entretanto, o *United States Trade Representative* (USTR) alega que a China permanece usando de políticas industriais, distorcendo preços e beneficiando empresas e setores específicos. Algumas dessas políticas seriam: o desrespeito ao direito de propriedade; limites à presença de empresas estrangeiras em alguns setores (como no setor de provisão de *internet*, por exemplo); restrição para aquisição de empresas chinesas e outras práticas discriminatórias. A própria OMC alerta para o fato de a regulação chinesa estar longe das demais economias desenvolvidas (CUNHA e ACIOLY, 2009).

[O] esforço de adequação dos marcos regulatórios [pela China] às condições de uma economia que opera a partir de mecanismos de mercado, em um ambiente de globalização, está longe de configurar uma estrutura equivalente às das economias de mercado mais madura (CUNHA e ACIOLY, 2009, p. 386).

Destarte, o progresso econômico e social da China vem sendo estabelecido com a forte presença do Estado e atuação pragmática na gestão das políticas fiscal, monetária e externa, submetidas a um objetivo maior, o que é totalmente diferente da adesão pura das ideias (neo)liberais. Todavia, a China ainda apresenta grandes problemas e desafios, como: a concentração funcional e regional da renda; rápida urbanização; deterioração ambiental etc. (CUNHA e ACIOLY, 2009), mas que não parece ser um grande entrave para uma nação que apresentou um processo de desenvolvimento tão robusto e constante.

### **2.3 – O Processo de Inserção da Índia na Globalização (Financeira)**

A estratégia de desenvolvimento adotada pela Índia desde 1980 é considerada bem-sucedida por grande parte dos analistas, uma vez que tem entregado altas taxas de crescimento do produto, crescimento da renda *per capita*, controle inflacionário, baixa

vulnerabilidade externa e distribuição de renda razoavelmente equitativa em comparação aos demais países em desenvolvimento.

Os processos de liberalização e desregulamentação dos mercados também estiveram presentes nas reformas adotadas pela Índia, principalmente, a partir da década de 1990. Todavia, o caso indiano é diferente dos demais, por constituir-se de um processo de abertura gradual e pragmático (VELASCO, 2005).

Para Prates e Cintra (2009) a chave do sucesso indiano tem sido, também, o pragmatismo e o gradualismo no estabelecimento das reformas liberalizantes e de desregulamentação da economia, que foram harmonizadas com um regime macroeconômico favorável aos investimentos e um plano de desenvolvimento particular, executado com a presença do Estado no planejamento e, em vários casos, atuação direta. Assim, o aumento das taxas de crescimento foi possível e sucedido por uma “boa inserção” no movimento de globalização, haja vista a expansão das exportações indianas, a ausência de crises financeiras e o acúmulo de reservas cambiais. Cabe ressaltar que esse processo ocorreu num regime democrático parlamentarista, diferentemente do sucedido em vários países periféricos.

O Estado [indiano], além de manter uma atuação direta no setor produtivo (mediante as empresas estatais) e no sistema financeiro (por meio dos bancos públicos e dos instrumentos de direcionamento de crédito), continuou exercendo o papel fundamental de regulador, adaptando os instrumentos das políticas industrial, tecnológica e de comércio exterior ao novo ambiente econômico de maior desregulamentação interna, internacionalização produtiva e abertura externa (PRATES e CINTRA, 2009, p. 442).

Todavia, a Índia segue sendo um país pobre, preponderantemente rural e com elevada desigualdade, que aliás, apresentou aumento após o início das reformas, na década de 1990.

A partir da sua independência em 1947, a Índia, embarcando num processo de industrialização caracteristicamente tardio e baseado na substituição de importações, adotou uma estratégia de desenvolvimento voltada para dentro, com baixa participação do capital externo – característica mantida mesmo após 1990 – e baseada no planejamento e atuação direta do Estado. Esse modelo proporcionou grandes transformações, mas, também, fragilidades e resultados econômicos abaixo do esperado, o que colocou a Índia, nos anos 1980, com um dos piores indicadores sociais do mundo (PRATES e CINTRA, 2009).

Também por não ter participado do movimento característico de endividamento externo dos países subdesenvolvidos ocorrido nas décadas de 1970 e 1980, a Índia conseguiu, como poucas economias, acelerar sua taxa de crescimento na segunda parte da década de 1980, a partir, principalmente, das reformas econômicas e da expansão dos gastos públicos no

governo de Rajiv Gandhi<sup>43</sup>. Entretanto, a combinação de liberalização do comércio, política fiscal expansionista, financiamento do BP através do endividamento externo, câmbio fixo e inflação levou à crise cambial desse país em 1991. A partir dessa, mais como uma oportunidade do que determinismo, os processos mais profundos de liberalização e desregulamentação da economia foram implementados (NASSIF, 2006; PRATES e CINTRA, 2009).

Ainda que sob essa nova estratégia de desenvolvimento, de relativa abertura dos mercados comerciais e financeiros ao exterior, desregulamentação do sistema financeiro e novo regime macroeconômico, vários pilares do padrão anterior não foram abandonados, sobretudo, a presença do Estado. Assim, em relação aos demais países, a Índia apresenta elevadas barreiras tarifárias, controle e atuação direta do setor público no sistema financeiro e controle de capitais sobre os fluxos financeiros internacionais. Nesse último aspecto – a abertura financeira –, a Índia apresentou-se mais radical, o que resultou num aumento da sua vulnerabilidade externa (PRATES e CINTRA, 2009).

A abertura comercial, por exemplo, iniciou-se com a quebra do monopólio estatal na importação de 55 produtos (exceto petróleo e produtos agrícolas), com redução das tarifas, das restrições quantitativas e barreiras não-tarifárias (VELASCO, 2005).

(Entre) 1990-1991 e 1997-1998, a tarifa máxima caiu de 355% a 45%; a tarifa média ponderada, de 87% a 25,4%, no mesmo período; e em 2001 restavam apenas quatro grandes categorias tarifárias: 35%, 25%, 15%, e 5% (VELASCO, 2005, p. 33).

O processo de redução das tarifas sobre o comércio internacional, contudo, estabilizou-se em 1997, e, a partir de então, apresentou pequena reversão. Para as importações de bens de consumo (principalmente agrícolas) algumas barreiras não tarifárias continuam vigentes, e as reduções de algumas dessas, impostas pela OMC, ocorreram apesar de muita resistência. Assim, apesar do movimento liberalizante, a Índia continuou com elevada proteção comercial, comparativamente às demais economias (VELASCO, 2005).

Outras evidências da adoção diferenciada da Índia ao receituário liberal são as declarações de alguns dos seus líderes (liberais), como a do ex-primeiro-ministro Manmohan

---

<sup>43</sup> “As reformas introduzidas entre 1985 e 1990 tinham como alvos principais a eliminação gradual dos licenciamentos industriais e o relaxamento das licenças de importação. No entanto, além desses, as mudanças em curso também contemplaram pelo menos três alvos adicionais: as exportações, mediante a concessão de diversos incentivos; a redução dos direitos de monopólio do governo na importação de itens considerados estratégicos; e uma minirreforma tributária, que consistiu na dedução ou isenção da cobrança de impostos sobre valor adicionado dos insumos produzidos no mercado interno ou importados, implicando, em última instância, expressiva redução dos custos de produção industriais” (NASSIF, 2006, p. 34)

Singh, contrária à independência do Banco Central, e a do ex-presidente do Banco Central C. Rangajaran, a favor da utilização de controles de capitais (VELASCO, 2005).

Quanto à liberalização financeira, o pragmatismo também foi presente. Para a atração de ID, foram retiradas as exigências de associação às empresas nacionais, compartilhamento de tecnologia e desempenho exportador. O limite de participação acionário foi elevado, em muitos casos para 100%, com a quebra do monopólio público no setor de infraestrutura (até 1990 a participação máxima era de até 40% e com a exigência de transferência tecnológica). O setor de serviços foi reaberto para investidores estrangeiros, assim como foi retirada as restrições sobre a repatriação de lucros e dividendos (VELASCO, 2005; NASSIF 2006).

Contudo, ainda há vários setores restringidos de receber investimentos externos – como os de energia atômica e operações ferroviárias, por exemplo – e/ou com limites sobre a participação acionária estrangeira e necessidade de aprovação prévia do governo etc. (DEPARTMENT OF INDUSTRIAL POLICY e PROMOTION, 2017). Os ID em mercados reservados para pequenas e médias empresas, por exemplo, que forem superiores a 24% do capital, ou que entrem nos casos que exijam licenciamento (Nova Política Industrial de 1991), necessitam da aprovação do Ministério da Indústria e Comércio (NASSIF 2006).

Os casos mais notáveis de regulamentação dos ID – por serem setores muito importantes para o bom funcionamento do modelo de desenvolvimento indiano – são sobre os serviços de telecomunicação e setor bancário (privado e público). Para o primeiro caso, compras de ações acima de 49% devem passar pela “Rota do Governo”, a qual passa por aprovação do governo e considerações do respectivo ministério/departamento envolvido. Para o segundo caso, envolvendo o setor privado, também se deve passar pela “Rota do Governo”, caso a compra seja de mais de 49% das ações, e se for relacionada ao setor público, a cota máxima é de 20% e necessariamente deve passar por análise governamental (DEPARTMENT OF INDUSTRIAL POLICY e PROMOTION, 2017).

Quanto aos investidores institucionais estrangeiros, esses passaram a poder aplicar em ações de empresas indianas, limitado, individualmente, a 10% das ações e 30% do capital no agregado de investidores institucionais, e, sujeito à aprovação da Comissão de Câmbio e Valores Mobiliários da Índia. As operações de curto prazo, especialmente, permaneceram sobre elevado controle (VELASCO, 2005; NASSIF 2006). Todavia, segundo Chandrasekhar (2008), mesmo sobre restrições, a própria presença de investidores institucionais, e seu típico comportamento de negociação, acarreta num mercado de ações mais volátil.

[...] final de junho de 2008 indicava que a participação dos FIIs nas empresas da Sensex variava entre menos de 5 por cento no caso da National Thermal

Power Corporation e quase 60 por cento no caso da Housing Development Finance Corporatio (CHANDRASEKHAR, 2008, p.15, tradução nossa).

No final de agosto de 2005, o valor das ações e títulos de dívida subjacentes às notas participativas emitidas por FIIs totalizava INR 783,9 bilhões ou 47% do investimento líquido acumulado dos FIIs. Por meio dessas rotas, entidades que não deveriam desempenhar um papel no mercado indiano podem ter uma influência significativa nos movimentos do mercado (CHANDRASEKHAR, 2008, p. 21, tradução nossa).

Chandrasekhar (2008) chama a atenção para o fato de que mesmo que os fluxos de capitais tenham aumentado desde as reformas no início da década de 1990 (até, aproximadamente 2003), esse aumento apresentou-se de forma moderada, e que após esse período houve uma entrada mais vigorosa de capitais na Índia. No primeiro interim, as entradas eram suficientes apenas para cobrir déficits em transações correntes, e, a partir de então, essas têm sido mais que suficientes para essa cobertura, propiciando o acúmulo excessivo de reservas. Um ponto negativo desse acúmulo de reservas é que ele é feito através de passivos – via, principalmente, IC, empréstimos comerciais e crédito de curto prazo –, juntamente com déficits na Balança Comercial e em Conta Corrente, ao contrário da China, por exemplo, que acumula reservas através de superávits comerciais.

Os fluxos de capitais para a Índia têm sido incentivados, sobretudo, pelo elevado retorno propiciado pela sua dívida externa. Outro fator que colaborou com a elevação dos investimentos estrangeiros no mercado de ações, além da possibilidade de aplicação desses investidores institucionais, a partir de 2003, foi a retirada do imposto de 10% sobre os ganhos de capital nesse mercado (CHANDRASEKHAR, 2008).

O regime macroeconômico, modificado/adaptado, também, graças àquelas mudanças, apresentou alterações mais expressivas nas políticas cambial e monetária. A taxa de câmbio que era fixa, e posteriormente administrada, passou, a partir de 1993, a ser flutuante (suja – sujeita a intervenções). Para vários autores essa foi mantida num “patamar competitivo”, buscando a estabilidade de preços e financeira, redução da vulnerabilidade externa e, ainda, competitividade para o setor exportador. A autoridade monetária, ainda que não tenha compromisso direto com a estabilidade dos preços, por essa tem se guiado, mesmo não estando sob o regime de metas de inflação. A política monetária apresentou mudanças, também, na sua institucionalidade, que passou a ser mais indireta/*Market-based*. A política fiscal manteve maior independência, mesmo com as demais reformas, amparada, sobretudo, na regulação do sistema financeiro, que garante seu financiamento (PRATES e CINTRA, 2009).

Para Nassif (2006), a economia indiana não pode ser considerada como altamente internacionalizada e o controle da sua conta de capital, que faz parte de uma estratégia de desenvolvimento, reduziu substancialmente sua vulnerabilidade externa.

Velasco (2005, p.41) entende que há uma “divisória entre os países que optaram pela reforma por desespero e aqueles que o fizeram pela percepção das vantagens a alcançar, e a Índia situa-se claramente no segundo grupo”.

Todavia, a abertura financeira, a mais arrojada das reformas, demonstrou suas mazelas a partir do efeito contágio sofrido pelo país com a crise do *subprime* em 2008, resultando em elevada saída de capitais internacionais alocados em ações. Esse acontecimento reverberou negativamente na sustentabilidade do crescimento econômico e no movimento de inclusão social que vinha sendo construído (PRATES e CINTRA, 2009). Aliás, o movimento de abertura comercial e financeira já havia resultado em crise do BP em 1991. Para Chandrasekhar (2008), o Comitê responsável pelo acompanhamento da abertura da conta capital e financeira (FCAC) tem se esforçado mais em amenizar os problemas gerados por esse processo do que pensar numa abertura mais segura. Talvez esteja aí, também, o pragmatismo indiano.

Desde 2010 o sistema financeiro indiano apresenta-se em crise, aprofundada em 2019, a partir dos problemas de inadimplência envolvendo a expansão do *shadow banking* e seus empréstimos de elevado risco (NEXO JORNAL, 2020). A economia indiana, também, vem apresentado sinais de desaceleração do seu crescimento desde 2016, aproximadamente (UNCTAD, 2019).

## **2.4 – O Processo de Inserção da Rússia na Globalização (Financeira)**

Entre 1950 e os anos 2000, a Rússia apresentou forte mudança estrutural e diversos padrões de investimento. Sob o comando soviético, pode-se dividir o período em pelos menos dois. O primeiro, de 1950 a 1974, foi de rápido crescimento econômico e grande mudança estrutural, com extensiva acumulação de capital, de forma quase autárquica. Já de 1975 a 1991, o período foi de redução abrupta das taxas de crescimento e tendência à estagnação, advindas do esgotamento da mão de obra e dos recursos naturais a baixos custos. Todavia, dentro dessa última fase também pode-se ter uma subdivisão, em que de 1975 a 1984 tem-se uma fase de estagnação econômica, enquanto a fase de 1985 a 1991 foi caracterizada por crises e, posteriormente, pelo colapso do sistema com as reformas da *Perestroika* (MAZAT e SERRANO, 2013).

Na fase posterior, também pode-se subdividi-la em duas. Primeiro, com a “fase de rápida e radical liberalização dos mercados e privatização dos ativos via “tratamento de choque” e a consequentemente longa e profunda recessão que vai de 1992 a 1998” e, posteriormente, com a “fase de recuperação da economia e tentativa de reconstrução do Estado russo a partir de 1999” (MAZAT e SERRANO, 2013, p. 756).

Mazat e Serrano (2013) resumem bem, no quadro abaixo, os padrões e estratégias de desenvolvimento adotados pela Rússia no período citado.

**Quadro 2.1 – Padrões e estratégias de desenvolvimento na Rússia: período 1950-2008**

Unidade territorial	Padrões de investimento e mudança estrutural	Estratégias de desenvolvimento	Principal restrição ao crescimento	Taxa de investimento (média do período)	Taxa de crescimento do PIB per capita	Taxas de crescimento (médias anuais)
União Soviética	Acumulação extensiva (1950-1974)	Industrialização acelerada quase autárquica concentrada nos setores prioritários de insumos, máquinas e armamentos. Deslocamento da força de trabalho da agricultura para a indústria.	Capital (investimento)	23,7%	3,5%	5,0%
	Período de estagnação (1975-1991)	Tentativas fracassadas de reordenação das prioridades para possibilitar o aumento da oferta de bens de consumo. Mudanças na inserção externa: exportação de energia, importação de alimentos e tecnologia (1975-1984).	Força de trabalho e produtividade do trabalho (especialmente na agricultura)	31,3%	0,2%	1,1%
Rússia	Transição para o capitalismo via “tratamento de choque” (1992-1998)	Liberalização dos preços, privatização dos ativos, abertura comercial e financeira, redução drástica dos gastos, do tamanho e da capacidade operacional do Estado.	Demandada efetiva	24,2%	-6,9%	-6,6 %
	Recuperação nacionalista (1999-2008)	Retomada do crescimento. Política de acumulação de reservas e câmbio administrado. Recuperação da receita fiscal e do gasto público. Nacionalização de empresas estratégicas. Exportações de commodities, gás e petróleo (também armas).	Demandada efetiva	19,9%	7,2%	6,9 %

Fonte: Mazat e Serrano (2013).

Assim, a Rússia, parte da extinta União das Repúblicas Socialistas Soviéticas (URSS), passou por um profundo processo de transformação nos anos 1990, com a sua inserção no sistema capitalista (POMERANZ, 2009).

Esse processo, entretanto, inicia-se por volta da metade da década de 1980, quando Gorbachev, secretário geral do Partido Comunista da União Soviética (PCUS), entendeu ser necessário realizar mudanças no sistema soviético, dada a baixa dinâmica econômica

apresentada por esse desde final da década de 1960. Inicialmente, essas reformas miravam uma transformação ainda dentro do sistema socialista (POMERANZ, 2009).

Nesse período, Gorbachev promoveu as chamadas *Glasnost* (“abertura”) e a *Perestroika* (“reconstrução”), em que a primeira tinha como objetivo permitir a “liberdade de expressão”, e a segunda a reconstrução da economia, revertendo a tendência de queda do crescimento e melhorando as condições materiais da população (MAZAT e SERRANO, 2013).

As reformas econômicas adotadas foram parte importante dessa transformação. Por meio dessas reformas inicia-se a desconstrução do planejamento central, em que o conjunto de leis implementado passou a dar maior autonomia às empresas, autorizando, também, a relação direta dessas com o mercado externo, e possibilitando a associação com o capital estrangeiro através de *joint ventures* (POMERANZ, 2009). Dentre as mudanças mais drásticas com a *Perestroika* tem-se a criação de um setor privado e a adoção parcial de mecanismos de mercado (MAZAT e SERRANO, 2013).

Ainda que as mudanças implementadas com a *Glasnost* e a *Perestroika* não parecessem ser de grande impacto, essas, em conjunto, causaram forte desorganização no sistema soviético, agravando os problemas já presentes nessa economia e levando-a à quase estagnação (MAZAT e SERRANO, 2013).

Não finalizada a *Perestroika*, inicia-se em 1992 uma outra fase do processo de transformação da Rússia, com a nomeação de Boris Yeltsin à presidência, e a opção do capitalismo como forma de organização produtiva e social (POMERANZ, 2009).

Como forma de evitar o retorno ao sistema comunista, instituições como o FMI e o Banco Mundial defenderam a chamada “terapia de choque” para a Rússia, a fim de estabelecer uma plena economia capitalista no país. Essas medidas podem ser resumidas em três frentes principais: liberalização; estabilização e privatizações (SULIMIERSKA, 2008; MAZAT e SERRANO, 2012). Enfim, implementando as instituições e instrumentos para a operacionalização de uma economia de mercado (POMERANZ, 2009). Essas transformações, todavia, provocaram efeitos deletérios na economia russa.

[...] nota-se que a Rússia, após a desintegração da União das Repúblicas Socialistas Soviéticas (URSS), passou por uma década caótica de transformação sistêmica para o capitalismo nos anos 1990 sob a presidência de Boris Yeltsin. [...] a queda do produto interno bruto (PIB) do país nesse período foi maior que a do PIB dos Estados Unidos durante a Grande Depressão da década de 1930 (Segrillo, 2011, p. 137).

Com as privatizações, o antes predomínio da propriedade estatal foi substituído pela propriedade privada, incluindo a presença do capital estrangeiro. A concentração produtiva no

período soviético serviu de base para a formação de grandes grupos econômicos nesse processo (POMERANZ, 2009).

O processo de liberalização financeira também se inicia no começo dos anos 1990, juntamente com a reforma do sistema bancário e do mercado de títulos. As restrições sobre os IC de não-residentes foram gradualmente reduzidas nesse período, sendo extintas em 1998 (MUNHOZ, PEREIRA e DE DEUS, 2011).

Em 1996 a Rússia aceitou o chamado Artigo VIII do FMI, o qual exige a consulta prévia do fundo para adoção de medidas que imponham restrições sobre pagamentos ou transferências internacionais (SULIMIERSKA, 2008), ou seja, um compromisso com a maior liberalização das transações internacionais.

Essas medidas proporcionaram forte entrada de capitais externos de curto prazo no país. Com isso, em 1997, 30% dos GKO (títulos do tesouro russo) estavam em posse de não-residentes. No mesmo sentido, o movimento de liberalização proporcionou aos bancos russos expansão dos seus empréstimos ao exterior (SULIMIERSKA, 2008).

Como parte do pacote de reformas implementados a partir de 1992, foi adotado na Rússia o regime de câmbio flexível, que foi acompanhado de forte desvalorização da moeda desse país, alimentada pelas fugas de capitais ocorrentes após a abertura financeira introduzida naquele mesmo ano. Assim, “[a] supressão dos controles de capital externo não trouxe a esperada entrada de investimentos estrangeiros diretos e sim fuga de capitais” (MAZAT e SERRANO, 2013, p. 830).

Pode-se dizer que a Rússia, na década de 1990, seguiu o receituário indicado para o conjunto dos países periféricos, que num contexto de desregulação financeira internacional, recebeu grandes quantidade de capital de curto prazo, atraídos pelo elevado diferencial de juros (MAZAT e SERRANO, 2013).

Assim, frente a forte pressão sofrida pelo mercado cambial no final dessa década, uma série de medidas emergenciais foram introduzidas, incluindo controle de capitais e moratória parcial (MUNHOZ, PEREIRA e DE DEUS, 2011).

É interessante observar que, diferentemente da maioria das economias periféricas naquele momento, a Rússia não apresentava problemas na balança comercial, de forma que foi “exclusivamente a tendência de crescentes saídas de capital legais e ilegais que levou ao aprofundamento da vulnerabilidade externa e posteriormente à crise” (MAZAT e SERRANO, 2013, p. 838).

Após a crise externa em 1998, uma das principais mudanças da economia russa foi sobre a conta capital e financeira, a fim de reduzir sua vulnerabilidade. Dentre as medidas

adotadas, destaca-se a mudança no regime cambial – que passou a ser flutuante, mas administrado pelo BC (*managed floating*) –, política de acúmulo de reservas internacionais, pagamento antecipado da dívida externa (do setor público) e a criação de fundos soberanos (MAZAT e SERRANO, 2013).

Assim, a partir do início dos anos 2000 é constatado que a transformação sistêmica russa havia sido completada, com a destruição dos fundamentos do sistema socialista anterior e a implementação de novas instituições, sobretudo as de um sistema de mercado (POMERANZ, 2009).

A legislação russa sobre investimentos estrangeiros foi inicialmente desenvolvida em 1991, com a promulgação da sua primeira lei. Em 1999 essa foi substituída pela atual Lei Federal sobre investimentos estrangeiros na Rússia<sup>44</sup> (Lei de Investimentos Estrangeiros). Por ela, o regime legal para os investidores estrangeiros é, em sua maioria, igual ao imposto sobre os investidores locais, protegendo aqueles da nacionalização ou expropriação, e garantido os seguintes direitos: realização de investimentos em todas as formas permitidas por lei; aquisição de títulos privados e governamentais; participação em privatizações e; aquisição de imóveis (terrenos, recursos do subsolo, edifícios e outros) (RUDOMINO et al., 2019).

Essa lei, todavia, não é válida para investimentos de não-residentes em bancos, atividades de seguros e organizações não-comerciais, que estão sujeitas a leis específicas. No setor bancário, a aquisição de mais de 10% das ações de uma empresa de crédito está sujeita à aprovação, assim como para o aumento de capital ou transferência de ações de uma empresa de seguros via recursos estrangeiros. Autorização também é necessária para a aquisição de mais de 10% das ações de empresas no setor de monopólios naturais (RUDOMINO et al., 2019).

Para Ketenci (2015), desde o início da transição, a liberalização da conta de capital russa tem sido realizada de forma cautelosa e gradual, tanto para os fluxos em ID quanto para os em portfólio, e ainda que essa economia permanecera atrás dos países mais avançados quanto ao grau de mobilidade dos capitais, ela está à frente de vários países periféricos, como alguns que constituem o grupo dos BRICS. Todavia, durante a crise em 1998 algumas restrições foram impostas, com liberalização posterior a 2000.

Da mesma forma, para Peres e Araújo (2011), até o ano de publicação de suas pesquisas, a conta capital da Rússia era considerada parcialmente conversível, com controles sobre entrada e saída.

---

<sup>44</sup> “The Federal Law ‘On foreign investments in the Russian Federation’ No. 160-FZ, dated 9 July 1999” (RUDOMINO et al., 2019, p. 163).

Já para Mazat e Serrano (2015), a política de abertura da conta de capital russa foi realizada de forma total e descontrolada, o que acarretou a transferência, direta ou indireta, de setores estratégicos para empresas estrangeiras, principalmente da Europa. Essa abertura propiciou saídas representativas de capitais, que desaguou na crise da dívida externa em 1998, mesmo o país não tendo apresentado déficits comerciais no período de 1991 a 1998.

Segundo Ketenci (2015), do ano 2000 a 2013, pós crise russa, houve uma liberalização gradual da mobilidade de capital, com aumento contínuo dessa, em que os resultados do seu estudo indicam a presença de alta mobilidade de capital nesse período. Nesses anos houve uma expansão das entradas de capitais, aumentando ainda mais em 2004, como a nova lei do mercado cambial, direcionada à liberalização progressiva do movimento de capitais. Essa lei ainda estabelecia algumas restrições sobre os capitais, que foram extintas em 2006 (KETENCI, 2015).

De 2004 a 2008 a Rússia obteve resultado líquido positivo para a conta capital e financeira. Uma das especificidades desses capitais era que aproximadamente 25% do IDE interno era realizado por cidadãos russos, via contas no Chipre (KETENCI, 2015).

Entre 2004 e julho de 2006, requerimentos de reservas foram adotados como controle sobre os fluxos de capitais. Para a compra de títulos do governo por não-residentes era necessário o depósito de 20%, e de 3% para entrada de investimentos em portfólio e empréstimos. Em 2011 requerimento de reservas não remuneradas foram reintroduzidos (MUNHOZ, PREIRA e DE DEUS, 2011).

Com a crise financeira mundial de 2008, a economia da Rússia foi uma das periféricas que mais sofreu, em que do mesmo modo que no final da década de 1990, as transações correntes apresentavam superávits recordes, sendo novamente a CF a responsável pelo desequilíbrio externo nesse período (MAZAT e SERRANO, 2013).

Em 2008 foi promulgada a Lei Federal “Procedimentos para investimentos estrangeiros em empresas com importância estratégica para segurança e defesa nacional” (Lei de Investimentos Estratégicos<sup>45</sup>) e uma comissão governamental especial, a Comissão Governamental de Monitoramento de Investimentos Estrangeiros (Comissão Governamental) (RUDOMINO et al., 2019, p. 163). Sobre essas, são necessários certos procedimentos e autorização para investimentos em algumas áreas consideradas estratégicas, como:

[...] atividades em materiais, dispositivos e resíduos nucleares e radioativos; aviação e espaço; setor de recursos naturais; exploração e produção de

---

<sup>45</sup> “The Federal Law ‘On procedures for foreign investments in companies having strategic importance for the national security and defence’ No. 57-FZ, dated 29 April 2008” (RUDOMINO et al., 2019, p. 163).

minerais em parcelas do subsolo de valor federal e uso de parcelas do subsolo de valor federal (setor de petróleo e gás); equipamento de codificação e criptografia; meios de comunicação de massa e telecomunicações; uso de agentes de doenças infecciosas (exceto por empresas envolvidas na produção de alimentos) [...] (RUDOMINO et al., 2019, p. 167).

Os setores estratégicos compreendem, em sua maioria, os relacionados à tecnologia nuclear, defesa, inteligência, espaço, recursos naturais e mídia; e o Serviço Federal Antimonopólio é o órgão responsável por controlar as transações envolvendo esses setores e o capital externo (POMERANZ, 2009).

Assim, passou a ser necessária a aprovação para a aquisição de mais 50% do capital de empresas nesses setores. No setor de extração de petróleo e gás, esse requisito passou a ser mais rígido, com a necessidade de aprovação prévia caso a aquisição seja superior a 10%. Já se a empresa investidora for estatal, é necessário aprovação para investimentos acima de 25% do capital nos setores estratégicos em geral e, mais de 5% se for no setor de extração mineral (POMERANZ, 2009).

Ainda assim, autoridades do governo podem indicar à comissão julgadora, a seu critério, avaliar algum investimento estrangeiro, pois ainda que não estejam diretamente ligadas a setores estratégicos, podem ter relação indireta com as quarenta e sete atividades consideradas estratégicas (RUDOMINO et al., 2019).

De acordo com Rudomino et al. (2019), desde a sua introdução no sistema capitalista, atrair investimentos estrangeiros tem sido uma das prioridades dos governos russos. Várias medidas legislativas e administrativas foram adotadas a fim de melhorar o clima de investimentos e fornecer garantias e proteção às empresas estrangeiras.

No final dos anos 1990, a ascensão de Putin ao governo marcou o retorno da autoridade do poder central. Todavia, a gestão econômica manteve uma orientação liberal, em direção ao fortalecimento dos mecanismos de mercado e atração de capital externo (POMERANZ, 2009).

No segundo governo Putin, grandes corporações estatais foram criadas, em setores considerados estratégicos para a adoção do seu plano de desenvolvimento, que tinha como objetivo inserir-se competitivamente no mercado internacional. Assim, a estratégia de desenvolvimento adotada pela Rússia desde meados da década de 2000 busca uma estrutura qualitativamente nova, com a construção de uma sociedade moderna pós-industrial, a partir de uma transformação estrutural e diversificação da sua economia, baseada no conhecimento e inovação (POMERANZ, 2009).

Essa transformação visa investimentos tanto das estatais quanto das privadas nacionais e estrangeiras, por meio de um melhoramento do “clima de investimento”. Assim, o setor

privado tem papel central nessa estratégia, mas com o Estado assumindo os setores estratégicos (POMERANZ, 2009).

Todavia, mesmo com a imposição de sanções<sup>46</sup> sobre a Rússia, e outras questões política, sua economia continua sendo muito atraente para investimentos estrangeiros. Enquanto a regulação sobre investimento estrangeiro permanece em desenvolvimento. (RUDOMINO et al., 2019).

A despeito dos avanços da economia russa nos anos 2000, ainda se verifica nesse país uma elevada heterogeneidade estrutural. Essa advém, desde a União Soviética, da sua dependência tecnológica para inovação (sobretudo em bens de capital), baixa produtividade agrícola e problemas de segurança alimentar, e, a elevada disponibilidade, a baixo custo, da produção de gás e petróleo, que, acrescidas da excessiva abertura financeira iniciada na década de 1990, configuram os elementos centrais da vulnerabilidade externa da Rússia, que vem sendo fortemente afetada pelos movimento dos fluxos internacionais de capitais de curto prazo (MAZAT e SERRANO, 2013).

[...] a economia da Rússia atual, a despeito de quase uma década de crescimento a taxas elevadas a partir de 1999, da reconstrução parcial e do fortalecimento do Estado e do retorno de uma postura geopolítica mais assertiva a partir do primeiro governo Putin, se caracteriza por uma forte heterogeneidade estrutural que tem como implicação uma grande vulnerabilidade no que diz respeito a sua inserção externa, que se manifestou mais uma vez na crise mundial de 2008-2009 (MAZAT e SERRANO, 2013, p. 755).

Dentre as principais características da economia Russa pode-se citar que ela é uma das maiores fornecedoras de energia do mundo, principalmente de petróleo e gás, e importante exportadora desses produtos para a Europa; o comércio internacional representa parte significativa da sua economia (entre 2000 e 2007, a soma das exportações e importações representaram mais da metade do seu PIB); e que ela já se configura como uma economia de serviços (POMERANZ, 2009).

Todavia, a grande quantidade de recursos energéticos desse país, sua relevância na segurança internacional (dada sua força bélica), sua excelente localização geográfica e seu não alinhamento automático aos EUA, o coloca na mira de políticas ocidentais, para tentar restringir seus movimentos estratégicos. Uma dessas pode ser observada na dificuldade de a Rússia entrar para a OMC (POMERANZ, 2009).

---

<sup>46</sup> Como as medidas restritivas adotadas pela UE à Rússia frente crise na Ucrânia (CONSLIUM, 2019).

Destarte, pode-se dizer que a Rússia foi o país que passou por maiores transformações desde a década de 1990 (pelo menos), em relação aos demais países do BRICS. Nos anos 1990, vê-se que houve mudanças intensas a fim de implementar um sistema capitalista, com privatizações, liberalização e abertura externa (comercial e financeira), que já nos anos 2000 havia sido completada, com a destruição dos fundamentos do sistema socialista anterior.

A abertura financeira ocorreu de forma intensa, mas com algumas regulações, que foram se alterando com o tempo, e teve que ser mais rígida durante a crise russa de 1998. A partir de 2000 o movimento foi parecido, com progressiva abertura externa, mas com a manutenção de alguns controles, sobretudo a partir de 2008 e sobre os ID em setores estratégicos.

Assim, a CF desse país nos anos 2000 pode ser considerada parcialmente conversível, pois ainda permanece alguns controles, mas é relativamente mais aberta que a dos demais países periféricos, como o BRICS, foco do nosso estudo. Destaca-se a intenção desse país em atrair investimentos externos produtivos (via ID) – ainda que mantendo restrições e controle sob setores estratégicos – e sua elevada vulnerabilidade externa, constantemente afetada pelos fluxos de capitais de curto prazo, de fato que a economia russa registrou fortes saídas de capitais nas crises de 1998 e 2008, a despeito dos seus superávits em conta corrente nesses anos.

## **2.5 – O Processo de Inserção da África do Sul na Globalização (Financeira)**

Em 1994, após o fim do *apartheid* e eleição de Nelson Mandela, a África do Sul era marcada por elevados índices de desigualdade social e racial, isolamento econômico, estagnação econômica há quase uma década etc., ao mesmo tempo que, também, era a economia mais diversificada do seu continente. A partir de então, os avanços democráticos ocorreram em uma sociedade caracterizada pelo autoritarismo arraigado nas várias dimensões da vida coletiva (BARBOSA e TEPASSÉ, 2009)

Com a transição da África do Sul para um governo não-racial, as discussões sobre a direção da reestruturação econômica passaram a ser recorrentes, com o governo adotando uma agenda de reformas mais ortodoxas (liberais), através da introdução do plano GEAR (*Growth, Employment and Redistribution*) (CARMODY, 2002; BARBOSA e TEPASSÉ, 2009).

[...] vários projetos de política se enfrentaram, no intuito de pautar a visão do governo recém-eleito, processo que vai de 1990 a 1996. A partir de 1997, a implementação do Gear reflete uma nova hegemonia em termos de diretrizes de política econômica, que se manterá predominante ao menos até 2002. De 2004 em diante, há um relaxamento da ortodoxia, mas sem alteração da

estratégia econômica, mantendo-se o país constrangido por um padrão de inserção externa pouco dinâmico (BARBOSA e TEPASSÊ, 2009, p. 467).

Nos primeiros anos de governo do partido ANC (Congresso Nacional Africano), as medidas foram de sinalização para o mercado de que não haveria uma mudança institucional abrupta. Assim, políticas monetária e fiscal restritivas foram adotadas em conjunto com a liberalização dos fluxos de capitais e a independência do Banco Central, num primeiro momento. Em 1996, com a troca do ministro da fazendo, novamente foi seguido o receituário neoliberal, com a flexibilização do mercado de trabalho e aceleração das privatizações (BARBOSA e TEPASSÊ, 2009).

Na política externa, por sua vez, a postura foi de forte ruptura com a antecessora, uma vez que nos anos 1980 o país chegou próximo do seu completo isolamento. A pretensão era de forte reinserção no cenário político internacional, reatar parcerias com o ocidente, priorizando relações intracontinentais e com os países do Sul, como aqueles que haviam apoiado o ANC nos seus 30 anos na “clandestinidade” (BARBOSA e TEPASSÊ, 2009).

Em março de 1995, foram extintos os controles de capitais e de câmbio com o fim do *financial rand system*, o que permitiu acesso direto dos investidores estrangeiros à Bolsa de Valores de Joanesburgo (JSE) e à *South African Bond Exchange* (BESA). A abertura da JSE aos investidores estrangeiros resultou em um crescimento importante da participação desses – responsáveis por mais de 1/3 do volume de transações já em 2002 – e do giro das ações (TSWAMUNO, PARDEE e WUNNAVA, 2007).

Com a implementação do GEAR, as ideias permaneciam as mesmas, através de propostas para redução do déficit público, redução da dívida como condição para redução das taxas de juros e para atrair investimentos internos e externos. Com a remoção dos controles de capitais, mirava-se uma taxa de câmbio competitiva e estável, que com a redução de tarifas industriais, esperava-se o aumento da competitividade externa da economia (BARBOSA e TEPASSÊ, 2009).

Todavia, mesmo com essas medidas, e com a redução da dívida em relação ao PIB, as taxas de juros não apresentaram quedas significativas e mantiveram-se num alto patamar, o que não foi suficiente para amenizar a fuga de capitais e a desvalorização do *rand* no final dos anos 1990 – por conta das crises/ataques especulativos em economias periféricas e seu efeito contágio (BARBOSA e TEPASSÊ, 2009).

O crescimento anual do PIB, inicialmente projetado para 4,2% nesse período, chegou à média de apenas 2,5% entre 1996-2000. No mercado de trabalho os resultados foram ainda piores (BARBOSA e TEPASSÊ, 2009). Desde a introdução das reformas econômicas

neoliberais, aproximadamente 500 mil empregos foram perdidos (até início dos anos 2000), enquanto a promessa era de criação de 600 mil (CARMODY, 2002).

Algumas reformas microeconômicas também foram introduzidas em 2002, todavia foram insuficientes para afetar o crescimento, dado o quadro macroeconômico (BARBOSA e TEPASSÊ, 2009).

Com isso, o país conheceu uma “rápida globalização”, mas, diferentemente da experimentada pelos demais países do continente, que fora imposta externamente – através dos programas de ajuste estrutural via Banco Mundial e Fundo Monetário Internacional, por exemplo –, na África do Sul, a inserção na globalização fora incentivada pelo próprio Estado e por grupos empresariais nacionais (CARMODY, 2002).

Para Carmody (2002), o resultado dessa inserção foi o aprofundamento de uma “autonomia negativa” das forças sociais domésticas e maior presença do capital internacional, que por sua vez, prejudicou a adoção de um projeto nacional de desenvolvimento.

A economia da África do Sul era dominada por um grupo de conglomerados, em que os quatro maiores controlavam 83% das empresas listadas na bolsa de valores de Johanesburgo, antes do fim do *apartheid*. As decisões desses conglomerados eram extremamente relevantes, não só pelo seu efeito direto, mas, também, pelo alto impacto de suas estratégias sobre as pequenas empresas e o emprego, devido seus *links* produtivos, financeiros, tecnológicos etc. Esses conglomerados viam na liberalização do comércio uma oportunidade para garantir o acesso aos insumos importados e uma forma de disciplinar os trabalhadores (CARMODY, 2002).

Embora eles tivessem papel relevante na inserção do país na globalização, o Estado também teve seu peso. Após o fim do *apartheid*, ainda que a África do Sul tivesse espaço para construção de alternativas heterodoxas, o governo adotou uma agenda ortodoxa na economia (CARMODY, 2002).

O movimento de liberalização financeira já havia começado antes do fim do *apartheid*, mas a independência do Banco Central foi adotada pela nova política, vista como uma medida que melhoraria o acesso aos mercados internacionais de capitais (CARMODY, 2002).

A atitude do estado sul-africano em relação à globalização (na década de 1990) foi aparentemente contraditória. Por um lado, tem sido liberal, seguindo uma política fiscal extremamente rígida, excedendo a proposta no GEAR, e cortando tarifas mais profundamente do que o exigido pela OMC. Por outro lado, inicialmente introduzindo uma regulamentação mais rigorosa no mercado de trabalho na forma da Lei de Relações Trabalhistas (CARMODY, 2002, p. 258).

Para Barbosa e Tepassê (2009), a falta de sinergias entre as políticas governamentais afetou a possibilidade dessa estratégia de desenvolvimento em reduzir a elevada desigualdade social presente naquele país.

Em 2004, a lógica de operacionalização da política econômica sofreu algumas mudanças com a introdução da *Accelerated and Shared Growth Initiative for South Africa* (AsgiSA) no segundo governo de Mbeki. Cabe salientar que essa mudança de conduta foi possível, também, graças às mudanças no cenário econômico nacional e internacional, entre os anos de 2004 e 2008 (BARBOSA e TEPASSÊ, 2009).

Uma das mudanças de ótica do governo foi a interpretação de que o investimento era central na economia. Com isso, os gastos públicos foram expandidos, principalmente em infraestrutura, e adotado um programa industrial mais efetivo com o *National Industrial Policy Framework* (NIPF). A perspectiva era de alcançar um crescimento do PIB anual médio de 6% até 2014, juntamente com uma forte redução da pobreza e do desemprego. Cabe salientar que estas medidas foram efetivadas sem deixar de lado o modelo de metas de inflação implementado em 2002 (BARBOSA e TEPASSÊ, 2009).

Nesse período, o comportamento das variáveis macroeconômicas foi de crescimento econômico; ampliação do consumo e das importações; valorização da moeda frente às fortes entradas de capitais e; consequente, expansão dos déficits em transações correntes (BARBOSA e TEPASSÊ, 2009).

O aumento dos ID, que era objeto de desejo, não foi concretizado, ainda que uma política de tratamento equânime entre os capitais nacional e internacional tenha sido adotada e que acordos bilaterais de investimento tenham sido assinados com todos os países desenvolvidos (com exceção dos EUA). No mesmo sentido, os fluxos de ID ingressantes concentraram-se nos setores de mineração e petróleo e no setor de serviços financeiros, apresentando-se muito voláteis (BARBOSA e TEPASSÊ, 2009).

Boa parte desses fluxos entrantes era de empresas nacionais, após a mudança das suas matrizes para o Reino Unido e União Europeia. Os investimentos realizados por essas companhias no país inflavam os ID externos e foram responsáveis por muito dos picos desses capitais (BARBOSA e TEPASSÊ, 2009).

Em relação à liberalização financeira, entre 1995-2008, empresas nacionais passaram a ter permissão para lançar ações em mercados externos e outras vinte e seis medidas de redução das restrições cambiais foram efetivadas pelo ministro Trevor Manuel. A abertura da conta de capital não foi total, permanecendo alguns controles, sobretudo sobre os bancos domésticos, ainda que o desejo do governo sempre tenha sido o de atrair capitais de qualquer tipo e a

qualquer custo. Já a abertura comercial foi intensa, uma vez que a redução tarifária foi superior à acordada com a OMC, entre 1995 e 2000, o que colocou a África do Sul como um dos países em desenvolvimento mais abertos.

Em síntese, a África do Sul transformou-se num país bastante aberto em termos de fluxos comerciais, financeiros e produtivos, impondo poucas barreiras tarifárias e não tarifárias e contando com uma legislação pouco restritiva em relação ao capital externo (BARBOSA e TEPASSÊ, 2009, p. 484).

Nos últimos anos a África do Sul tem recebido significativas entradas de ID. Esse momento é coincidente com os pedidos do presidente Cyril Ramaphosa para os investidores externos ampliarem suas aplicações na África e, com a realização da Conferência de Investimento da África do Sul no final de 2018. Esses recursos também tiveram respaldo positivo com a introdução da Lei de Proteção ao Investimento de 2015. Em suma, essa prevê igualdade no tratamento de investidores estrangeiros e nacionais e suprime os tratados bilaterais de investimento (GOVENDER, 2019).

Outra mudança institucional relevante foi o Projeto de Emenda à Concorrência (de 2019), que buscou alterar a Lei de Concorrência de 1998, obrigando o presidente a criar um comitê para avaliação das fusões e aquisições realizadas por estrangeiros, quando necessário, e de acordo com a segurança nacional do país (GOVENDER, 2019).

O governo tem incentivado e reconhecido a relevância dos investimentos externos, desde que os benefícios desses sejam equilibrados com seus custos. Dessa forma, em alguns casos, os investimentos podem ser barrados. Todavia, não há revisões sobre ID novos ou *joint ventures*, apenas sobre casos específicos de fusões e aquisições, transações envolvendo empresas estatais estrangeiras, aquisição de imóveis ou investimentos em setores específicos, sendo mais rígidas em relação a esse último caso. Os setores restritos são, em sua maioria: bancário; de seguros; radiodifusão e telecomunicação (GOVENDER, 2019).

A principal lei que rege os investimentos externos é a Lei do Investimento, que considera os ID de forma ampla, desde o estabelecimento ou expansão de empresas com capital estrangeiro na África do Sul, a compra de ações ou outros instrumentos de propriedade por não-residentes (GOVENDER, 2019).

Como exemplo da baixa restrição aos investimentos externos, pode-se citar a não necessidade de os diretores das empresas de ID serem sul-africanos e o tratamento equânime dado entre as empresas locais e as empresas de ID (GOVENDER, 2019).

Ainda que o ambiente para investimentos estrangeiros na África do Sul seja amigável, Govender (2019) argumenta que o governo está considerando alterar o direito constitucional à

propriedade e permitir a expropriação sem compensação para alguns casos. Independente da efetivação dessa medida, as especulações sobre ela devem afetar os ID. O autor também indaga sobre o avanço do governo na proteção de alguns setores e atores, como o caso da contratação obrigatória de empresas participantes do B-BBEE (*Broad-based Black Economic Empowerment*) em investimentos no setor mineral.

Assim, viu-se que a África do Sul apresentou intensa abertura comercial e financeira desde a década de 1990, principalmente, mantendo-se poucas restrições sobre os capitais externos entrantes via ID.

## **2.6 – Restrições sobre os fluxos de capitais e dinâmica internacional dos mercados acionários: análise de indicadores para o caso dos BRICS**

Em relação aos indicadores que mensuram o grau de abertura externa das economias pode-se citar o indicador de restrição sobre os ID da OCDE (FDI Index). Esse indicador foca-se em quatro tipo de medidas: nas restrições de capital; nos requisitos de triagem e aprovação; nas restrições à pessoa-chave estrangeira e; nas outras restrições operacionais (limites sobre a aquisição de terra e/ou repatriação de lucros)<sup>47</sup>. A pontuação máxima do índice é 1 (restrição total ao ID) e a mínima é 0 (não há impedimentos regulatórios sobre os ID), e o índice total é calculado a partir de uma média simples dos setores analisados (indicados na Figura 2.2) (KALINOVA, PALERM e THOMSEN, 2010).

A restritividade do IDE é um índice da OCDE que avalia a restritividade das regras de investimento direto estrangeiro (IDE) de um país, observando quatro tipos principais de restrições: restrições de capital estrangeiro; triagem discriminatória ou mecanismos de aprovação; restrições ao pessoal estrangeiro chave e restrições operacionais. As questões de implementação não são abordadas e fatores como o grau de transparência ou descrição na concessão de aprovações não são levados em consideração. O índice aqui mostra o total e os nove setores componentes assumindo valores entre 0 para aberto e 1 para fechado (OCDE, 2020, tradução nossa).

Para esse indicador e em relação aos países que compõem o BRICS, vê-se que em 2019 a Rússia era o país que apresentava maiores restrições sobre os ID, sendo nesse ano o 7º país com mais restrições, dos oitenta e quatro considerados pela OCDE no cálculo desse indicador (Quadro 2.2). Esse é seguido, no grupo, por China (9º país com maiores restrições no ranking global); Índia (13º país no ranking global); Brasil (36º país no ranking global) e África

---

<sup>47</sup> “O Índice de FDI pontua restrições regulamentares evidentes ao FDI, ignorando outros aspectos da estrutura regulatória, como a natureza da governança corporativa, a extensão da propriedade estatal e restrições institucionais ou informais que também podem interferir no clima do FDI” (KALINOVA, PALERM & THOMSEN, 2010, p. 05, tradução nossa).

do Sul (50º país no *ranking* global), sendo esse último o único que apresentou menos restrições do que a média dos países da OCDE, em 2019.

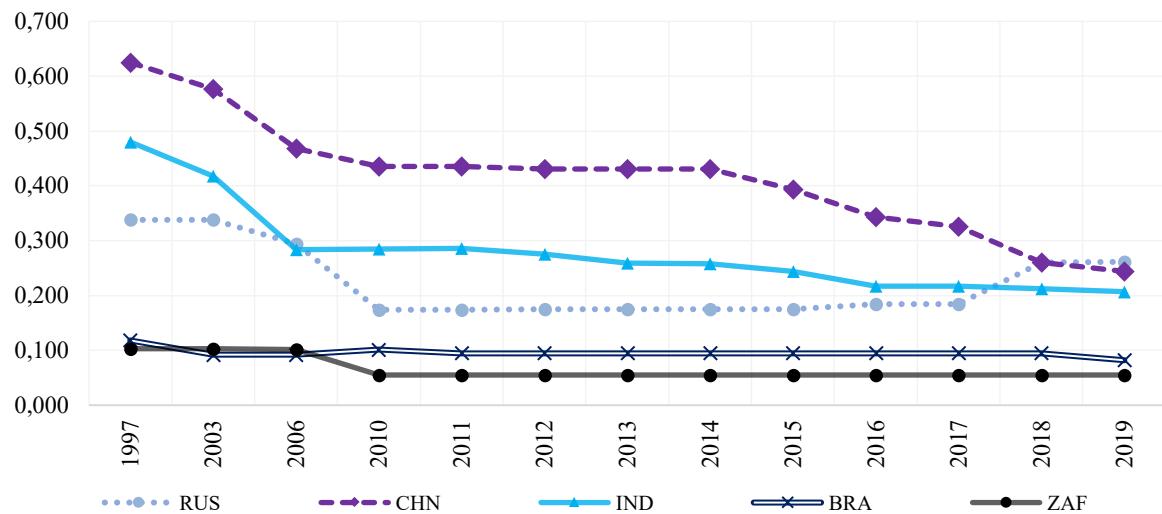
Cabe salientar que a China era o segundo país com maiores restrições sobre os ID em 1997 (índice 0,625) e o primeiro em 2003 (índice 0,577) e 2010 (índice 0,435) (dentre os com dados disponíveis), ou seja, esse país tem demonstrando forte redução das suas restrições sobre os ID, sobretudo a partir de 2015, e é o que evidenciou maior redução do indicador, dentre os BRICS, para os dados disponíveis (Gráfico 2.1).

**Quadro 2.2 – Índice OCDE de restrições sobre os IDE para os países do BRICS – valor do índice e classificação geral**

	1997	Class. 1997	2003	Class. 2003	2010	Class. 2010	2016	Class. 2016	2019	Class. 2019
<b>China</b>	0,625	2º	0,577	1º	0,435	1º	0,343	4º	0,244	9º
<b>Rússia</b>	0,338	9º	0,338	7º	0,174	13º	0,184	14º	0,261	7º
<b>Índia</b>	0,480	6º	0,418	5º	0,285	8º	0,217	11º	0,207	13º
<b>Brasil</b>	0,118	24º	0,092	24º	0,101	22º	0,095	26º	0,082	36º
<b>Média OCDE</b>	0,127	23º	0,098	22º	0,066	30º	0,064	34º	0,064	43º
<b>África do Sul</b>	0,103	26º	0,103	21º	0,055	33º	0,055	38º	0,055	50º

Fonte: OCDE. Elaboração própria.

**Gráfico 2.1 – Índice OCDE de restrições sobre os IDE para os países do BRICS – evolução dos valores históricos disponíveis**



Fonte: OCDE. Elaboração própria.

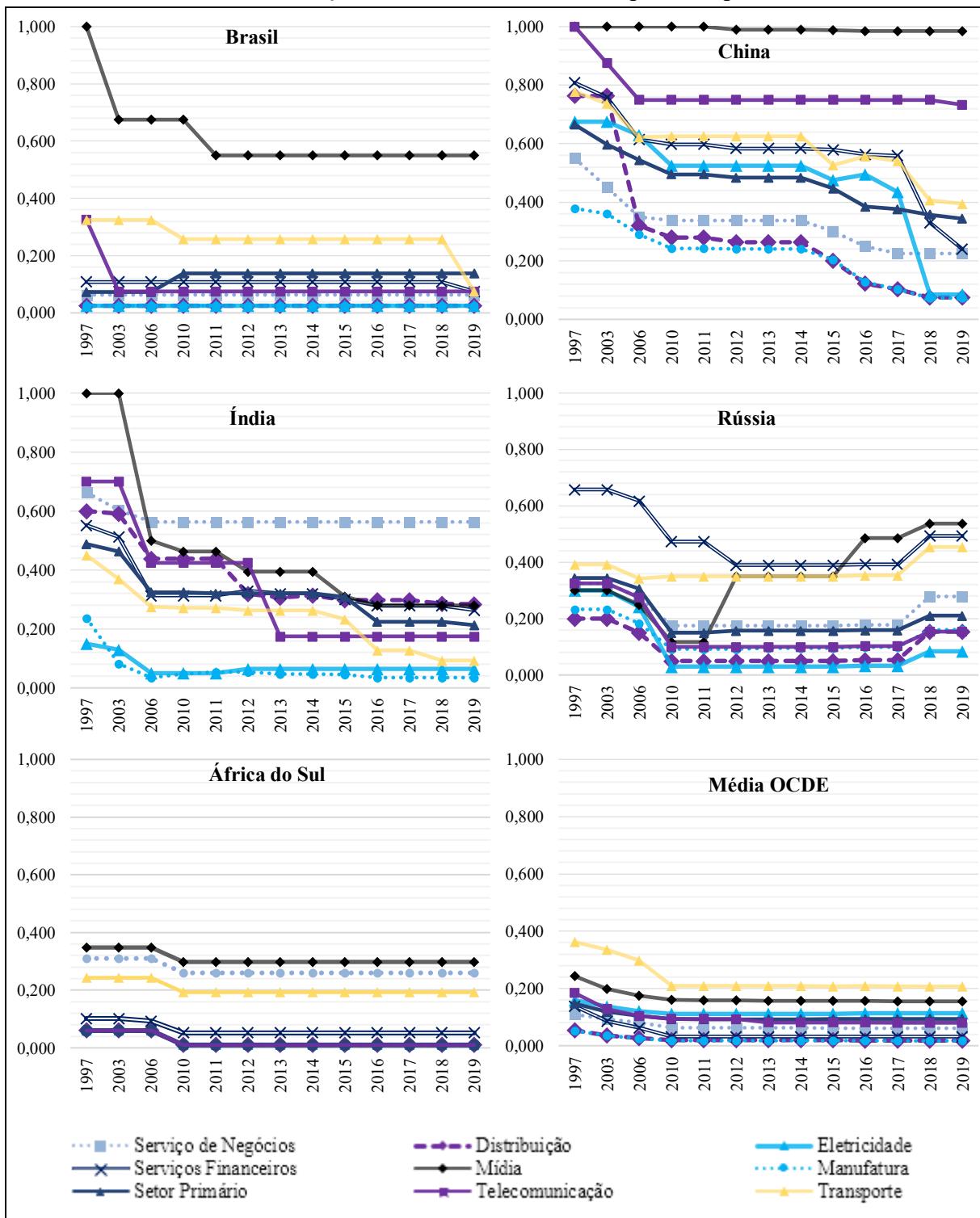
Também é importante observar que todos os países do BRICS, e a média da OCDE, apresentaram redução do indicador de restrição sobre os ID de 1997 a 2019, com exceção da Rússia e do Brasil, em que o primeiro apresentou aumento do indicador em 2016 e 2019, e o segundo, em 2010 (para os anos analisados).

Quanto à restritividade de cada setor ao recebimento de ID, pelo índice OCDE (Figura 2.2), destaca-se que: i) para Brasil, China, Rússia e África do Sul, o setor com maiores restrições foi o de Mídia, em que para a Rússia, de forma diferente da maioria dos países dos BRICS, esse

e outros setores apresentaram aumento das restrições no período estudado, sobretudo em 2018; ii) para o Brasil, que apresentou elevação do seu índice total em 2010, observa-se que esse aumento ocorreu somente por conta da elevação das restrições sobre o índice referente ao Setor Primário; iii) outro setor que demonstrou índice de restrição mais elevado na maioria dos países do BRICS e para a média da OCDE é de Transportes; iv) o setor de Manufatura apresentou-se um dos setores com os menores índices de restrição para os países do BRICS e média OCDE, com exceção da Rússia; v) enquanto a Índia tem a especificidade de um alto indicador para o setor de Serviços de Negócios, a China tem para o setor de Telecomunicação; vi) África do Sul e Brasil demonstraram baixo índice de restrição sobre o setor de Serviços Financeiros, em relação a China, Índia e Rússia.

Em relação ao índice de liberdade econômica (desconsiderando suas limitações), vê-se, no Quadro 2.3 abaixo, que no *ranking* geral, dentre os países do BRICS, a Rússia demonstrou maior “liberdade econômica” em 2018, sendo a 89<sup>a</sup> no *ranking* geral, num total de 162 economias. Em seguida, tem-se a África do Sul (90<sup>a</sup>); Índia e Brasil empataos (105<sup>a</sup>) e, por último, a China (124<sup>a</sup>), ainda que todos esses países tenham se enquadrado no 3º quartil da classificação mundial.

**Figura 2.2 – Índice OCDE de restrições sobre os IDE para os países do BRICS e Média da OCDE – evolução dos valores históricos disponíveis por setor**



Fonte: OCDE. Elaboração própria.

Todavia, para o que nos mais interessa, as transações financeiras internacionais, vê-se que, para os indicadores a elas relacionados<sup>48</sup>, a Rússia apresentou-se mais financeiramente aberta<sup>49</sup> e com menos controles de capitais<sup>50</sup>. Brasil, África do Sul, Índia e China demonstraram o mesmo nível de abertura financeira, enquanto China e Índia demonstraram elevado controle de capitais, ou seja, adotaram todos os treze tipos de controles de capitais listados pelo FMI, seguidos pela África do Sul, que também demonstrou utilizar muitos desses controles. Rússia e Brasil demonstraram utilizar menos controles, comparativamente àqueles, principalmente, a Rússia.

**Quadro 2.3 – Índice de liberdade econômica**

Indicador/País	Brasil	China	Índia	Rússia	África do Sul
Índice sumário de liberdade econômica	6,56	6,21	6,56	6,74	6,73
Rank	105	124	105	89	90
Quartil	3º	3º	3º	3º	3º
Tamanho do Governo	6,86	4,85	7,16	6,42	6,11
Sistema legal e direito de propriedade	5,02	4,93	5,07	4,68	5,68
Moeda	9,31	8,32	8,34	9,09	8,20
Tarifas sobre comércio internacional	7,36	8,12	5,64	6,88	7,14
Barreira regulatórias ao comércio internacional	5,95	7,22	6,55	6,06	5,06
Abertura financeira	1,66	1,66	1,66	5,97	1,66
Controles de capitais	2,31	0,00	0,00	3,85	0,77
Liberdade para o comércio internacional	6,84	6,52	5,71	6,86	6,44
Regulação sobre os mercados de trabalho, crédito e sobre os negócios	4,77	6,44	6,53	6,63	7,24

Fonte: *Fraser Institute*. Elaboração própria.

Outra informação importante para a análise se refere à **dinâmica internacional dos mercados de capitais** presentes em cada país do BRICS, uma vez que quanto maior for essa, maiores serão as possibilidades de movimentos especulativos e de curto prazo através dos fluxos internacionais de capitais em ações. Na verdade, a própria dinâmica indicaria maior presença de transações especulativas, e quanto maior fosse a presença de estrangeiros no mercado de capitais, maior seria a dinâmica especulativa dos fluxos de capitais internacionais

<sup>48</sup> A lógica desses indicadores é de que quanto maior o nível de liberdade econômica maior o seu valor, sendo 10 o valor máximo e 0 o valor mínimo.

<sup>49</sup> “Este subcomponente é baseado no Índice Chinn-Ito de abertura financeira de jure. Este índice é composto por uma série de variáveis dummy que “codificam a tabulação das restrições às transações financeiras internacionais relatadas no Relatório Anual do FMI sobre Acordos e Restrições Cambiais” (GWARTNEY et al., 2020, p. 220, tradução nossa).

<sup>50</sup> “O Fundo Monetário Internacional relata até 13 tipos de controles internacionais de capital. A classificação de zero a 10 é a porcentagem de controles de capital não cobrados como uma parcela do número total de controles de capital listados, multiplicado por 10” (GWARTNEY et al., 2020, p. 221, tradução nossa).

nos mercados acionários. Assim, pode-se considerar os mercados de capitais mais dinâmicos internacionalmente aqueles com maior valor de mercado (capitalização) em relação ao PIB; maior volume médio transacionado; maior rotatividade; maior presença de estrangeiros e menores restrições.

Assim, a partir da Tabela 2.1, destaca-se o tamanho das bolsas de valores presentes nos países do BRICS. Pelo referente quadro vê-se que ainda que algumas dessas bolsas tenham uma elevada capitalização, quando ponderada pelo PIB do seu país, esses valores ficam menos expressivos, como é o caso da China. Para essa, ainda se tem a especificidade de ela ter duas grandes bolsas no seu “continente” e uma em Hong Kong, que na verdade é um território autônomo, e, ainda que tenha elevado número de empresas chinesas, os fluxos de capitais para a China analisados no presente trabalho não incluem Hong Kong. Outra especificidade desse país é de que a bolsa de valores de Shenzhen é predominantemente dominada por empresas estatais, e a de Xangai não é totalmente aberta a investidores estrangeiros (ADU, ALAGIDEDE e KARIMU, 2015).

Assim, pelo tamanho de cada economia, vê-se que a África do Sul possui o (relativo) maior mercado de capitais dentre os países do BRICS, seguida de Índia, Brasil, Rússia e China, em que esses dois últimos apresentaram valores próximos.

Para o número de empresas listadas destaca-se, principalmente, a Índia, com 5.191 empresas em 2012. Todavia, como apontado por Chandrasekhar (2008), o mercado de ações indiano pode ser considerado razoavelmente raso, e, embora haja um elevado número de empresas listadas na bolsa, parte considerável das empresas indianas não são de capital aberto. O BSE *Sensex* – principal índice da principal bolsa de valores da Índia –, por exemplo, é composta apenas por 30 empresas, e somente uma pequena parte dessas ações são rotineiramente disponíveis para negociação, em que a maior parte é detida por investidores interessados no controle ou influência das empresas.

Quanto ao valor negociado em relação ao PIB, África do Sul (81,13 %) e China (70,82 %) destacam-se em relação aos demais, enquanto para a taxa de rotatividade, que é um dos indicativos de liquidez, a China (164,44 %) também apresentou valores mais expressivos, seguida da Rússia (87,64 %).

Já o estoque de ICP em Ações e Fundos de Investimento (ICPAF) em relação ao PIB pode ser utilizado como um indicador para se observar a presença de estrangeiros no mercado acionário local (Tabela 2.2). Por essa tabela, vê-se que a África do Sul é o país que possui o maior estoque de ações na posse de estrangeiros (em relação ao PIB), no valor de 44,68% em 2019, seguida do Brasil, com 20,63%, para esse mesmo ano.

Assim, pode-se observar que a África do Sul é o país, dentre os BRICS, que possui o mercado de capitais mais dinâmico em termos internacionais. Este é seguido do Brasil e, posteriormente, da Rússia. Ainda que esses dois últimos não tenham apresentado os maiores indicadores tratados, demonstraram valores representativos em todos esses, em conjunto com suas baixas restrições sobre as transações de estrangeiros, observadas no estoque de ICPAF.

Ainda que a China tenha elevadas taxas de valor negociado em relação ao PIB e rotatividade, ela também possui uma pequena capitalização em porcentagem do PIB, baixo estoque de ICPAF em relação ao PIB e elevada presença de empresas estatais e restrições sobre a movimentação de estrangeiros nas bolsas de Shenzhen e Xangai, configurando a menor dinâmica internacional do seu mercado de capitais, em conjunto com a Índia (em relação aos demais países do BRICS) – ainda que a bolsa de Hong Kong seja mais acessível para os investidores estrangeiros e, talvez, tenha demonstrado dados que “puxaram”/“impulsionaram” as estatísticas para cima, no sentido de mercados mais dinâmicos.

No caso do Brasil, as ações negociadas na Bovespa são, via de regra, acessíveis a qualquer investidor [...] No caso da China, a participação (principalmente estrangeira) no capital das empresas sofre restrições legais e é submetida ainda a regras assimétricas no que diz respeito aos seus direitos como acionista (CARVALHO, 2007).

**Tabela 2.1** – Informações sobre as bolsas de valores presentes nos países do BRICS (valores relativos ao ano de 2012<sup>51</sup>)

País/Indicador	Capitalização de mercado (US\$ correntes)	Capitalização de mercado em % do PIB	Companhias domésticas listadas	Valor negociado total (% do PIB)	Taxa de rotatividade (%)
<b>Brasil</b>	1,229 tr	54,60	353	37,05	67,88
<b>Rússia</b>	874 bi	43,41	276	36,34	87,64
<b>Índia</b>	1.26 tr	68,60	5191	33,80	54,63
<b>China*</b>	3,69 tr	44,94	2494	70,82	164,44
<b>África do Sul</b>	612 bi	159,33	348	81,13	54,93

Nota: os valores para a China abarcam três bolsas (Shenzhen, Xangai e Hong Kong).

Fonte: Banco Mundial. Elaboração: Adu, Alagide e Karimu (2015), tradução nossa.

**Tabela 2.2** – Posição de Investimento Internacional: Passivo, Investimento em Carteira, Ações e Fundos de Investimento em relação ao PIB, US\$ %

País/Ano	2005	2010	2012	2015	2019
<b>Brasil</b>	14,08	19,99	14,49	7,99	20,63
<b>China continental*</b>	5,23	6,83	5,31	5,40	6,01
<b>Índia</b>	6,60	8,00	7,05	6,74	5,18
<b>Rússia</b>	15,47	15,17	8,81	7,56	12,44
<b>África do Sul</b>	26,12	36,79	34,35	35,85	44,68

Fonte: Banco Mundial e FMI. Elaboração própria.

<sup>51</sup> Valores mais recentes encontrados.

No conjunto desses indicadores de liberdade/restrição sobre as transações financeiras internacionais, constatou-se que Brasil e África do Sul evidenciaram um menor nível de restrição em relação às demais economias do BRICS. Aqueles foram seguidos por Rússia, um caso intermediário, que ainda que tenha demonstrado maiores índices de liberdade econômica (total e em relação as transações internacionais de capitais), apresentou maiores índices de restrição sobre os ID. China e Índia exibiram menores indicadores de liberdade econômica e maiores indicadores de restrição sobre os ID, caracterizando economias, comparativamente, com maiores controles sobre o capital externo. Essas constatações vão ao encontro das encontradas em Ferrari Filho e De Paula (2006), Munhoz, Pereira e De Deus (2011) e Peres e Araújo (2011).

## **Considerações sobre o Capítulo 2**

Deste modo, observou-se no Capítulo 2, de forma mais detalhada e específica, os movimentos gerais relatados no Capital 1: abertura externa (financeira e comercial) e desregulamentação financeira, e como essas ocorreram, de forma mais intensa, praticamente no mesmo período nos países estudados (década de 1990). Também se viu como esses processos proporcionaram um acirramento dos movimentos mais instáveis dos fluxos de capitais nessas economias.

Entretanto, apesar desses países terem passado por movimentos semelhantes e em período análogo, as medidas adotadas por cada um deles foram distintas. Assim, destaca-se o maior êxito de China e Índia, ao se inserirem na globalização de forma mais autônoma, mantendo restrições e controles sobre o capital, principalmente estrangeiro, mas, sobretudo, adotando planos de desenvolvimento com políticas coordenadas, conservando a presença do Estado da condução dessas. A Rússia, como um caso de inserção intermediária (em relação ao BRICS) – dada a relativa reversão das reformas liberais, a partir dos anos 2000, e a retomada do Estado como condutor do seu processo de desenvolvimento –, obteve maior êxito econômico do que Brasil e África do Sul, e, após 2008, com os impactos da crise, vem reforçando suas restrições sobre o capital estrangeiro. Brasil e África do Sul, por outro lado, inseriram-se de forma mais intensa na globalização, adotando menores restrições sobre o capital internacional, e seguindo (de forma mais ampla) as medidas da cartilha (neo)liberal, sejam elas: privatizações, liberalização e desregulamentação dos mercados e, controle fiscal e inflacionário, principalmente; esperando do capital estrangeiro e do livre mercado seu desenvolvimento.

Assim, pode-se observar que não foram os movimentos de liberalização financeira e comercial por si só, ou seja, o livre movimento dos capitais por sinais de mercado que proporcionaram os melhores resultados, mas foi por meio da regulação desses, via políticas coordenadas e planos de desenvolvimento conduzidos pelo Estado, que os capitais proporcionaram maiores ganhos para os países receptores.

No conjunto dos indicadores de liberdade/restrição sobre as transações financeiras internacionais, viu-se que Brasil e África do Sul evidenciaram um menor nível de restrição, seguidos por Rússia, um caso intermediário, e China e Índia, que demonstraram, comparativamente, mais controles sobre o capital externo. Essas constatações vão ao encontro das encontradas em Ferrari Filho e De Paula (2006), Munhoz, Pereira e De Deus, (2011) e Peres e Araújo (2011).

Quanto à dinâmica dos mercados de capitais em termos internacionais, viu-se que a África do Sul foi o país, dentre aqueles do BRICS, que se apresentou mais dinâmico, seguido de Brasil e, posteriormente, Rússia.

Devido aos diferentes níveis de restrições impostas sobre os fluxos de capitais para os BRICS, sobretudo em relação aos ID, e os diferentes processos de abertura externa e regulamentação desses países, entende-se que a quantidade de capitais entrantes pela rubrica ID com características financeiras, especulativas e com viés de curto prazo (como os capitais entrantes via IC) seja menor nos países que possuem maiores restrições sobre os capitais. Ou seja, maiores restrições desestimulam os capitais mais ligados à dinâmica financeira, que necessitam de um maior nível de liquidez e liberdade em função da sua dinâmica de valorização.

Assim, para os estudos econôméticos, espera-se que os fluxos em ID para China, Índia e Rússia (nessa ordem) tenham menor relação com as variáveis financeiras do que os destinados ao Brasil e a África do Sul. No mesmo sentido, por conta de a China ter apresentado gradual redução das restrições, ou seja, maiores restrições no passado, essa mudança pode interferir nos seus resultados, uma vez que os modelos não abordarão essas alterações. O mesmo raciocínio pode ser feito para Índia e Rússia.

Destaca-se, também, o fato dos países com menores indicadores de restrições (sobre o ID) terem, também, menores restrições sobre o setor de Serviços Financeiros, o que pode potencializar a ligação dos ID com as variáveis financeiras, e aqui destaca-se Brasil e África do Sul.

## Capítulo 3

### OS CICLOS DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL NOS ANOS 2000: PERIODICIDADE E ANÁLISE

Um dos pressupostos teóricos da presente tese é de que há um conjunto de vetores que impulsiona (ou desestimula) a expansão (retração) comum dos fluxos de capitais para os países periféricos, em determinado período, independentemente dos indicadores internos, chamado de ciclos de liquidez – consoante com metodologia utilizada em outros estudos (CORRÊA, 2006; BIANCARELLI, 2007, CUNHA e PRATES, 2009; REY, 2013; PEREIRA, 2016; CORRÊA e PEREIRA, 2016; SOUZA, 2017).

Os ciclos de liquidez (conforme visto no Capítulo 1) são caracterizados pela alternância das fases de alta e baixa no volume das transações financeiras mundiais. Na criação da fase de alta do ciclo, tem-se uma progressiva redução da percepção do risco pelos agentes, que gera um aumento, também paulatino, da ida de capitais dos países centrais/desenvolvidos para a periferia do sistema financeiro (países periféricos). Já os momentos de baixa da liquidez são caracterizados pela reversão abrupta dos capitais para os países centrais, de moeda forte, dado o aumento da percepção de risco e demanda por liquidez dos agentes nesses períodos.

Assim, propõe-se, nesse capítulo, construir a periodicidade desses ciclos nos anos 2000, ou seja, datar os períodos em que houve uma maior expansão dos fluxos de capitais para os países periféricos, e os períodos que houve redução dos capitais para essas economias. A primeira forma utilizada para tentar captar essa periodicidade será por meio da construção de um indicador que sinaliza os períodos que houve, ou não, “entradas excessivas” de capitais (*Episódios de capital*) naqueles países. A segunda se refere à análise histórica do período retratado, principalmente, por meio da leitura dos boletins de conjuntura do FMI e UNCTAD, focando nas variáveis macroeconômicas e nos principais acontecimentos que afetaram a economia nesse período. Dessa forma, enquanto na primeira capta-se os períodos de grandes entradas e saídas de capitais nos países periféricos, na segunda foca-se em explicar esses movimentos, relacionando-os à conjuntura internacional. Desta forma as duas análises se complementam.

#### 3.1 – Cálculo do indicador de liquidez internacional

O BP de uma economia, ou seja, a contabilização de todas as transações realizadas entre residentes e não-residentes de um país é organizada em contas e subcontas, de acordo com

a especificidade de cada transação. A versão contábil mais recente de classificação das transações internacionais é o BPM6, e todos os países que compõem o BRICS já possuem dados nessa nova metodologia.

No que se refere à contabilização dos fluxos de capitais, dentre as contas existentes no BP, foca-se no estudo da Conta Financeira (CF) (*Financial account*). Essa conta pode ser aberta em quatro subcontas (primeiro nível de abertura da CF)<sup>52</sup>, quais sejam: Investimento Direto (ID) (*Direct Investment*<sup>53</sup>); Investimento em Carteira (IC) (*Portfolio Investment*); Derivativos (DER) (*Financial derivatives [other than reserve] and employee stock options*) e; Outros Investimentos (OI) (*Other Investment*).

O segundo nível de abertura refere-se à abertura de cada uma dessas subcontas, separando-as em Ativos (*Net acquisition of financial assets*), em geral de residentes, e Passivos (*Net incurrence of liabilities*), em sua maioria de não-residentes. O “terceiro nível” de abertura refere-se à abertura de cada uma das contas do “segundo nível”. O presente trabalho tem como propósito estudar com maior detalhe as contas de IC e de ID. Nesse caso, considerando o terceiro nível de abertura têm-se:

- (i) No caso da abertura dos IC Ativos (ICA) (*Portfolio Investment: Assets*): os ICA em Ações e Fundos de Investimentos (ICAAF) (*Equity And Investment Fund Shares*); e os ICA em Títulos de Dívida (ICATD) (*Debt Securities*);
- (ii) No caso da abertura dos IC Passivos (ICP) (*Portfolio Investment: Liabilities*): os ICP em Ações e Fundos de Investimento – (ICPAF) (*Equity And Investment Fund Shares*); e os ICP em Títulos de Dívida (ICPTD) (*Debt Securities*);
- (iii) No caso da abertura dos ID Ativos – IDA (*Direct Investment: Assets*): os IDA em Ações e Fundos de Investimentos (IDAAF) (*Equity And Investment Fund Shares*) e, os IDA em Instrumentos de Dívida (IDAID) (*Debt Instruments*);
- (iv) No caso da abertura dos ID Passivos – IDP (*Direct Investment: Liabilities*): os IDP em Ações e Fundos de Investimentos (IDPAF) (*Equity And Investment Fund Shares*) e, os IDP em Instrumentos de Dívida (IDPID) (*Debt Instruments*).

Para facilitar a análise dos gráficos nas seções seguintes, os dados das contas líquidas, fornecidos pelo FMI, ou seja, diferença entre Ativos e Passivos, foram multiplicados por menos um (“\*-1”). Assim, um aumento das contas CF, ID, IC, OI e DR significa um aumento dos Passivos (ou queda dos Ativos), de forma que valores positivos daquelas significam maiores

---

<sup>52</sup> Corrêa e Almeida Filho (2002) criou essa nomenclatura de “níveis de abertura”, sendo que posteriormente essa classificação vem sendo utilizada nas suas orientações, e conformaram a linha de pesquisa que nos referimos no início do trabalho.

<sup>53</sup> A nomenclatura em inglês, desta conta e das demais, refere-se à utilizada pelo FMI.

entradas de capitais (dólares) do que saídas. Já para as contas Ativos em separado, valores positivos indicam saída de capitais (dólares), ou seja, um aumento dos Ativos, enquanto para as contas Passivo, valores positivos indicam entradas de capitais (dólares), ou seja, aumento dos Passivos, em que o raciocínio contrário é valido para os dois casos.

Para o cálculo do indicador de liquidez, serão utilizadas as rubricas do segundo nível de abertura, em específico, as do Passivo. A metodologia utilizada parte dos trabalhos de FMI (2007, p.127; 2011, p.55) e Mehigan (2018). Por esses, os *Ciclos de Liquidez* constituem-se de períodos em que ocorrem *Episódios* de entrada de capitais em um número significativo de países EED<sup>54</sup>, sendo os *Episódios* formados por um conjunto de *Surtos*. Assim, para entender a metodologia de forma mais fácil, parte-se da sua construção inicial, que são esses últimos.

Os *Surtos* correspondem a um único período (no nosso caso, um trimestre) de grande entrada de capitais, quando essa entrada (saldo trimestral das contas do lado do Passivo da CF (CFP), ou seja, IDP+ICP+OIP+DRP), por país, for maior do que a tendência de longo prazo da CFP desse – calculada através do filtro HP – em um desvio padrão (desvio padrão da tendência de longo prazo dos 20 trimestres antecedentes) e maior que 1,5% do PIB anual dessa economia.

Já um *Episódio* consiste em um conjunto de *Surtos*. O caso mais visível é quando há *Surtos* consecutivos. Todavia, caso haja até quatro trimestres ou menos separando esses *Surtos*, esses trimestres também constituirão o *Episódio*, desde que todos esses saldos intermediários permaneçam positivos. É preciso o agrupamento de pelo menos quatro períodos (trimestres) de grandes entradas de capitais (*Surtos*) para se considerar um *Episódio*.

Complementarmente, o final de um *Episódio* ocorre, após o cumprimento das regras expostas acima, quando o fluxo da CFP for menor que 1% do PIB. Do mesmo modo, o início do *Episódio* ocorre até o último período precedente ao primeiro *Surto* do conjunto que apresente fluxo da CFP maior que 1% do PIB.

---

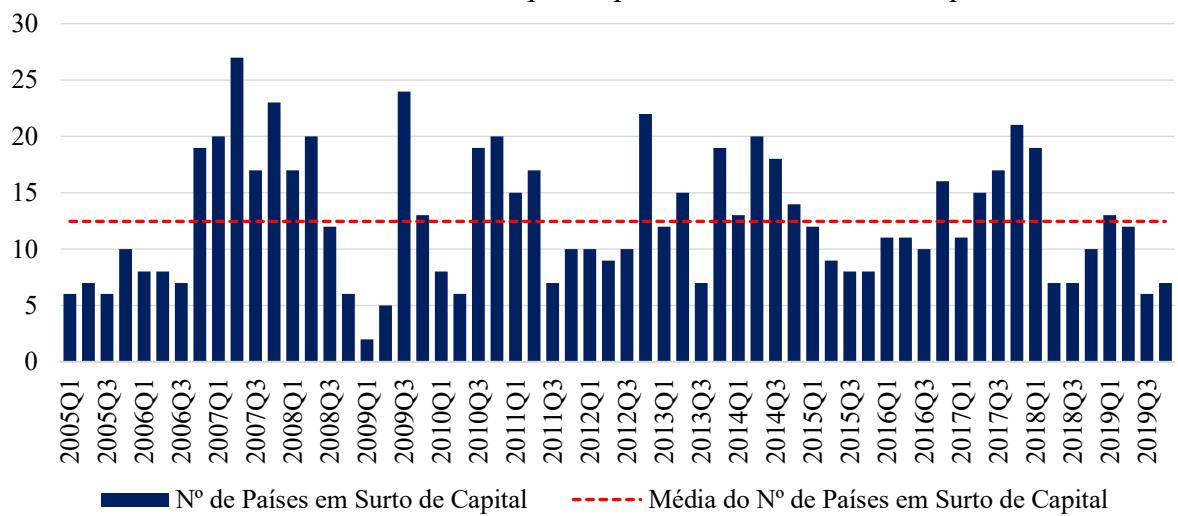
<sup>54</sup> Os ciclos de liquidez foram construídos com base nos dados de 48 países Em Desenvolvimento e Emergente. Todavia, nem todos apresentaram dados para todos os períodos, de forma que a média foi de 42,8 informações por trimestres. “Os 48 EMs [Economias Emergentes] da amostra estão divididos em quatro grupos regionais: 10 na Ásia, 15 na América Latina e na Europa e CEI emergentes, e oito em outros EMs. A Ásia inclui China, Índia, Indonésia, Coréia, Malásia, Paquistão, Filipinas, Sri Lanka, Tailândia e Vietnã; América Latina inclui Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Guatemala, Jamaica, México, Paraguai, Peru, Uruguai e Venezuela; A Europa emergente e a CEI incluem Armênia, Bulgária, Bósnia e Herzegovina, Croácia, República Tcheca, Estônia, Hungria, Cazaquistão, Letônia, Lituânia, Polônia, Romênia, Rússia, Sérvia e Ucrânia; e Outros EMs incluem Egito, Israel, Jordânia, Líbano, Marrocos, África do Sul, Tunísia e Turquia. Essa lista inclui algumas economias, como a República Tcheca, que agora são classificadas como economias avançadas no *World Economic Outlook*, mas foram classificadas como mercados emergentes [...] (FMI, 2011, p.55).

A partir dos cálculos individuais dos *Surtos* e dos *Episódios* para cada país, a alta dos *Ciclos de liquidez* é constituída de períodos em que há um número significativo de países EED em *Episódios* de capital.

Realizando esses cálculos para os fluxos de capitais nos países periféricos, pode-se ver, no Gráficos 3.1, o número de países em *Surto* de capital, por trimestre, de 2005 a final de 2019, em que a “média” representa a média do número de países em *Surto* de capital nesse interim.

Pelo Quadro 3.1, observa-se os períodos em que os países do BRICS estavam em *Episódio* de capital, e no Gráfico 3.2, o número de países periféricos em *Episódio* de capital, enquanto a “média” representa o número médio de países em *Episódio* no período retratado.

**Gráfico 3.1 – Número de países periféricos em *Surto* de capital**



Fonte: FMI. Elaboração própria.

**Quadro 3.1 – Períodos de *Episódios* de capital nos BRICS**

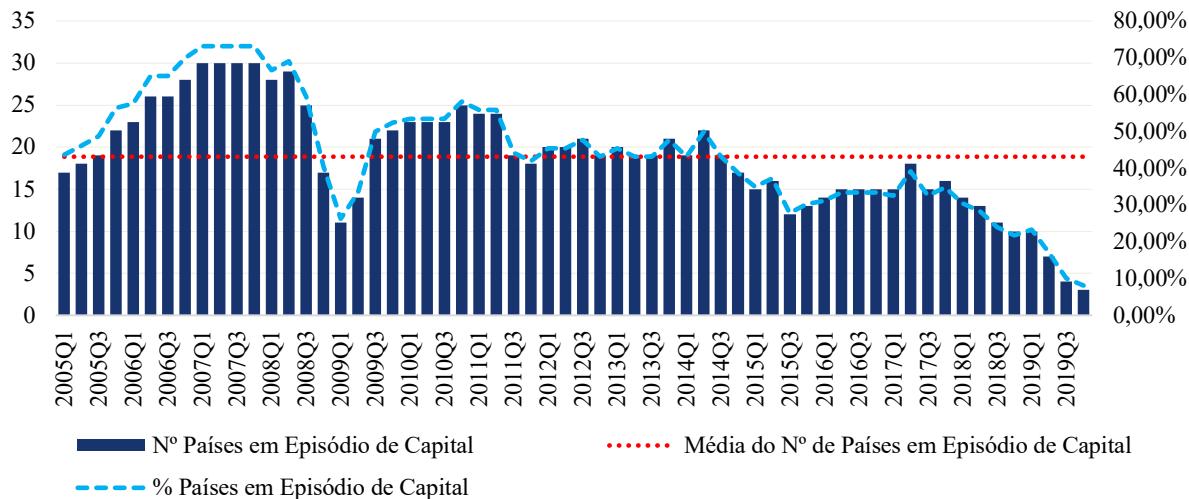
Países	Períodos em <i>Episódio</i> de capitais			
Brasil	2006Q4-2008Q3	2009Q2-2015Q2		
Índia	2005Q3-2008Q2	2009Q3-2011Q3	2012Q1-2015Q4	2016Q2-2019Q4
Rússia	2006Q4-2008Q3			
China <sup>55</sup>	2010Q1-2011Q3			
África do Sul	2005Q1-2008Q2			

Fonte: FMI. Elaboração própria.

Nota: “Q” refere-se a trimetre (*quarterly*).

<sup>55</sup> O cálculo dos *Episódios* de capitais para a China só pôde ser feito a partir de 2009Q4, uma vez que para esse é preciso conhecer o desvio padrão dos vinte trimestres anteriores, e os dados trimestrais que tivemos acesso da CF da China iniciam-se em 2005.

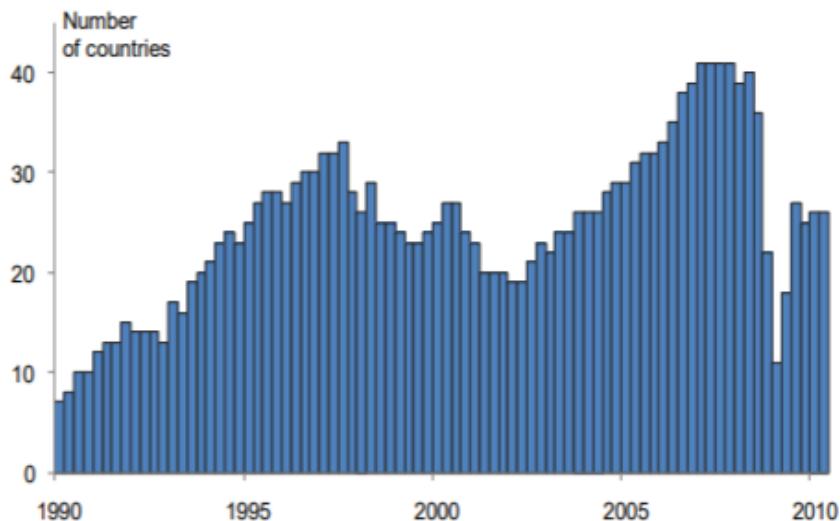
**Gráfico 3.2 – Número de países periféricos em *Episódio de capital* (2)**



Fonte: FMI. Elaboração própria.

Para o período anterior ao ano de 2005 utilizar-se-á o cálculo dos ciclos de liquidez elaborado pelo FMI (2011), conforme pode ser visto no Gráfico 3.3. Por esse, nota-se que o número de países em *Episódio de capital* é diferente do Gráfico 3.2 no período comum para esses dois. Todavia, isso se deve ao fato da metodologia e dos dados utilizados para os cálculos não serem exatamente os mesmos, o que, todavia, não prejudica a análise.

**Gráfico 3.3 – Número de países (EED) em *Episódio de capitais* (1)**



Fonte: FMI (2011).

A partir dos dados sobre o número de países EED em *Episódio de capital*, observa-se que a **liquidez** se eleva sobremaneira de 2002 até meados de 2008, demonstrando forte retração no final desse ano com a deflagração da crise financeira internacional. Em seguida, a liquidez volta a crescer logo após essa crise, mas mantendo-se num patamar inferior ao período

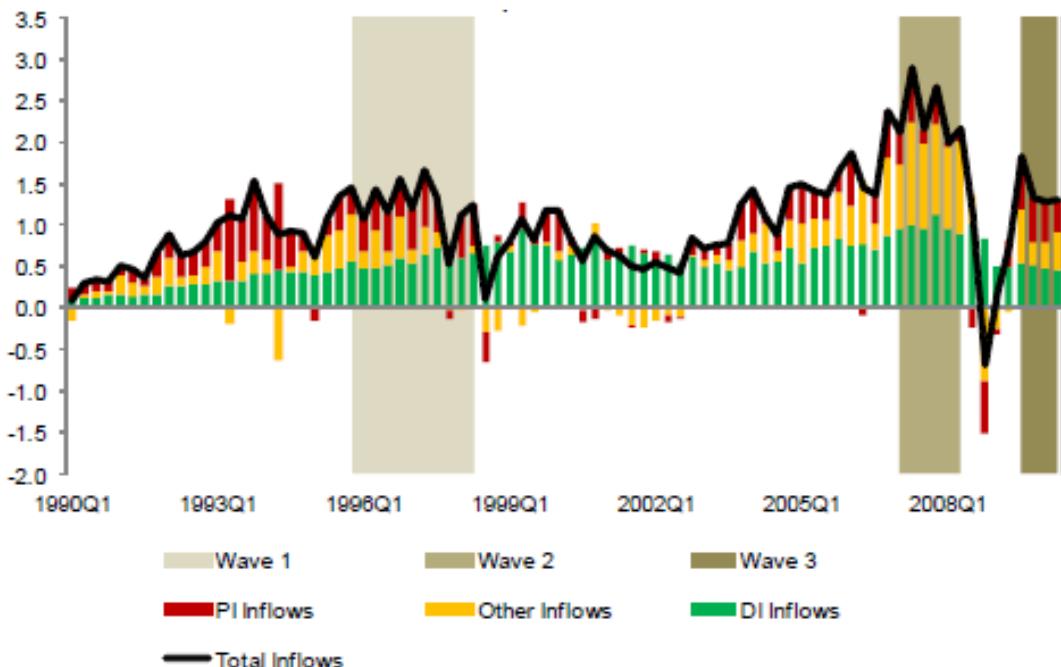
imediatamente anterior a essa, e arrefecendo-se a partir do 3º quadrimestre de 2014, entrando em tendência declinante em 2018.

A partir desses dados, será construída a periodicidade dos ciclos de liquidez de forma mais detalhada, na busca de explicar essa dinâmica a partir dos principais acontecimentos no mundo que impactaram as economias e os mercados financeiros internacionais.

### 3.2 – Constituição histórica da periodicidade dos ciclos de liquidez nos anos 2000

O século XXI inicia-se acompanhado de um período de baixa liquidez mundial, com queda do volume de capital destinado aos países periféricos e forte instabilidade nos mercados financeiros, sobretudo, em função das crises na Rússia (1998), no Brasil (1999), na Turquia (2001) e na Argentina (2002). Somam-se a esses acontecimentos as fraudes contábeis envolvendo empresas norte-americanas (dotcom) e os atentados terroristas de 2001 (SOUZA, 2017). Esse cenário teve como consequência uma maior preferência pela liquidez e menor apetite pelo risco dos aplicadores, resultando na maior demanda por ativos considerados mais seguros/líquidos, como os envolvendo as moedas dos países centrais. Desta forma, o período é de queda dos capitais para os países periféricos, principalmente, para os fluxos em IC e OI (Gráfico 3.4).

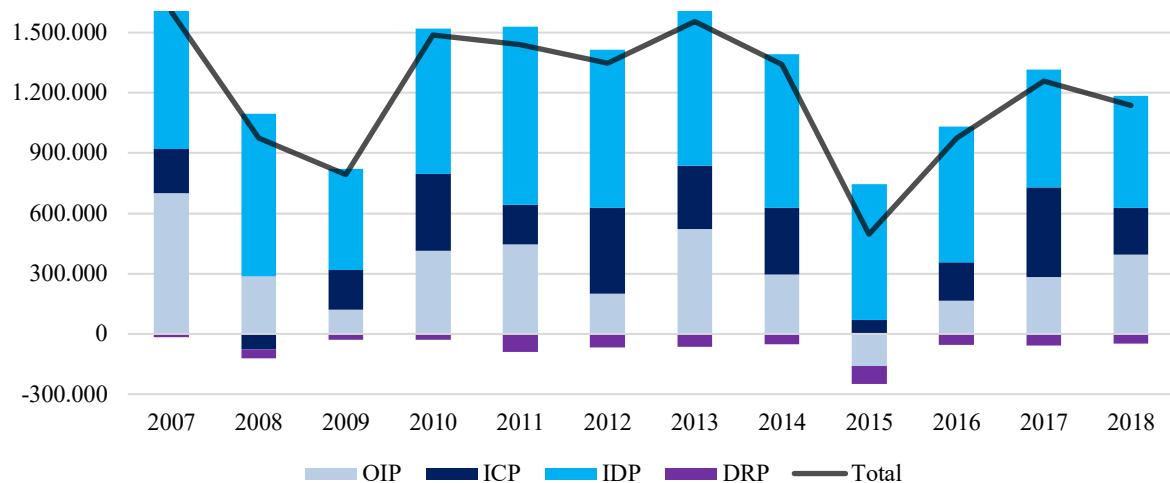
**Gráfico 3.4 – Influxos de capitais brutos para os países emergentes (em porcentagem do PIB)**  
– dados trimestrais de 1990 a 2009



Fonte: IMF (2011).

Nota: Composição dos fluxos: vermelho - IC; verde - ID; amarelo - OI. Os três retângulos beges representam os três ‘surtos de recursos’ nos países periféricos.

**Gráfico 3.5 – Fluxos de Capitais Totais (Passivo) para os países emergentes e em desenvolvimento (US\$ milhões) – dados anuais de 2007 a 2018**



Fonte: FMI. Elaboração própria.

A partir desses acontecimentos constata-se quatro períodos distintos da liquidez internacional e três em que há um elevado número de países em *Surto* de recursos, conforme os quadros abaixo (Quadro 3.2 e Quadro 3.3) (CORRÊA e PEREIRA, 2016).

#### Quadro 3.2 – Ciclos de liquidez internacional (1)

- (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>56</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>57</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 Banco Central Europeu (BCE). O período posterior é de crescimento da volatilidade e indicação de problematização de países periféricos.

Fonte: Corrêa e Pereira (2016).

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

<sup>56</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” (CORRÊA e PEREIRA, 2016, p. 131).

<sup>57</sup> Mais conhecida como crise do *subprime*, a crise financeira de 2008 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 Lehman Brothers (CUNHA, PRATES e DA SILVA BICHARA, 2009).

**Quadro 3.3 – Surto de Recursos**

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

Fonte: Corrêa e Pereira (2016).

Dessa forma, a partir de 2003 pode-se dizer que se abriu uma nova fase de liquidez, que durou, aproximadamente, até o segundo semestre de 2007, quando se destaca o primeiro movimento de manifestação da crise do *subprime*, que se aprofundou no segundo semestre de 2008. Pelo Quadro 3.1 pode-se observar que aquele foi o único período (2003 a 2007) dos anos 2000 em que todos os países do BRICS estiveram em *Episódio de capital*, ou seja, recebendo entradas significativas de recursos (nas contas do Passivo).

Essa fase de liquidez caracteriza-se por um maior apetite dos investidores ao risco; período de crescimento vigoroso e coordenado na maioria das economias, sobretudo, à expansão da China; elevado crescimento do comércio mundial e maior volume dos 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 nos 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.

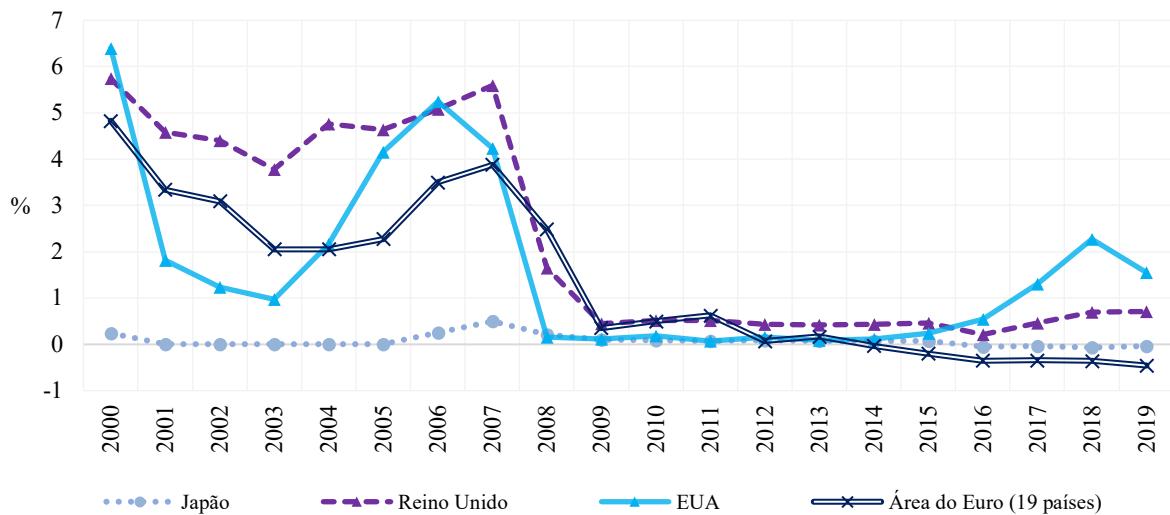
No caso dos países periféricos da América do Sul, nesse período de liquidez, as economias dessa Região também apresentaram taxas de crescimento elevadas, sendo que grande parte dessas se beneficiou da expansão do comércio internacional de *commodities*.

O crescimento do “apetite pelo risco” nesses anos de liquidez proporcionou um forte ingresso de recursos nos países periféricos, sobretudo em IC e para aqueles países que apresentavam mercados financeiros mais dinâmicos e ofereciam importantes diferenciais de juros (Gráfico 3.4). Ocorreu, também, um importante direcionamento de ID, sendo que os investidores buscavam, também, oportunidades ligadas ao potencial de crescimento que esses países apresentavam.

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 da taxa de juros básica norte-americana (Gráfico 3.6). A partir daí, há um aumento contínuo dessas taxas, que vai até 2006/2007. A mudança da trajetória dessas, em 2004, gerou impactos

significativos, mas que não foram suficientes para contrapor as expectativas positivas dos agentes sobre a economia e o momento de elevada liquidez.

**Gráfico 3.6 – Taxas de juros imediatas, Call Money, Taxa Interbancário, países centrais (ao ano) – 2000 a 2019**



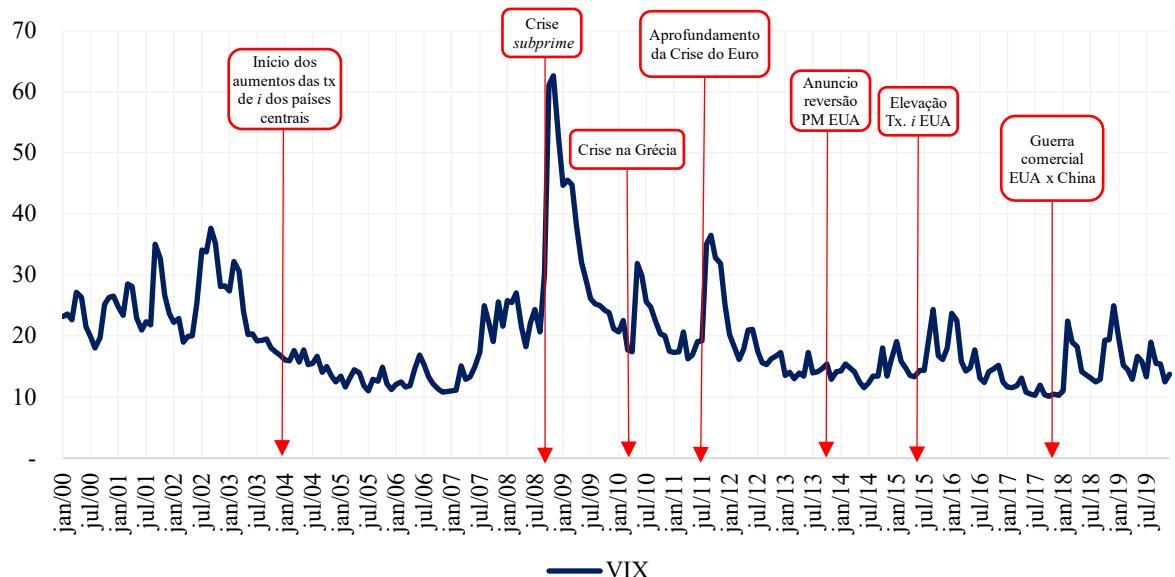
Fonte: OCDE. Elaboração própria.

Esse movimento pode ser observado pela dinâmica do índice VIX<sup>58</sup> (Gráfico 3.7), em que há uma tendência de queda da percepção de risco dos agentes a partir de meados de 2003 e até início de 2005, quando essa estabiliza-se num certo patamar e passa a apresentar maiores oscilações. A partir de 2007, a expectativa dos agentes se reverte, com aumento da incerteza e seu acirramento no final de 2008, com a quebra do banco Lehman Brothers e percepção da gravidade da crise financeira iniciada.

Assim, os ingredientes do crescimento generalizado do crédito no período retratado, e posterior elevação da inadimplência e da desvalorização dos imóveis e dos ativos financeiros associados às hipotecas americanas de alto risco (*subprime*), em conjunto com a maior complexidade e opacidade das engenharias financeiras criadas, fizeram com que a economia mundial desaguasse em outra crise econômica, a citada crise do *subprime* em 2008 (CINTRA e FARHI, 2008). De fato, entre o terceiro trimestre de 2007 e primeiro trimestre de 2009, o período é de grande instabilidade mundial, com fraco crescimento das economias centrais e maior aversão ao risco dos investidores (elevado valor do índice VIX), acarretando numa forte fuga de capitais nos países periféricos, sobretudo em ICP e OIP (Gráfico 3.4 e Gráfico 3.8).

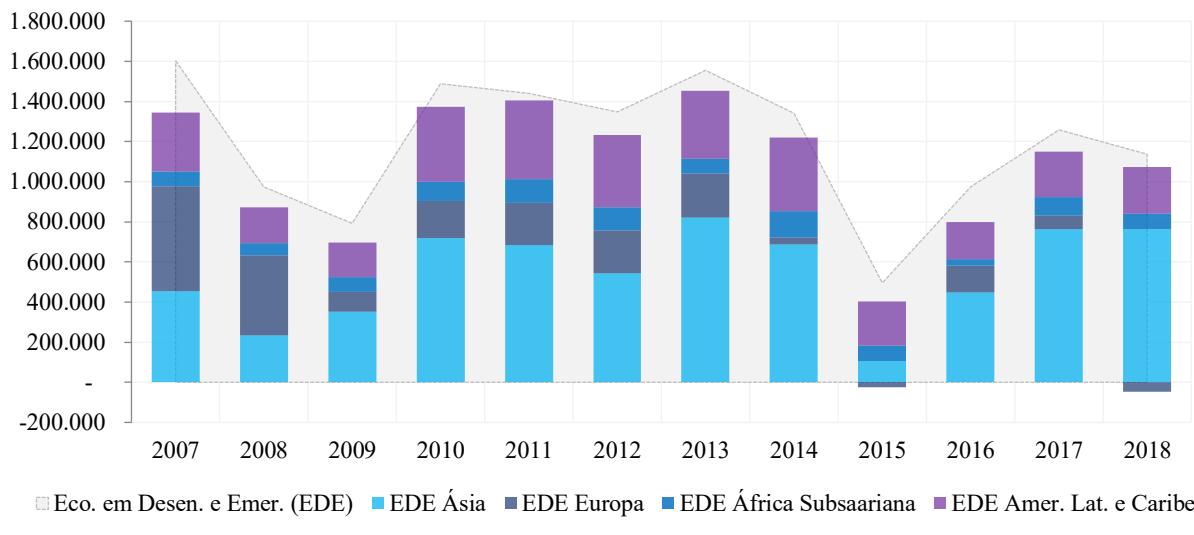
<sup>58</sup> Explicação na nota de rodapé número 4.

**Gráfico 3.7 – Índice de volatilidade VIX – média mensal do índice diário (jan/2000 a dez/2019)**



Fonte: CBOE. Elaboração própria.

**Gráfico 3.8 – Fluxos de capitais passivos para as economias em desenvolvimento e emergentes (eixo secundário) e seus subgrupos (eixo principal) – valores anuais em U\$ milhões (2007 a 2018)**



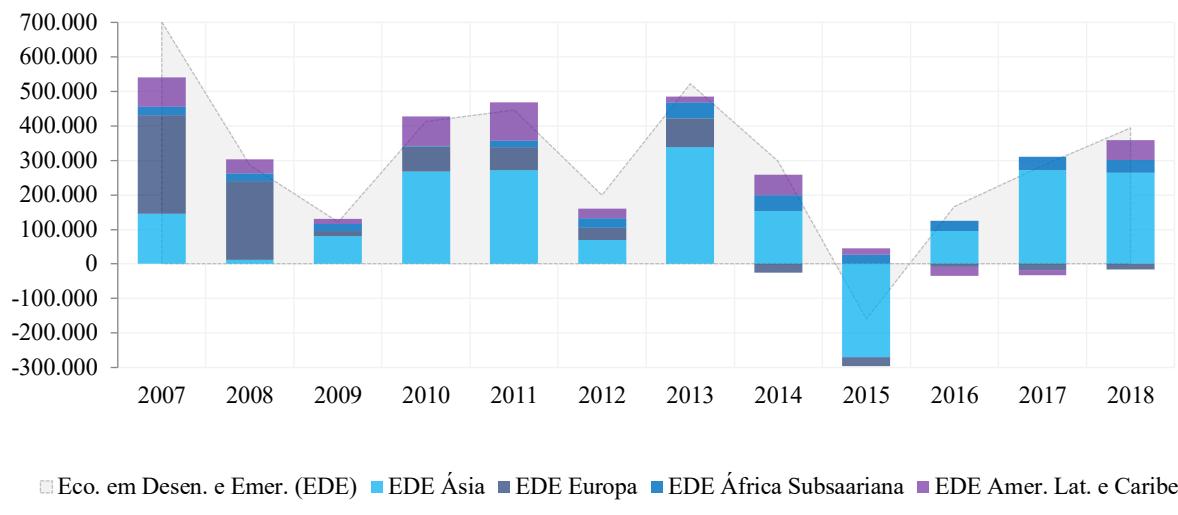
Fonte: IMF. Elaboração própria.

De tal modo, vê-se que o segundo trimestre de 2007 (2007Q2) foi o período em que mais países estavam em *Surto* (vinte e sete países) e *Episódio* de capitais (mais de 70% dos países analisados) nos anos analisados (Gráfico 3.1 e Gráfico 3.2), configurando-se num elevado patamar do indicador de liquidez internacional. Assim, pode-se notar que o período imediatamente anterior à crise financeira de 2008 foi de elevada liquidez e, após a ocorrência dessa, o primeiro trimestre de 2009 foi o período que demonstrou o menor número de países em *Surto* de capital (dois países), confirmando seu impacto na queda da liquidez mundial –

quatro trimestres subsequentes com o número de países em *Surto* de capital abaixo da média e forte redução dos países em *Episódio* de capital.

Entre os grupos de países EED, vê-se que os valores líquidos dos fluxos passivos em IC demonstraram acentuada redução para todos eles, apresentando valores negativos para os EED da Ásia, Europa e África subsaariana, e pequeno valor positivo para os EED da América Latina e Caribe, em 2008 (Gráfico 3.10). Os fluxos em OIP também apresentaram contração para o grupo dos EED analisados em 2008, mas sendo essa mais efetiva em 2009 (Gráfico 3.9), ao contrário dos ICP, que já demonstravam recuperação nesse ano.

**Gráfico 3.9 – Fluxos em Outros Investimentos Passivo para as economias em desenvolvimento e emergentes (eixo secundário) e seus subgrupos (eixo principal) – valores anuais em U\$ milhões (2007 a 2018)**



■ Eco. em Desen. e Emer. (EDE) ■ EDE Ásia ■ EDE Europa ■ EDE África Subsaariana ■ EDE Amer. Lat. e Caribe

Fonte: IMF. Elaboração própria.

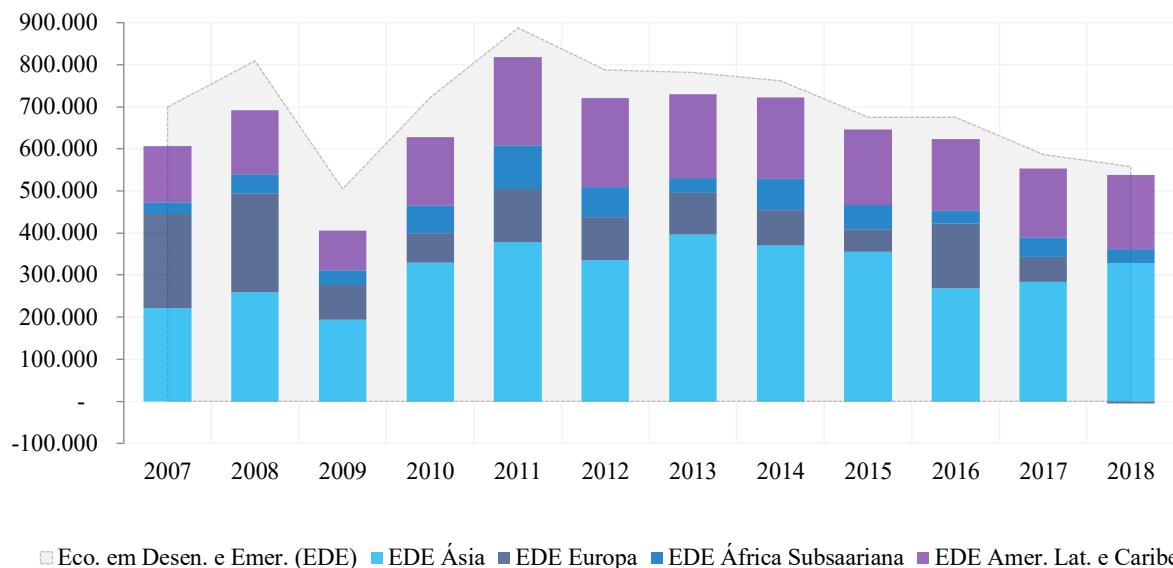
**Gráfico 3.10 – Fluxos em Investimentos em Carteira Passivo para as economias em desenvolvimento e emergentes (eixo secundário) e seus subgrupos (eixo principal) – valores anuais em U\$ milhões (2007 a 2018)**



■ Eco. em Desen. e Emer. (EDE) ■ EDE Ásia ■ EDE Europa ■ EDE África Subsaariana ■ EDE Amer. Lat. e Caribe

Fonte: IMF. Elaboração própria.

**Gráfico 3.11 – Fluxos em Investimentos Direto Passivo para as economias em desenvolvimento e emergentes (eixo secundário) e seus subgrupos (eixo principal) – valores anuais em U\$ milhões (2007 a 2018)**



■ Eco. em Desen. e Emer. (EDE) ■ EDE Ásia ■ EDE Europa ■ EDE África Subsaariana ■ EDE Amer. Lat. e Caribe

Fonte: IMF. Elaboração própria.

Os fluxos em IDP, considerados mais estáveis, também apresentaram redução em 2009, demonstrando taxa de variação anual de -38%, em relação a 2008, ou seja, - US\$ 304 bilhões, com queda mais expressiva para os EED da Europa e América Latina e Caribe (Gráfico 3.11). Quanto aos fluxos passivos totais para o grupo EED, houve quedas em 2008 e 2009, de U\$ 629 bilhões e U\$ 181 bilhões, respectivamente, sendo os fluxos de capitais para os EED em 2009 menor do que o ocorrente em 2008 (Gráfico 3.8).

O processo da citada crise, que afetou, sobretudo, os bancos e seguradoras, provocou importante movimento 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. Esse cenário, em conjunto com as políticas restritivas adotadas, gerou uma queda expressiva no crescimento dos países europeus, que se somou à desaceleração norte-americana.

A dinâmica da liquidez mundial é renovada com as políticas de “*Quantitative Easing*” (detalhadas no Quadro 3.4), iniciadas pelo governo norte-americano, que gerou nova expansão de recursos dirigidos aos países periféricos, tendo como consequência, também, um movimento de forte queda da taxa de juros básica dos EUA (Gráfico 3.6).

Os programas de *Quantitative Easing* (QE), promovidos pelo banco central norte-americano (*Federal Reserve* – FED), foram programas de aquisição de ativos que normalmente não são (todos) adquiridos pelo FED através de políticas monetárias convencionais (*open market*). Estima-se que esses programas injetaram “cerca de US\$ 3,6 trilhões na economia

americana por meio da compra de títulos lastreados em financiamentos imobiliários e *Treasuries*, quadruplicando o volume de ativos no balanço do FED” (LELLIS JUNIOR, 2015).

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).

O importante é compreender que essas medidas promoveram uma facilidade de liquidez. Ademais, a redução das taxas de juros dos Estados Unidos foi acompanhada de queda nas taxas de juros dos países centrais em geral, o que pode ser notado no Gráfico 3.6 .

**Quadro 3.4 – Rodadas dos programas de relaxamento monetário nos EUA**

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).

Nota: *Treasuries* - títulos do governo norte-americano. GSE - títulos de dívida das agências. MBS - títulos relacionados a hipotecas.

Essa dinâmica elevou o “apetite pelo risco” dos aplicadores financeiros, 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. Isto é, nos momentos de elevação da liquidez, altos diferenciais de juros são fatores decisivos para o volume de capitais que o país atrai, sobretudo os em IC (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 (de fato) no mercado monetário norte-americano impacta nas decisões dos agentes, em que o anúncio das medidas, por si só, já é capaz de afetar movimentos importantes de recursos, evidenciando o

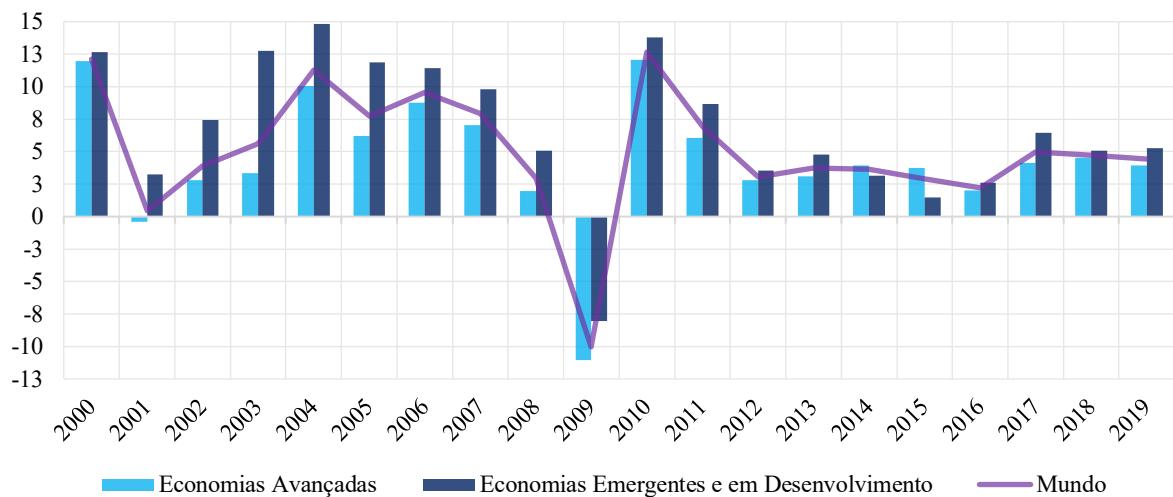
caráter especulativo e volátil de uma parte importante dos capitais que se dirige aos países periféricos.

Dessa forma, a redução das taxas de juros dos países centrais e os estímulos de liquidez adotados pelo governo norte-americano são essenciais para entender a rápida expansão do influxo de recursos para os países periféricos a partir de 2009, principalmente em IC. Assim, pode-se notar uma nova onda de recursos para os países periféricos a partir de então (Gráfico 3.8 e Gráfico 3.10).

Todavia, como é visto pelo indicador de liquidez internacional construído (Gráfico 3.2), a liquidez renovada com essas medidas é de magnitude inferior à ocorrida no período anterior (anos de 2003 a 2008), sendo essa mais relacionado às políticas monetárias do que à atividade econômica.

Ainda que a liquidez mundial tenha se mantido, a partir da crise de 2008 houve um fraco dinamismo do *quantum* de comércio, principalmente pela fraca recuperação das economias da Europa – submetidas à severa política de ajuste fiscal –, pela lenta recuperação dos Estados Unidos e pelo crescimento menos robusto da China. Do mesmo modo, essa é uma fase de redução dos preços das *commodities* e de queda no comércio, afetando os regimes de crescimento dos países periféricos que têm maior relação com o comércio exterior – como o caso do BRICS (Gráfico 3.12).

**Gráfico 3.12 – Taxa de variação anual do volume exportado de bens e serviços por grupo de países – 2000 a 2019**



Fonte: FMI. Elaboração própria.

O final desse período, de parcial recuperação da liquidez internacional após a crise do *subprime*, é encerrado com a pior das condições fiscais dos bairros europeus no final de 2011, que se mostraram insolventes, não conseguindo honrar seus compromissos.

A crise financeira na Grécia, no início de 2010 (2010Q1), também provocou redução no número de países em *Surto* de capital em dois trimestres (abaixo da média), enquanto que o aprofundamento da crise na Zona do Euro, no seu pior momento, em 2011Q3, afetou a liquidez internacional por cinco trimestres (número de países em *Surto* de capital abaixo da média e redução dos países em *Episódio*), ainda que de forma menos intensa do que a crise de 2008 (Gráfico 3.1 e Gráfico 3.2).

Para o período que se descontina a partir do final de 2011 têm-se quatro momentos qualitativamente distintos na periodicidade da liquidez, como demonstrado no Quadro 3.5. Após esse quadro resumo, os acontecimentos relatados que diferenciaram esses períodos e seus resultados sobre a economia mundial serão detalhados.

### **Quadro 3.5 – Ciclos de liquidez internacional (2)**

continua

<b>2011/4ºT – 2013/2ºT</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- período de menor liquidez internacional (em relação ao período de cheia anterior), mas ainda elevada, dada as políticas monetárias expansionistas no centro e, melhores condições em relação aos períodos subsequentes</li> <li>- maior subida do índice VIX da série (no final de 2011) – após 2002 e com exceção da crise em 2008</li> <li>- interrupção do crescimento das economias, após recuperação da crise do <i>subprime</i>, com maior problematização das economias desenvolvidas, principalmente as da Zona do Euro</li> <li>- estabilização do crescimento das economias em desenvolvimento</li> <li>- baixa dinâmica do comércio internacional, elevada fragilidade e volatilidade dos mercados e piora da vulnerabilidade das economias EED</li> <li>- permanência das baixas taxas de juros dos países centrais, com início da especulação quanto a reversão da política monetária norte-americana</li> <li>- estabilização do preço das <i>commodities</i>, mas num alto nível</li> </ul>
<b>2013/3ºT – 2015/4ºT</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- redução da liquidez internacional e aumento da instabilidade, com a sinalização da possível reversão da política monetária nos EUA (elevação da sua taxa de juros), ainda que amenizada pela manutenção das baixas taxas de juros em outros países centrais</li> <li>- início da recuperação dos países desenvolvidos, puxada, em sua maioria, pelo Japão e economias europeias</li> <li>- crises e menor ritmo de crescimento em Brasil, Rússia e África do Sul e queda de dinamismo da China</li> <li>- aumento da incerteza, volatilidade dos fluxos de capitais e demanda por dólar</li> <li>- elevada queda dos fluxos de capitais para os países EED, principalmente em ICP e OIP, mas também em IDP</li> <li>- queda aguda dos preços das <i>commodities</i> e desvalorização das moedas dos países EED</li> <li>- fortalecimento do dólar</li> <li>- forte subida do VIX em 2015</li> <li>- início da elevação da taxa de juros dos EUA</li> </ul>

### Quadro 3.5 – Ciclos de liquidez internacional (2)

continuação

<b>2016/1ºT</b> <b>–</b> <b>2017/4ºT</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- manutenção das baixas taxas de juros nas economias centrais</li> <li>- pequena melhora da liquidez internacional, mas abaixo dos últimos anos</li> <li>- redução do índice VIX</li> <li>- melhora do comércio internacional</li> <li>- esse período marca o primeiro ano (2017), desde 2011, que os crescimentos econômicos estimados foram superiores às projeções</li> <li>- recuperação lenta e desequilibrada entre agentes, setores e regiões, e nível de crescimento inferior ao da primeira década dos anos 2000</li> <li>- pequena subida dos preços das <i>commodities</i></li> <li>- melhora dos fluxos de capitais para os EED apenas em OIP e ICP, mas abaixo dos níveis anteriores</li> <li>- início do <i>Brexit</i><sup>59</sup></li> <li>- desconexão entre preços dos ativos e valor de mercado</li> <li>- elevação da incerteza e possibilidade de não manutenção do crescimento</li> </ul>
<b>2018/1ºT</b> <b>–</b> <b>2019/4ºT</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- início da guerra comercial/tecnológica entre EUA e China<sup>60</sup></li> <li>- frustração dos prognósticos de crescimento (principalmente da América Latina e Caribe) e de reversão das políticas de afrouxamento monetário</li> <li>- queda expressiva e progressiva da liquidez internacional no tempo, indo para o pior nível dos últimos 20 anos</li> <li>- problematização do <i>Brexit</i></li> <li>- elevação do índice VIX</li> <li>- renovação do movimento de depreciação das moedas periféricas</li> <li>- queda nos preços das <i>commodities</i></li> <li>- incertezas envolvendo a utilização de medidas protecionistas e questões geopolíticas (especialmente entre os Estados Unidos e o Irã, e deterioração adicional nas relações entre aquele primeiro e seus parceiros comerciais)</li> <li>- moderação do crescimento dos Estados Unidos</li> <li>- aumento da agitação social em vários países – devido à deterioração da confiança nas instituições tradicionais e à falta de representação nas estruturas governamentais</li> </ul>

Fonte: Elaboração própria.

### 2011/4ºTri – 2013/2ºTri

O período retratado é de redução do crescimento econômico, do comércio e da liquidez internacional, maior fragilidade e volatilidade dos mercados financeiros e piora da vulnerabilidade das economias EED em relação aos anos anteriores, mas situação melhor do que os períodos subsequentes.

<sup>59</sup> “*Brexit* é uma abreviação para “*British exit*” (“saída britânica”, na tradução literal para o português). Esse é o termo mais comumente usado quando se fala sobre a decisão do Reino Unido de deixar a EU [União Europeia]. [...] Em um plebiscito, realizado em 23 de junho de 2016, eleitores britânicos [...] decidiu que o país deveria deixar o bloco. [...] Em março de 2017, a decisão de deixar a UE foi notificada ao bloco – e, segundo o Artigo 50 do Tratado de Lisboa, uma vez comunicado, o desmembramento se efetivaria dois anos depois. Março de 2019 chegou e a separação não aconteceu.” (BBC, 2020).

<sup>60</sup> “A disputa comercial entre China e Estados Unidos vem causando preocupações em todo o mundo desde o começo de 2018, quando o presidente norte-americano, Donald Trump, fez o primeiro anúncio de tarifas impostas sobre produtos chineses. Desde então, houve tentativas de acordo, novas ameaças e negociações de trégua [...]” (TREVIZAN, 2019).

Nesse período, as economias desenvolvidas demonstram crescimento anêmico, com a recessão na Zona do Euro, e menor patamar de crescimento das economias em desenvolvimento. Ainda assim, o período é de alta liquidez mundial, devido às políticas monetárias frouxas (*quantitative easing*) e às baixas taxas de juros nas economias centrais, mas, ainda, de elevada instabilidade.

Nesses anos, todas as projeções de crescimento para o mundo e as economias EED feitas pelo Fundo Monetário Internacional foram frustradas, exceto em 2012 para as Economias Avançadas.

**Tabela 3.1 – Estimativa e projeção da taxa de crescimento econômico (%) para grupos de países selecionados – 2011 a 2013**

<b>Grupo</b>	<b>2011</b>			<b>2012</b>			<b>2013</b>		
	<b>A</b>	<b>B</b>	<b>B-A</b>	<b>A</b>	<b>B</b>	<b>B-A</b>	<b>A</b>	<b>B</b>	<b>B-A</b>
<b>Mundo</b>	4,4	3,8	-0,60	3,3	3,2	-0,10	3,5	3,0	-0,50
<b>Economias Avançadas</b>	2,5	1,6	-0,90	1,2	1,3	0,10	1,4	1,3	-0,10
<b>Emergentes e Em Desenvolvimento (EED)</b>	6,5	6,2	-0,30	5,4	5,1	-0,30	5,5	4,7	-0,80
<b>EED da Ásia</b>	8,4	7,9	-0,50	7,3	6,6	-0,70	7,1	6,5	-0,60
<b>EED da América Latina e Caribe</b>	4,3	4,6	0,30	3,6	3	-0,60	3,6	2,6	-1,00

Fonte: FMI. Elaboração própria.

A – projeção de crescimento (realizada no início do ano sinalizado).

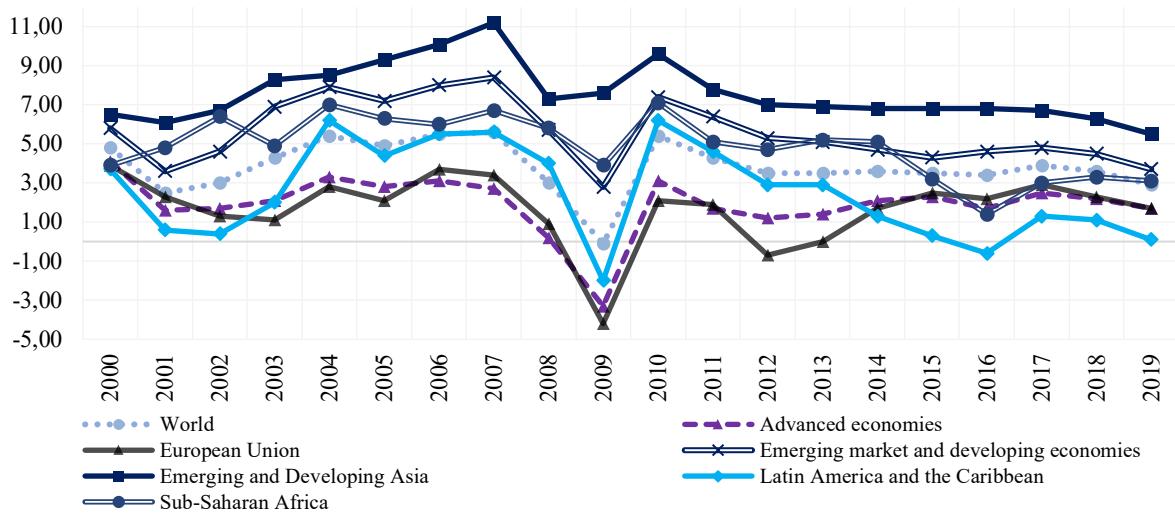
B – crescimento estimado (feita no início do ano posterior).

B-A – diferença entre crescimento estimado e projetado.

A problematização da economia mundial reaparece em meados de 2011, com o risco de piora deste cenário a partir do primeiro semestre de 2012, com a possibilidade de desaceleração das economias (UNCTAD, 2012). A interrupção da recuperação da economia mundial se deu, principalmente, com a piora das economias da Zona do Euro, com os possíveis riscos de contágio e a anemia das demais economias (Gráfico 3.13) (FMI, 2012), que ensejou no aumento do grau de incerteza dos aplicadores financeiros. Nesse momento, o índice VIX apresentou intensa subida e atingiu valor recorde em setembro de 2011, em relação aos anos 2000, sendo inferior apenas ao ano de 2002 e na crise em 2008.

As medidas para conter a crise na Europa – contração dos gastos do governo e flexibilização do mercado de trabalho – levou à drástica redução dos salários, e a lenta recuperação dos EUA, associada ao risco de contágio com a piora do caso europeu, por conta da ligação entre esses sistemas financeiros, reforçaram o agravamento do cenário (UNCTAD, 2012).

**Gráfico 3.13 – Taxa de crescimento (%) do Produto Interno Bruto, a preços constantes, de grupo de países selecionados – 2000 a 2018**



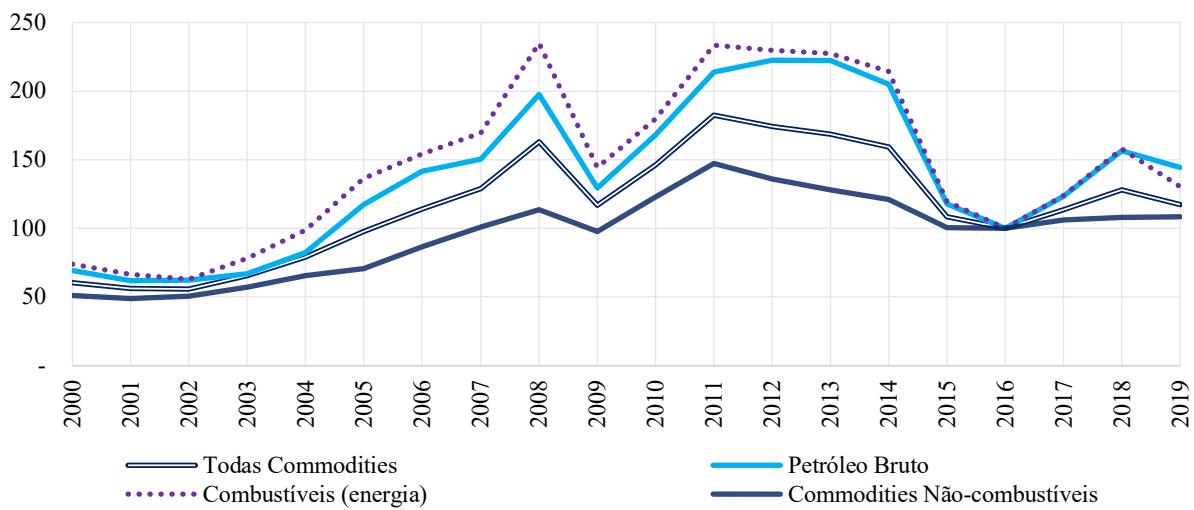
Fonte: FMI.

A piora do comércio internacional e a redução dos preços das *commodities* (Gráfico 3.12 e Gráfico 3.14) – muito por conta da redução da demanda dos países desenvolvidos – exigiu das economias uma reação via mercado interno, o que ocorreu em algumas dessas. Entretanto, as medidas adotadas nas economias EED, ainda que importantes, não foram suficientes para compensar aquele cenário, demonstrando a contínua vulnerabilidade desses países às economias do centro (UNCTAD, 2013; FMI, 2013a; FMI, 2013b). Todavia, quando o Banco Central Europeu decidiu liberar liquidez para os bancos em dificuldade, observou-se uma melhora da liquidez internacional em meados de 2012.

Na China, a contribuição das exportações para o crescimento do PIB continuou reduzindo-se, em contrapartida dos aumentos salariais, que impulsionaram o investimento interno e a produção. A demanda interna também foi importante na sustentação do crescimento da Índia – impulsionada por políticas de renda –, do Brasil – após crescimento fraco em 2012 – e da Rússia – também impactada pelos preços das *commodities* combustíveis. Dentre os BRICS, a África do Sul apresentava riscos consideráveis de desaceleração, em função da oscilação da demanda externa e debilidade da sua oferta (UNCTAD, 2013).

O final desse período é de estabilização do crescimento das economias EED – principalmente as asiáticas –, mas em patamar inferior ao visto na década anterior, com a manutenção da centralidade da China à frente desse grupo (FMI, 2013b). Ao mesmo tempo, as condições financeiras eram de paulatina deterioração, com piora da estabilidade, aumento da entrada de capitais de curto prazo nas economias EED e redução dos preços das *commodities* (ainda que mantidos num elevado patamar) (Gráfico 3.14).

**Gráfico 3.14 – Índice de preço das *commodities* (grupos selecionados) – dados mensais, 2000 a 2017**



Fonte: FMI.

Com isso, a queda da liquidez mundial nesse período é derivada, sobretudo, da redução dos fluxos (para os EED) em ICP, em 2011 (-13% em relação ao FTP desse grupo em 2010) – Ásia (- 11%), Europa (-8%) e América Latina e Caribe (-12%) –, e OIP, em 2012 (-17% em relação ao FTP do grupo em 2011) – Ásia (-30%), Europa (-15%) e América Latina e Caribe (- 21%) –, redução que também ocorreu para os IDP, em 2012, em todos os EED (-7% em relação ao FTP do grupo, ou, - US\$ 100,38 bilhões), com exceção da América Latina e Caribe (+0,37% em relação ao total) (Tabela 3.2<sup>61</sup>).

As políticas monetárias expansionistas das economias centrais, através da compra de ativos lastreados no mercado imobiliário e do tesouro e redução das taxas de juros, não surtiram efeitos sobre a expansão do crédito e da demanda agregada, em que as políticas fiscais contracionistas e a compressão salarial reforçaram essa dinâmica, no sentido de prejudicar o crescimento econômico. Um sistema financeiro sem reformas e acanhadas políticas macroeconômicas também dificultaram as condições das economias EED, com persistência do predomínio das atividades financeiras sobre as produtivas no mundo (UNCTAD, 2013).

Desta forma, o período retratado é de redução da liquidez internacional – como visto no indicador de liquidez proposto (Gráfico 3.2) –, mas ainda farta, dado os estímulos monetários, e instável, frente a problematização do crescimento dos países desenvolvidos, principalmente as economias da Zona do Euro, com elevação do endividamento dos agentes e maior incerteza quanto ao futuro.

<sup>61</sup> Valores apenas para 2012.

**Tabela 3.2 – Outros Investimentos, Investimentos em Carteira, Investimento Direto, e Fluxos Totais (Passivo) para as economias emergentes e em desenvolvimento – taxas de variação e variação absoluta anuais em 2012 e 2013 (valores em % e U\$ milhões)**

Cont.	Grupos de Países	Tx. Var.		Tx. Var./FTP Grupo		Var. Absoluta	
		2012	2013	2012	2013	2012	2013
Outros Investimentos Passivo	Eco. Emer. e em Desen. (EED)	-55%	162%	-17%	24%	-246.178	322.640
	EED Ásia	-74%	389%	-30%	49%	-201.887	268.628
	EED Europa	-46%	130%	-15%	22%	-30.599	47.206
	EED África Subsaariana	46%	69%	7%	16%	8.648	18.886
	EED Amer. Lat. e Caribe	-75%	-35%	-21%	-3%	-82.924	-9.912
Investimentos em Carteira Passivo	Eco. Emer. e em Desen. (EED)	118%	-26%	16%	-8%	232.256	-112.200
	EED Ásia	228%	-39%	15%	-11%	102.755	-58.126
	EED Europa	111%	-47%	24%	-21%	49.581	-44.194
	EED África Subsaariana	53%	-30%	13%	-11%	15.274	-13.273
	EED Amer. Lat. e Caribe	47%	2%	11%	1%	42.169	2.440
Investimentos Diretos Passivo	Eco. Emer. e em Desen. (EED)	-11%	-1%	-7%	0%	-100.377	-5.650
	EED Ásia	-12%	18%	-6%	11%	-43.659	61.875
	EED Europa	-19%	-4%	-11%	-2%	-23.472	-3.914
	EED África Subsaariana	-30%	-51%	-26%	-31%	-30.746	-36.531
	EED Amer. Lat. e Caribe	1%	-6%	0,37%	-4%	1.456	-13.332
Fluxos Totais Passivo	Eco. Emer. e em Desen. (EED)	-7%	15%	-7%	15%	-94.398	208.331
	EED Ásia	-20%	51%	-20%	51%	-138.128	276.480
	EED Europa	1%	4%	1%	4%	1.245	7.651
	EED África Subsaariana	-2%	-38%	-2%	-38%	-2.248	-43.501
	EED Amer. Lat. e Caribe	-9%	-5%	-9%	-5%	-33.737	-17.876

Fonte: FMI. Elaboração própria.

Nota: Tx. Var./FTP Grupo = Taxa de variação em relação aos Fluxos Totais Passivo do referente grupo de EED.

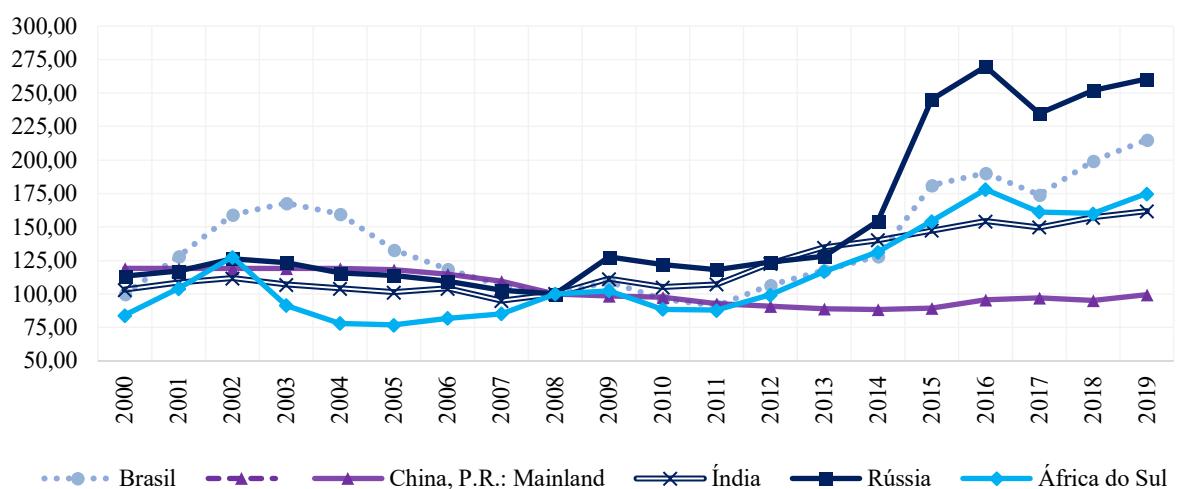
Por fim, a maior demanda privada nos EUA, a contração fiscal e o risco de elevação da sua dívida e suas repercussões, levaram esse país a repensar sobre os estímulos monetários, em que os investidores estavam cada vez mais certos dessa inflexão, que provocaria repercussão em todos os mercados (FMI, 2013b).

### 2013/3ºTri – 2015/4ºTri

O anúncio do FED no terceiro trimestre de 2013, de que poderia iniciar o processo de redução dos estímulos monetários (*tapering*<sup>62</sup>), reverberou nas expectativas dos mercados, com aumento da incerteza dos aplicadores financeiros, que na tentativa de antecipar o movimento de mudança das taxas de juros, alteraram seus portfólios, aumentando a demanda por dólar e desvalorizando, por consequência, as moedas dos países periféricos (PRATES e CUNHA, 2014).

Os reflexos desse movimento podem ser observados nos Gráfico 3.15 e Gráfico 3.16, com a desvalorização das moedas e elevação das taxas de juros dos principais países periféricos a partir do anúncio do FED no final de 2013, e consequentes impactos nos anos posteriores com a efetivação dos aumentos das taxas de juros e novos anúncios.

**Gráfico 3.15 – Moeda Nacional por dólar norte-americano, média anual (Número-Índice, 2008=100) – 2008 a 2019**



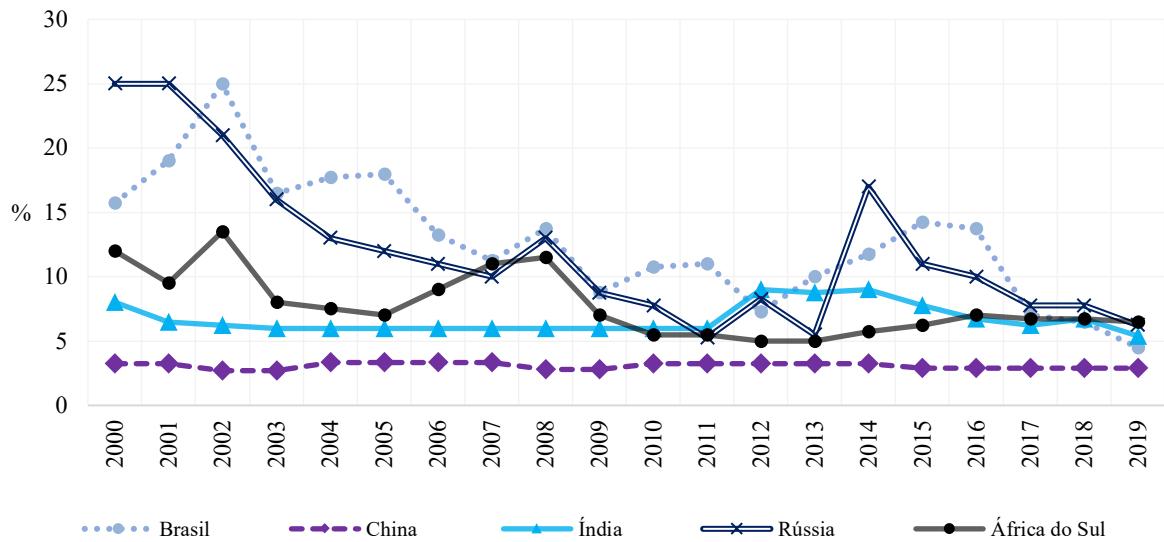
Fonte: OCDE.

Todavia, a partir de meados de 2014, a economia mundial parecia apresentar pequena melhora, principalmente por conta da recuperação dos países desenvolvidos, mais especificamente, das economias europeias, com uma política monetária mais branda. O melhor desempenho dessas economias pesou na (pequena) recuperação do comércio mundial, ainda que os desequilíbrios internos nos EED permaneciam. Para os países da América Latina e Caribe e economias em Transição, o cenário é outro, com desaceleração do crescimento, sobretudo das suas principais economias (Gráfico 3.13) (FMI, 2014; UNCTAD, 2014). A Rússia, por exemplo, sofreu uma crise cambial entre o final de 2014 e início de 2015, causada,

<sup>62</sup> Nome dado ao processo de retomada gradual da política monetária padrão nos EUA.

principalmente: pela desaceleração do crescimento desse país; forte queda do preço do petróleo; ataques especulativos ao rublo e eventos geopolíticos relacionados à Ucrânia (RODIONOV, PSHENICHNIKOV e ZHEREBOV, 2015).

**Gráfico 3.16 – Taxas de juros imediatas, *Call Money*, Taxa Interbancário (porcentagem ao ano), dos principais países emergentes – 2000 a 2019**



Fonte: OCDE.

Assim, esta inversão – recuperação das economias da Zona do Euro e piora da América Latina e Caribe – e expectativa de reversão da política monetária dos EUA são as marcas do período analisado. Outros movimentos correlatos são o início do movimento de queda dos preços das *commodities* (Gráfico 3.14) e redução da liquidez internacional – como visto no indicador de liquidez construído (Gráfico 3.2) –, com esses fenômenos.

Neste cenário, a fragilidade e o risco à baixa nos mercados eram presentes, com alta alavancagem e endividamento em moeda estrangeira nos países EED, e ativos sobre pressão caso a taxa de juros subisse mais que o esperado. Também para esses últimos países, vê-se, nesse momento, uma maior volatilidade nos mercados financeiros e dos fluxos de capitais, dado a retirada dos estímulos monetários (FMI, 2014).

De 2010 a 2014, a economia mundial não apresentou reações à condição de baixo crescimento, e mesmo com a sinalização de melhora em 2014, as perspectivas de crescimento eram inferiores às alcançadas na primeira década dos anos 2000. O comércio internacional, por sua vez, apresentava dinâmica completamente diferente daquele período, permanecendo no marasmo a partir da crise de 2008. Assim, a possibilidade desse cenário permanecer nos anos posteriores caracterizava o que alguns analistas passaram a chamar de “novo-normal” (UNCTAD, 2014).

As medidas adotadas no pós-crise, como o relaxamento monetário, contração fiscal e flexibilização do mercado de trabalho, tinham como perspectiva reconquistar a confiança dos agentes, melhorar os balanços contábeis e proporcionar uma recuperação sustentada. No entanto, essas medidas restringiram a demanda e tiveram maiores efeitos sobre os investimentos financeiros do que os produtivos, com rebatimento na elevação dos preços dos ativos, enxurrada de capitais para os EED e débil crescimento econômico (UNCTAD, 2014).

A frágil expansão da demanda nos mercados EED esteve ligada a insustentáveis bolhas de ativos e endividamento dos consumidores, e à vulnerabilidade dessas economias atenuada por conta da delicada estrutura financeira internacional, em que os fluxos de capitais têm impactos importantes e nem sempre positivos sobre as economias (UNCTAD, 2014).

Destarte, não há nada de especialmente novo para as economias periféricas a respeito dos ciclos financeiros, em que esses continuam próximos à dinâmica dos ciclos anteriores, determinados pelas condições dos países centrais, e desconectados das necessidades dos países periféricos (UNCTAD, 2014).

Após relativa melhora do sistema, em meados de 2014, as expectativas de retomada do crescimento já eram menos otimistas em 2015, com: atividade econômica mais fraca nas economias avançadas – sobretudo EUA, Japão e economias asiáticas; queda do ritmo dos em desenvolvimento; forte retração das economias da América Latina e revisão para baixo das expectativas de crescimento dos exportadores de matérias-primas (queda do preço das *commodities*). Entre os BRICS o cenário era heterogêneo, com altas taxas de crescimento da China e da Índia, recessão (em 2015 e 2016) das economias de Brasil, Rússia, e redução do crescimento da África do Sul (UNCTAD, 2015; FMI, 2015, FMI, 2016b).

A percepção de risco nos mercados financeiros também era elevada em 2015, graças às flutuações nos mercados e a incerteza quanto à condução da política monetária dos EUA (FMI, 2015). O índice VIX, que apresentava melhora e (relativamente) mais estável desde 2013, demonstrou reversão da sua tendência no final de 2014, elevando-se, sobretudo, no segundo semestre de 2015.

Nesse período, é notado que todos os grupos apresentaram crescimento abaixo da expectativa projetada, sendo que apenas o grupo dos EED da Ásia exibiram crescimento superior ao esperado em 2015 (**Tabela 3.3**).

**Tabela 3.3 – Estimativa e projeção da taxa de crescimento econômico (%) para grupos de países selecionados – 2014 e 2015**

<b>Grupo</b>	<b>2014</b>			<b>2015</b>		
	<b>A</b>	<b>B</b>	<b>B-A</b>	<b>A</b>	<b>B</b>	<b>B-A</b>
<b>Mundo</b>	3,7	3,3	-0,40	3,5	3,1	-0,40
<b>Economias Avançadas</b>	2,2	1,8	-0,40	2,4	1,9	-0,50
<b>Emergentes e Em Desenvolvimento (EED)</b>	5,1	4,4	-0,70	4,3	4,0	-0,30
<b>EED da Ásia</b>	6,7	6,5	-0,20	6,4	6,6	0,20
<b>EED da América Latina e Caribe</b>	3	1,2	-1,80	2,9	-0,3	-3,20

Fonte: FMI. Elaboração própria.

A – projeção de crescimento (realizada no início do ano sinalizado)

B – crescimento estimado (feita no início do ano posterior)

B-A – diferença entre crescimento estimado e projetado

O final desse período é marcado pela primeira subida da taxa de juros dos EUA, em dezembro de 2015, após o início da política de *quantitative easing* em 2008 e sete anos de permanência da taxa de juros próxima a zero. Todavia, a mera expectativa e sinalização dessa mudança já havia incitado uma realocação de portfólio dos aplicadores financeiros, provocando maior instabilidade nos mercados EED desde meados de 2013 e forte redução da liquidez internacional em 2014 (Gráfico 3.2). A partir da majoração da referida taxa, todavia, a desvalorização das moedas periféricas passou a ser aguda, juntamente com a queda do preço das *commodities*.

Com isso, os FTP para os EED, que já haviam demonstrado redução em 2014 (queda de 214 bilhões, em relação a 2013), em 2015, apresentaram menor nível de entrada da série (com redução de 844 bilhões, em relação a 2014), inferior aos valores ocorrentes em 2008 e 2009 (em plena crise financeira), com destaque para o elevado saldo negativo da conta OIP dos EED da Ásia, no valor de - U\$ 270 bilhões (-62%, em relação ao FTP desse grupo, de 2014 para 2015) (Tabela 3.4, Gráfico 3.8 e Gráfico 3.9).

A redução dos fluxos em ICP também foi abrupta em 2015 (-20% em relação aos FTP dos EED), apresentando fluxo negativo para os EED da Europa (no valor de -U\$ 19,82 bilhões e taxa de variação em relação ao FTP do grupo de -66%), sendo que, também para esse grupo, os OIP demonstraram saldo negativo (no valor de - U\$ 25,83 bilhões e taxa de variação em relação ao FTP do grupo de -2%), o que ocasionou o pior resultado dos EED da Europa, naquele ano, nos Fluxos Totais Passivo (saldo no valor de -U\$ 26,11 bilhões e taxa de variação anual de -172% em relação ao FTP desse grupo).

Os EED da América Latina e Caribe e da África Subsaariana também demonstraram forte redução dos FTP, - 40% e - 42%, respectivamente, em 2015 (em relação a 2014), sendo essas taxas mais expressivas do que as ocorridas em 2008 (para esses grupos). Os fluxos que

mais impactaram nesses resultados foram, no caso da África, os OIP (-16% em relação aos FTP para esse grupo), e, no caso da América Latina e Caribe, os ICP (-22% em relação aos FTP para esse grupo).

Ao observar os fluxos em IDP, ainda que esses tenham permanecido em alto patamar, suas reduções foram significativas em 2015 (- US\$ 87,84 bilhões), sendo o fluxo que mais impactou no Passivo dos EED da Europa, com redução de - US\$ 32,07 bilhões, correspondente a -89% dos FTP para esse grupo. Destaca-se, também, as reduções de IDP em 2015 (em relação a 2014) em - US\$ 14,87 bilhões para os EED da Ásia; - US\$ 14,86 bilhões na África Subsaariana e - US\$ 14,46 para a América Latina e Caribe.

**Tabela 3.4 – Outros Investimentos, Investimentos em Carteira, Investimento Direto, e Fluxos Totais (Passivo) para as economias em desenvolvimento e emergentes – taxas de variação e variação absoluta anuais em 2014 e 2015 (valores em % e US\$ milhões)**

Cont.	Grupos de Países	Tx. Var.		Tx. Var./FTP Grupo		Var. Absoluta	
		2014	2015	2014	2015	2014	2015
Outros Investimentos Passivos	Eco. Emer. e em Desen. (EED)	-43%	-154%	-14%	-34%	-225.364	-456.707
	EED Ásia	-55%	-278%	-23%	-62%	-185.510	-422.913
	EED Europa	-130%	-2%	-50%	-2%	-108.793	-603
	EED África Subsaariana	3%	-45%	2%	-16%	1.539	-21.272
	EED Amer. Lat. e Caribe	222%	-69%	12%	-11%	40.237	-40.368
Investimentos em Carteira Passivos	Eco. Emer. e em Desen. (EED)	5%	-79%	1%	-20%	15.503	-261.722
	EED Ásia	68%	-89%	7%	-20%	61.001	-134.642
	EED Europa	-92%	-600%	-21%	-66%	-46.016	-23.783
	EED África Subsaariana	-16%	-15%	-7%	-3%	-4.796	-3.845
	EED Amer. Lat. e Caribe	2%	-60%	1%	-22%	2.485	-82.153
Investimentos Diretos Passivos	Eco. Emer. e em Desen. (EED)	-2%	-12%	-1%	-7%	-19.160	-87.836
	EED Ásia	-7%	-4%	-3%	-2%	-26.535	-14.867
	EED Europa	-14%	-38%	-6%	-89%	-13.982	-32.068
	EED África Subsaariana	107%	-20%	52%	-11%	37.945	-14.855
	EED Amer. Lat. e Caribe	-2%	-7%	-1%	-4%	-4.447	-14.455
Fluxos Totais Passivo	Eco. Emer. e em Desen. (EED)	-14%	-63%	-14%	-63%	-214.722	-844.578
	EED Ásia	-17%	-84%	-17%	-84%	-135.651	-579.209
	EED Europa	-84%	-172%	-84%	-172%	-183.544	-62.154
	EED África Subsaariana	83%	-42%	83%	-42%	59.951	-55.669
	EED Amer. Lat. e Caribe	8%	-40%	8%	-40%	25.903	-146.780

Fonte: FMI. Elaboração própria.

Nota: Tx. Var./FTP Grupo = Taxa de variação em relação aos Fluxos Totais Passivo do referente grupo de EED.

Esses movimentos evidenciam a queda da liquidez internacional. Enquanto o anúncio de possível reversão da política monetária dos EUA, em 2013Q3, impactou em um único trimestre no número de países em *Surto* de capitais (número de países em *Surto* abaixo da média) e não ocasionou em queda do indicador de liquidez internacional (Gráfico 3.1 e Gráfico 3.2), o impacto da reversão da taxa de juros (de fato) parece ter sido antecipada, com a redução dos países em *Surto* desde o final de 2014, com impactos progressivamente maiores ao se aproximar da efetivação daquela política (no final de 2015). Nesse interim, em sete trimestres o número de países em *Surto* de capital esteve abaixo da média, em que esse evento também causou uma forte redução no nível de liquidez internacional, mensurado pelo número de países em *Episódio* de capital.

Destarte, o final deste período é caracterizado por uma economia global ainda frágil, com baixo crescimento, fraco desempenho dos desenvolvidos, receio de piora dos EED – risco de crise no Brasil, Rússia e África do Sul e queda de dinamismo da China – e piora do cenário externo (marasmo no comércio internacional e segundo ano de queda do preço das *commodities*) (UNCATAD, 2016). Todos esses fatores impactaram nas saídas de capitais, deflação dos ativos, desvalorização das moedas, aumento das vulnerabilidades e forte queda da liquidez internacional.

### **2016/1ºTri – 2017/4ºTri**

A economia em 2016 permanecia frágil, com baixo crescimento, principalmente dos países desenvolvidos, e receio de piora dos em desenvolvimento. As dívidas e as desigualdades sociais eram maiores do que em 2008, em que os mercados financeiros permaneciam sem grandes reformas. Todavia, a situação parecia ser mais sólida que naquele ano (UNCTAD, 2016; FMI, 2016).

De acordo com o Bank for International Settlements, a dívida das empresas não financeiras aumentou de US \$ 9 trilhões no final de 2008 para pouco mais de US \$ 25 trilhões até o final de 2015, e dobrou como porcentagem do produto interno bruto (PIB) – de 57% para 104% – no mesmo período (UNCTAD, 2016, tradução nossa).

Desde a sinalização de redução das políticas de afrouxamento quantitativo dos EUA no final de 2013, os fluxos de capitais vêm apresentando-se mais voláteis, em que a possibilidade de fuga de capitais tem ameaçado até as economias em desenvolvimento mais robustos – como o caso da China, com a adoção de controles de capitais em 2016 (UNCTAD, 2017). Essa mudança teve como consequência, dentre outras, a depreciação das moedas periféricas e maior instabilidade dessas economias (UNCTAD, 2018).

Nesse período, a economia norte-americana apresentou pequena desaceleração da sua recuperação, com desintoxicação do sistema bancário, elevado endividamento das famílias e dificuldade dos exportadores com o fortalecimento do dólar nos últimos anos (UNCTAD, 2016). O ano de 2016 foi o de pior desempenho econômico dos EUA na década de 2010, sendo que esse país demonstrou crescimento médio próximo a 2% nesses anos (ROUBICEK, 2020).

A recuperação da Zona do Euro parecia fracassada, apresentando anêmica demanda doméstica, problemas de crise migratória e dúvidas sobre o futuro da integração europeia, com a ocorrência do *Brexit* (UNCTAD, 2016). A persistência da fraca demanda nas economias desenvolvidas sufocava o crescimento da economia global, em que pese o maior endividamento público e a queda dos salários e gastos das famílias, que impactam fortemente na demanda agregada (UNCTAD, 2016).

Ainda que as tendências protecionistas estivessem sob controle, o comércio internacional permanecia no marasmo pelo quinto ano consecutivo, tendo na fraca demanda mundial seu principal motivo, com a estagnação dos salários reais. A redução do comércio internacional penalizava, principalmente, os exportadores de *commodities* (UNCTAD, 2016). As previsões de crescimento positivo para a América Latina e Caribe só ocorreram após dois anos de contração, em 2015 e 2016, com redução do PIB em 0,3% e 0,8%, respectivamente. Os EED da Ásia e avançados da Europa (principalmente, Alemanha, Itália e Países Baixos), todavia, apresentaram importante crescimento nesses anos (UNCTAD, 2017).

O ano de 2017, entretanto, é marcado pela melhora do crescimento dos países desenvolvidos e recuperação das economias EED que estavam com problemas. Desde 2011, este foi o primeiro ano em que os crescimentos estimados foram superiores às projeções, evidenciando uma melhora do crescimento mundial acima do esperado (Tabela 3.5).

**Tabela 3.5** – Estimativa e projeção da taxa de crescimento econômico (%) para grupos de países selecionados – 2016 e 2017

Grupo	2016			2017		
	A	B	B-A	A	B	B-A
Mundo	3,4	3,1	-0,30	3,4	3,7	0,30
Economias Avançadas	2,1	1,6	-0,50	1,9	2,3	0,40
Emerg. e em Desen. (EED)	4,3	4,1	-0,20	4,5	4,7	0,20
EED da Ásia	6,3	6,3	0,00	6,4	6,5	0,10
EED da América Latina e Caribe	-0,3	-0,7	-0,40	1,2	1,3	0,10

Fonte: FMI. Elaboração própria.

A – projeção de crescimento (realizada no início do ano sinalizado)

B – crescimento estimado (feita no início do ano posterior)

B-A – diferença entre crescimento estimado e projetado

Todavia, a maioria dos países ainda não tinha retomado suas trajetórias de crescimento sustentado, com recuperação lenta e desequilibrada entre agentes, setores e regiões. Ainda assim, essa recuperação, iniciada a partir de meados de 2016, foi o crescimento mundial mais sincronizado apresentado depois de 2010 (UNCTAD, 2017; FMI, 2018). Essa pequena melhora reflete e é refletida na elevação do preço das *commodities* – ainda que num patamar abaixo do apresentado no início dos anos 2000 –, e na volta da expansão do comércio internacional, ainda que tímida. O índice VIX, também, que sinalizava maior instabilidade do início de 2016, logo converte-se numa tendência de redução e maior tranquilidade até final de 2017.

A América Latina, no mesmo sentido, demonstrava recuperação do crescimento em 2017 – ainda que baixo (1,1% em 2017) –, principalmente, por conta do restabelecimento das economias de Brasil e Argentina, subida do preço das *commodities* e melhora nos termos de troca (UNCTAD, 2018b). O Brasil, maior economia do grupo, contudo, obteve crescimento abaixo do esperado. Esse ocorreu em conjunto com a forte depreciação da sua moeda – segurada pela emissão de *swaps* – e redução da taxa de juros – com diminuição das possibilidades de *carry trade* –, o que instigou um ataque especulativo, que só parou com a ameaça do Banco Central de intensificação das operações com *swaps*. O bom nível de reservas e o baixo déficit em Conta Corrente foi um dos fatores que amenizaram a situação (UNCTAD, 2018b).

As Economias em Transição apresentaram recuperação após recessão em 2015 e 2016, estimuladas pela subida do preço do petróleo, o que impactou, principalmente, a economia Russa, que tem a capacidade de externalizar os benefícios do comércio desses produtos aos demais CIS (Comunidade dos Estados Independentes). Outro incentivo positivo sobre essas economias tem sido os investimentos em infraestrutura, via empréstimos com a China, ainda que austeridade fiscal tenha trabalhado contra esses benefícios (UNCTAD, 2018b).

A África do Sul demonstrou baixo crescimento em 2016 e 2017, com forte queda em 2018. Todavia, essa tem experimentado maiores entradas de investimentos estrangeiros, numa CF cada vez mais aberta, com destaque para o setor de Finanças, Imobiliário e *Business Services* – entre 2008 e 2016, os fluxos aumentaram em 250%, sendo 230% em ID e 350% nas entradas em carteira (UNCTAD, 2018b).

A expectativa para a Ásia em desenvolvimento era que o crescimento apresentado em 2016 e 2017 se mantivesse nos próximos anos, com provável desaceleração da China e da Índia, mas mantendo-se essas entre os países que mais crescam no mundo. Ainda assim, aquela última demonstrava elevada acumulação de dívidas bancárias, que ameaçava a estabilidade e a oferta de crédito. Somado a déficits em Conta Corrente, a rupia Indiana sofreu elevada pressão – nos

primeiros meses de 2018, passando por uma desvalorização de 7,5% em relação ao dólar (UNCTAD, 2018b).

A tendência para o conjunto dos EED e em transição era de manutenção do crescimento e possibilidade de melhora da Conta Corrente, com elevação do preço das *commodities*, principalmente do petróleo, ainda que esse aumento pudesse afetar alguns de forma negativa (UNCTAD, 2018b).

A depreciação das moedas e a saída de capitais, todavia, que já era ocorrente, apresentava risco de intensificação, em virtude de movimentos com o intuito de antecipar os prováveis aumentos da taxa de juros dos EUA, sobretudo pela existência de operações de *carry trade* (UNCTAD, 2018b).

A elevação das taxas de juros e a depreciação das moedas poderiam afetar, ainda, as firmas que possuíam passivos em moeda estrangeira, o que acarretaria a depreciação dos ativos, maior instabilidade financeira e sobre o crescimento (UNCTAD, 2018b).

Em 2017, os fluxos internacionais de capitais se mostravam modestos e frágeis, com forte possibilidade de reversão, e já no início de 2018 as economias EED experimentaram aguda fuga dos fluxos em carteira (UNCTAD, 2018b).

A taxa de variação anual dos FTP para os EED foi positiva em 2016 (+97%) e 2017 (+29%), após forte queda desses fluxos em 2015. Todavia, ela foi negativa para os EED da África Subsaariana (-57%) e América Latina e Caribe (-15%) em 2016, e para os EED da Europa em 2017 (-50%) (Tabela 3.6).

As contas que mais impactaram nesse aumento das entradas de capitais (passivos) foram, em 2016, os OIP (+66%) – que apresentaram variação positiva para todos os EED analisados, nos dois anos, com exceção de 2016 para a América Latina e Caribe, e 2017 para a Europa – e, em 2017, os ICP (+26%) – que também demonstraram variação positiva para todos os EED analisados, nos dois anos, com exceção de 2016 para a África Subsaariana.

Os fluxos em IDP, por outro lado, exibiram aumento quase nulo em 2016 (0,055%) e queda em 2017 (-9%, em relação aos FTP desse grupo). Nesse primeiro ano, somente os EED da Europa apresentaram variação anual positiva (+387% em relação ao FTP desse grupo), e, em 2017, os EED da Ásia (+3% em relação aos FTP desse grupo) e da África Subsaariana (+43% em relação aos FTP desse grupo).

**Tabela 3.6 – Outros Investimentos, Investimentos em Carteira, Investimento Direto, e Fluxos Totais (Passivo) para as economias em desenvolvimento e emergentes – taxas de variação e variação absoluta anuais em 2016 e 2017 (valores em % e U\$ milhões)**

Cont.	Grupos de Países	Tx. Var.		Tx. Var./FTP Grupo		Var. Absoluta	
		2016	2017	2016	2017	2016	2017
Outros Investimentos Passivo	Eco. Emer. e em Desen. (EED)	203%	72%	66%	12%	325.233	118.706
	EED Ásia	135%	187%	343%	40%	365.588	177.182
	EED Europa	64%	-97%	63%	-7%	16.519	-9.000
	EED África Subsaariana	12%	31%	4%	28%	3.248	9.162
	EED Amer. Lat. e Caribe	-243%	42%	-20%	6%	-43.771	10.914
Investimentos em Carteira Passivo	Eco. Emer. e em Desen. (EED)	172%	133%	24%	26%	120.929	253.785
	EED Ásia	319%	191%	48%	29%	50.979	127.816
	EED Europa	131%	578%	100%	27%	26.021	35.880
	EED África Subsaariana	-65%	433%	-19%	101%	-14.526	33.520
	EED Amer. Lat. e Caribe	14%	58%	3%	19%	7.622	36.230
Investimentos Diretos Passivo	Eco. Emer. e em Desen. (EED)	0%	-13%	0%	-9%	275	-88.474
	EED Ásia	-24%	6%	-82%	3%	-86.983	15.381
	EED Europa	192%	-61%	387%	-71%	101.028	-93.877
	EED África Subsaariana	-46%	45%	-35%	43%	-27.056	14.179
	EED Amer. Lat. e Caribe	-5%	-3%	-4%	-3%	-9.602	-5.596
Fluxos Totais Passivo	Eco. Emer. e em Desen. (EED)	97%	29%	97%	29%	479.563	282.780
	EED Ásia	321%	70%	321%	70%	341.514	314.669
	EED Europa	609%	-50%	609%	-50%	159.023	-66.050
	EED África Subsaariana	-57%	181%	-57%	181%	-43.624	59.863
	EED Amer. Lat. e Caribe	-15%	23%	-15%	23%	-33.721	42.178

Fonte: FMI. Elaboração própria.

Nota: Tx. Var./FTP Grupo = Taxa de variação em relação aos Fluxos Totais Passivo do referente grupo de EED.

Destarte, o período retratado é de pequena melhora da liquidez internacional – como visto no indicador de liquidez proposto (Gráfico 3.2) –, ainda que mantida num baixo nível (em relação aos períodos anteriores). Não obstante, os prognósticos de recuperação sincronizada do crescimento mundial, feitos pelas instituições de previsão em 2017, foram frustrados já em 2018. Com isso, as expectativas dos bancos centrais e *policy makers*, de reversão das políticas monetárias frouxas, tiveram que ser abortadas, dando lugar à discussão de quando ocorreria essa inversão, sua velocidade e horizonte (UNCTAD, 2018b).

### **2018/1ºTri – 2019/4ºTri**

Nesse período, a queda da liquidez foi expressiva e progressiva no tempo, indo para o pior nível dos últimos 20 anos, de acordo com o indicador de liquidez (Gráfico 3.2)<sup>63</sup>. Esse movimento ocorreu concomitante à renovada tendência de depreciação das moedas periféricas, em paralelo com a queda do preço das *commodities* e frustração quanto ao crescimento das economias, sobretudo dos EED da América Latina e Caribe, em 2019 (Tabela 3.7). Nesse momento, o índice VIX deu um salto já no início de 2018, e manteve essa trajetória e elevada instabilidade no período (Gráfico 3.7).

**Tabela 3.7 – Estimativa e projeção da taxa de crescimento econômico (%) para grupos de países selecionados – 2018 e 2019**

<b>Grupo</b>	<b>2018</b>			<b>2019</b>		
	<b>A</b>	<b>B</b>	<b>B-A</b>	<b>A</b>	<b>B</b>	<b>B-A</b>
<b>Mundo</b>	3,9	3,7	-0,20	3,5	2,9	-0,6
<b>Economias Avançadas</b>	2,3	2,3	0,00	2,0	1,7	-0,3
<b>Emerg. e em Desen. (EED)</b>	4,9	4,6	-0,30	4,5	3,7	-0,8
<b>EED da Ásia</b>	6,5	6,5	0,00	6,3	5,6	-0,7
<b>EED da América Latina e Caribe</b>	1,9	1,1	-0,80	2,0	0,1	-1,9

Fonte: FMI. Elaboração própria.

A – projeção de crescimento (realizada no início do ano sinalizado)

B – crescimento estimado (feita no início do ano posterior)

B-A – diferença entre crescimento estimado e projetado

Desde meados de março de 2018, o aumento da taxa de juros norte-americana, o fortalecimento do dólar e o início da disputa comercial entre EUA e China proporcionaram uma forte reversão dos fluxos em carteira em vários países EED, impactando, também, no enfraquecimento das moedas desses países (FMI, 2018b) (Gráfico 3.8, Gráfico 3.10 e Gráfico 3.15).

O impacto desses acontecimentos sobre a liquidez internacional pode ser observado através da queda do número de países em *Surto* de capitais, que permaneceu abaixo da média em três trimestres consecutivos, a começar em 2018Q2, desaguando na forte redução do indicador de liquidez internacional (países em *Episódio* de capitais) a partir de então, que cai para o seu nível mais baixo nos anos 2000 (Gráfico 3.1 e Gráfico 3.2).

Turquia e Argentina – devido a questões específicas de cada país, somada às suas vulnerabilidades externas –, experimentaram acentuada desvalorização das suas moedas. A Argentina, ao recorrer ao FMI, causou preocupações quanto à saúde dos seus bancos

<sup>63</sup> Essa elevada queda da liquidez, de acordo com os cálculos que realizamos, pode estar superestimada pela própria metodologia utilizada, uma vez que a recuperação dos fluxos de capitais em 2017 poderia constituir *Episódios* de capitais se houvesse melhora no ano de 2020. Todavia, esse provavelmente não foi o caso.

domésticos, promovendo uma ansiedade extra quanto à possibilidade de transbordamento desses problemas para outros países periféricos (como ocorrido nas crises na década de 1990) (FMI, 2018b).

Mesmo com a instabilidade presente nos mercados financeiros internacionais e nas economias, processo de *tapering*, e outras problematizações, as taxas de juros de muitos países centrais permaneciam baixas, remediando a queda da liquidez, em que a redução das políticas monetárias expansionistas nesse momento poderia piorar drasticamente as condições financeiras (FMI, 2018b).

O BCE, que tinha anunciado sua intenção de encerrar o programa de compra de títulos até final de 2018 – a partir das perspectivas de inflação nessa região –, resolveu manter as baixas taxas de juros pelo menos até o verão de 2019, tendo em vista o arrefecimento do ritmo de crescimento econômico (FMI, 2018b).

No início desse período, as condições financeiras globais mantinham-se em relativo equilíbrio, com pequena elevação do risco no curto prazo, em contraponto ao risco de longo-prazo, que era elevado (FMI, 2018b).

O risco poderia elevar-se por vários fatores, dentre eles têm-se: i) crescente preocupação a respeito da resiliência dos mercados EED mais frágeis a eventos externos, principalmente aqueles países com pouca reservas internacionais; ii) aumento das tensões comerciais e políticas, sobretudo com a disputa comercial/tecnológica entre China e EUA e as possíveis sanções exercidas por esse último ao Irã, com o rompimento do acordo nuclear<sup>64</sup>; iii) aumento da incerteza quanto ao *Brexit*; iv) normalização das políticas monetárias nos países centrais mais rápida que o previsto; v) alta vulnerabilidade financeira, devido ao elevado endividamento, sobretudo dos agentes não-financeiros – que estava em 250% do PIB, comparado a 210% do PIB em 2008 –, em países com setores financeiros importantes (FMI, 2018b).

Por este cenário, o ambiente externo continuava desafiador, em que os mercados EED mais amplos tinham grandes chances de enfrentarem redução dos fluxos em carteira, com fortes fugas de capitais, caso houvesse acentuada deterioração no risco global (FMI, 2018b).

A estrutura financeira mundial, após a crise de 2008, sofreu fortes mudanças, principalmente em referência à liquidez, que tem se apresentado mais segmentada, a depender da plataforma de negociação, e altamente condicionada pelos investidores institucionais (mais

---

<sup>64</sup> Trump anunciara a saída dos EUA do acordo nuclear com o Irã em maio de 2018, falando, também, da retomada de sanções contra esse país (G1, 2018).

influenciados por *benchmarks*) e bancos centrais (menos sensíveis a movimento de preços) (FMI, 2018b e UNCTAD, 2018b). A maior participação dos investidores institucionais também está relacionada aos mercados de dívida soberana dos países EED, em que pese o caráter daqueles, mais voláteis e mais sensíveis às condições globais (FMI, 2018b).

Com isso, em 2018, viu-se uma redução dos FTP para os EED (-10%), em relação a 2017. Essa queda é mais forte para os EED da Europa (-168%), mas, também ocorrente para os EED da África Subsaariana (-18%). O que não foi o caso dos EED da Ásia (+0,042%) e América Latina e Caribe (+3%).

**Tabela 3.8 – Outros Investimentos, Investimentos em Carteira, Investimento Direto, e Fluxos Totais (Passivo) para as economias em desenvolvimento e emergentes – taxas de variação e variação absoluta anuais em 2018 (valores em % e U\$ milhões)**

Cont.	Grupos de Países	Tx. Var.	Tx. Var./FTP Grupo		Var. Absoluta
			2018	2018	
Outros Investimentos Passivos	Eco. Emer. e em Desen. (EED)	39%	9%	110.100	
	EED Ásia	-3%	-1%	-8.072	
	EED Europa	8%	2%	1.508	
	EED África Subsaariana	-5%	-2%	-2.133	
	EED Amer. Lat. e Caribe	490%	32%	72.937	
Investimentos em Carteira Passivos	Eco. Emer. e em Desen. (EED)	-48%	-17%	-212.685	
	EED Ásia	-19%	-5%	-36.283	
	EED Europa	-122%	-77%	-51.192	
	EED África Subsaariana	-37%	-16%	-15.313	
	EED Amer. Lat. e Caribe	-73%	-31%	-71.843	
Investimentos Diretos Passivos	Eco. Emer. e em Desen. (EED)	-5%	-2%	-28.819	
	EED Ásia	16%	6%	44.068	
	EED Europa	-109%	-98%	-65.368	
	EED África Subsaariana	-27%	-13%	-12.166	
	EED Amer. Lat. e Caribe	7%	5%	11.862	
Fluxos Totais Passivo	Eco. Emer. e em Desen. (EED)	-10%	-10%	-121.483	
	EED Ásia	0%	0%	321	
	EED Europa	-168%	-168%	-112.396	
	EED África Subsaariana	-18%	-18%	-17.068	
	EED Amer. Lat. e Caribe	3%	3%	7.492	

Fonte: FMI. Elaboração própria.

Nota: Tx. Var./FTP Grupo = Taxa de variação em relação aos Fluxos Totais Passivo do referente grupo de EED.

As reduções mais importantes para o conjunto das EED foram dos fluxos em ICP (-17% em relação aos FTP e ao ano de 2017) e IDP (-2% em relação aos FTP e no mesmo período). Os fluxos em OIP apresentaram aumento de 9% em relação aos FTP em 2018,

sobretudo pelo aumento de 32% para a América Latina e Caribe (em relação ao total desse grupo em 2017).

As economias desenvolvidas e o comércio mundial, que ensaiavam uma recuperação, voltaram a apresentar sinais de anemia já em 2019. A suspensão na normalização monetária é um retrato disso, em que, por outro lado, novas rodadas de afrouxamento monetário seriam evitadas pela possibilidade de agravamento da vulnerabilidade presente no sistema com essas medidas (UNCTAD, 2019). Assim, esperava-se que o crescimento mundial em 2019 seria o menor desde a crise financeira internacional – ainda que amenizado pelas políticas monetária e fiscal expansionistas dos EUA e China (FMI, 2019).

Para o FMI (2019), esse menor crescimento se deve à elevação das barreiras comerciais, incerteza em relação ao comércio internacional e às questões geopolíticas, fatores específicos de algumas economias EED e questões estruturais, como a estagnação da produtividade e envelhecimento populacional.

A disputa entre China e EUA, por sua vez, tem se mostrado para além da questão comercial, envolvendo-se, também, questões tecnológicas (UNCTAD, 2019).

A desaceleração em 2019, também ocorreu para o conjunto das economias em desenvolvimento, principalmente para as da América Latina (UNCTAD, 2019). Índia, Brasil, México, Rússia e Sul da África apresentaram crescimento inferior a 2018 (FMI, 2019), e China as menores taxas de crescimento em muitos anos, com medidas visando reduzir o seu endividamento (FMI, 2019).

Os movimentos cambiais, da mesma forma, têm se intensificado nesse cenário, graças, também: às situações cambiais críticas de Turquia e Argentina; à volatilidade dos fluxos de capitais para os EED, por conta da incerteza quanto as políticas dos países desenvolvidos e as perspectivas mais brandas de crescimento daqueles; e iniciativas dos EUA para manter o dólar competitivo (UNCTAD, 2019).

Os preços das *commodities* têm se mostrado instáveis desde a crise financeira mundial, mas no começo de 2019 pareciam estar mais calmos, mas abaixo dos preços máximos alcançados nos últimos anos (UNCTAD, 2019).

As políticas macroeconômicas via redução dos gastos e liberalização, na espera do ajuste por meio do mercado, não têm surtido efeito. O resultado tem sido os surtos de crescimentos insustentáveis, em contrapartida de uma desaceleração geral das economias; níveis crescentes de endividamento; volatilidade dos mercados e crescente incerteza (UNCTAD, 2019).

No quarto trimestre de 2019 houve uma melhora do cenário econômico mundial, sugerindo um menor conjunto de riscos para a baixa da atividade global. Havia expectativas favoráveis por conta de uma série de notícias sobre a possibilidade de negociação comercial entre Estados Unidos e China (previsão da "primeira fase" do acordo comercial com os EUA) – mais ainda imprevista –, e devido a menos temores de um *Brexit* sem acordo (prognóstico era de saída do Reino Unido da UE em janeiro de 2020) (UNCTAD, 2020).

As flutuações cambiais entre setembro de 2019 e o início de janeiro de 2020, demonstravam um enfraquecimento do dólar norte-americano e do iene japonês, que apresentaram desvalorização de aproximadamente 2% (UNCTAD, 2020).

A flexibilização da política monetária continuou no segundo semestre de 2019 em várias economias. Sem esses estímulos monetários as expectativas de crescimento nesse ano seriam ainda menores. Esse movimento fortaleceu os fluxos de portfólio para os países EED – principalmente para fundos de títulos – que estavam em forte baixa (UNCTAD, 2020).

O perfil de crescimento do grupo das economias EED reflete uma combinação entre projeção de recuperação das desacelerações profundas e baixo desempenho, e a desaceleração estrutural ocorrente na China. Via-se, também, a possível recuperação da atividade na Rússia e projeção de crescimento para o Brasil, com revisões à baixa para a África do Sul e a Índia, que apresentavam desaceleração no final de 2019 (UNCTAD, 2020).

No grupo de economias avançadas, a desaceleração foi generalizada, como esperado – principalmente, devido à moderação do crescimento dos Estados Unidos após vários trimestres em que o desempenho foi acima da tendência, e retorno a uma postura fiscal neutra, derivada da flexibilização das condições financeiras (UNCTAD, 2020).

Esses eventos, juntamente com o enfraquecimento da demanda, impactaram na queda do preço das *commodities*, sobretudo dos metais e combustíveis (UNCTAD, 2020).

O aumento da agitação social em vários países também trouxe novos desafios – devido, em alguns casos, à deterioração da confiança nas instituições tradicionais e à falta de representação nas estruturas governamentais –, assim como os desastres naturais – como os furacões no Caribe, as secas e incêndios florestais na Austrália, inundações na África Oriental e secas na África Austral (UNCTAD, 2020).

### **3.2.1 – Reflexões sobre a economia mundial na década de 2010**

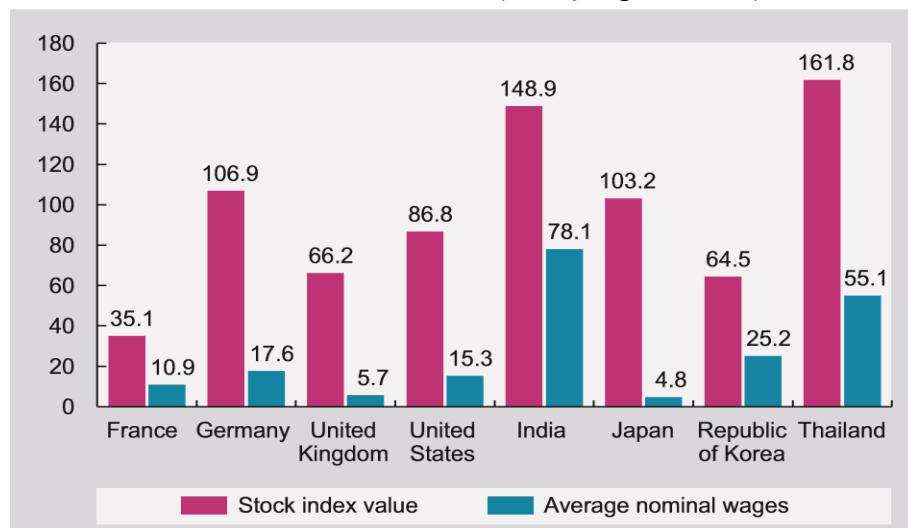
Austeridade fiscal tem sido a regra desde 2010 nas economias avançadas. A política monetária tem sido a única ferramenta utilizada para amenizar os maus resultados da economia real, que, por sua vez, tem estimulado a valorização dos preços dos ativos financeiros e a

formação de bolhas, em conjunto com a maior volatilidade dos fluxos de capitais e acumulação insustentável de dívidas nos países EED. Assim, a tentativa de resolver o descompasso entre a esfera financeira e a real por meio de políticas monetárias tem sido arriscada, colocando o sistema financeiro na eminência de mais uma crise. O resultado é que diferentes economias estão hoje mais vulneráveis do que estavam em 2007/2008, em várias questões (UNCTAD, 2018b).

Para a UNCTAD (2018b), a necessidade de retirada dos estímulos monetárias não pode ser justificada pela elevação da inflação (dos bens de consumo e serviços), uma vez que os mercados centrais ainda permanecem mornos, com reduzidos salários e baixa pressão de custos. Uma tese mais plausível, por outro lado, é a sobre-elevação dos preços dos ativos financeiros, alimentada por aquelas políticas.

A forte elevação dos preços dos ativos, em relação aos salários quase estagnados nas economias desenvolvidas, comprova uma distribuição regressiva da riqueza, que tem proporcionado uma desconexão entre o lado real e o financeiro (UNCTAD, 2018b), como visto na Figura 3.1 abaixo.

**Figura 3.1 – Valorização do mercado de ações e aumento dos salários nominais, economias selecionadas, 2009–2015 (variação percentual)**



Fonte: UNCTAD, 2018b

Este contexto reverbera, sobretudo, na dicotomia entre capital e trabalho:

[...] estagnação salarial e aumento da desigualdade, apesar da queda do desemprego; inflação excessiva dos preços dos ativos e movimentos cambiais voláteis, apesar de um sistema financeiro considerado mais seguro, mais simples e mais justo; investimento real deprimido apesar dos altos lucros das empresas; e índices de dívida em relação ao rendimento que são próximos ou até superiores aos que prevaleceram pouco antes da crise global, há uma década (UNCTAD, 2018b, p. 01).

O aumento das desigualdades e a redução da participação do salário na renda nacional, todavia, tem ocorrido mesmo antes da crise de 2008, como tendência de longo-prazo, e associada ao processo de hiperglobalização, sendo a lenta recuperação da demanda uma das consequências desse processo, que, quando ocorre, é sustentada, muitas vezes, por dívidas.

Mesmo durante os anos de “boom” entre o início de 2000 e 2007, a parcela dos salários caiu de 57,5 por cento para menos de 55 por cento nos países desenvolvidos, e de 53 para 49,5 por cento nos países em desenvolvimento [...] (UNCTAD , 2018b, p. 05).

Os fluxos de capitais, no mesmo sentido, tornaram-se mais incertos e voláteis com as políticas de *quantitative easing* – principalmente, para as economias EED, com a predominância de operações de *carry trade* (UNCTAD, 2018b).

Com os anúncios de normalização da política monetária, a partir de 2014, os fluxos de capitais têm penalizado os países em desenvolvimento, apresentando saídas líquidas em algumas rubricas (UNCTAD, 2018b).

Uma das preocupações apresentadas pelo relatório da UNCTAD (2018b), é a dependência da criação de dívidas para o crescimento, sendo que até a modesta recuperação recente ocorreu a partir de uma bolha de crédito. Em contrapartida, o efeito riqueza tem apresentado pequena repercussão sobre o consumo, e a elevação do endividamento não tem afetado as taxas de investimento, que apresentaram pequeno aumento para os países EED, e redução para os desenvolvidos, em relação a 2008 – as taxas de investimento em relação ao PIB foram de 30,4% e 22,8% em 2008, para EED e desenvolvidos, respectivamente, para 32,3% e 21,2% do PIB, em 2017.

No terceiro trimestre de 2017, os estoques globais de dívidas subiram para perto de US\$ 250 trilhões – ou para mais de três vezes a produção global – de menos de US\$ 150 trilhões no início da crise financeira global. [...] a proporção da dívida global em relação ao PIB o coloca em quase um terço maior agora do que em 2008 (UNCTAD, 2018b, p. 05, tradução nossa).

Por outro lado, os anos de *quantitative easing* instigaram o aumento dos processos de fusão e aquisição, em que para o primeiro trimestre de 2018, por exemplo, o valor foi de US\$ 3 trilhões, aumento próximo a 65% em relação ao primeiro trimestre de 2017 (UNCTAD, 2018b).

Também tem sido motivo de preocupação as dívidas corporativas, que se deslocaram para os títulos, como forma de captação de recursos, através, principalmente, de intermediários não-bancários, que têm tido papel cada vez mais relevante em comparação aos bancos

tradicionais. O crédito para aquelas empresas, em relação ao PIB, nos EUA, que era de 69,7% em 2007, 66,1% em 2011, alcançou 73,5% do PIB em 2017 (UNCTAD, 2018b).

O crescimento das dívidas externas dos países em desenvolvimento e em transição também tem chamado a atenção, principalmente o caso da África Subsaariana, em que a taxa média de crescimento ao ano, entre 2008 e 2017, foi de 8,5%, chegando a US\$ 7,64 trilhões em 2017. Somado a essa questão, tem-se o aumento da participação dos credores privados nessas dívidas, o que implica em importante mudança estrutural (de dívidas em empréstimos para capital próprio e *bonds*) (UNCTAD, 2018b).

O excesso de liquidez tem tornado o mundo mais vulnerável a crises, e as ameaças de redução daquela têm ampliado a instabilidade dos mercados. A forte entrada de capitais, principalmente nos EED, também tem elevado a vulnerabilidade das economias, que agora correm o risco de fuga desses recursos com a reversão das políticas monetárias (UNCTAD, 2018b).

Os bancos centrais das economias avançadas, assim, estão num dilema. Posto que a manutenção dos programas de afrouxamento monetário pode potencializar um possível colapso nos mercados de ativos, o encerramento desses pode abortar a recuperação econômica. Desta forma, as condições apontavam para a possibilidade de crise econômica de algum tipo, ainda que não se soubesse qual (UNCTAD, 2018b).

A situação de elevada volatilidade e incerteza, juntamente com fraco crescimento, pode persistir por um bom tempo, principalmente se as políticas monetárias forem mantidas, na qual os fluxos de capitais continuarão a fluir (UNCTAD, 2018b).

Ainda que o comércio internacional tenha apresentado recuperação no período recente, esse permanece abaixo dos níveis históricos (valores menores que 2013), e o relativo baixo preço das *commodities* tem contribuído com esses resultados, ainda que essa redução também tenha ocorrido via queda do volume de comércio. Assim, as vendas internacionais não são esperadas como um importante vetor de crescimento para os próximos anos (UNCTAD, 2018b).

O movimento recente de aumento dos preços das *commodities* não é geral e não ocorreu devido a recuperação da demanda. Para os produtos agrícolas, têm-se uma queda dos preços, ou estagnação, desde 2011, muito por conta da redução da demanda e desaceleração econômica da China; o aumento do preço do petróleo, por sua vez, adveio de controle da oferta pelos membros da OPEP; já o aumento do preço dos metais decorreu por conta da redução da oferta, via combate da poluição, mas também pelo crescimento das importações; todavia esses aumentos vêm perdendo forças (UNCTAD, 2018b).

O sucesso limitado das políticas de afrouxamento monetário em induzir o crescimento da renda e do emprego tem reforçado a persistente debilidade da demanda efetiva e da desigualdade, com menores taxas de emprego e enfraquecimento do consumo. A relutância dos governos em fazer políticas de gastos tem agravado a situação (UNCTAD, 2018b).

A insistência nas mesmas medidas dos anos 2000, de incentivo do consumo, através de dívidas, e das exportações, não tem demonstrado efeitos robustos sobre o crescimento econômico, mas, acentuado a vulnerabilidade das economias (UNCTAD, 2018b).

## **Considerações sobre o Capítulo 3**

Destarte, por meio da periodicidade proposta – a partir da análise histórica associada ao indicador de liquidez internacional construído –, constatou-se que a liquidez internacional vem se deteriorando pouco a pouco – desde a frustração quanto à recuperação da economia global logo após a crise financeira de 2008 –, e a instabilidade aumentando gradativamente, ao mesmo tempo em que a manutenção das políticas monetárias expansionistas nos países centrais, frágil recuperação das economias, elevado endividamento dos países e agentes e a fraca demanda têm dado o tom do cenário mundial.

Assim, a periodicidade pode ser resumida da seguinte forma:

- i) após elevada instabilidade e inúmeras crises financeiras no final da década de 1990 e início dos anos 2000, a economia mundial embarca num período de crescimento vigoroso, acompanhado pela maioria dos países, em conjunto com uma elevada liquidez e expansão do comércio internacional;
- ii) a expansão do crédito e das inúmeras inovações financeiras (complexas, opacas e interligadas) naquele período, em conjunto com a livre movimentação dos capitais no globo e a baixa regulamentação, incitaram uma das maiores crises do capitalismo (crise do *subprime* em 2008), iniciando-se no centro do sistema (EUA) e espalhando para as demais economias, com forte redução da liquidez e fuga de capitais;
- iii) logo após a crise do *subprime*, no final de 2009, o movimento é de recuperação da liquidez, sobretudo com a política de *quantitative easing* dos EUA;
- iv) já no final de 2011, com a problematização dos bancos europeus e com a crise na Zona do Euro, a liquidez é abalada e sofre resolução em relação ao período anterior;
- v) após frágil recuperação das economias ao evento antecedente, a liquidez internacional se estabiliza, mas num patamar inferior ao dos anos anteriores;

- vi) a possibilidade de reversão da política monetária dos EUA no final de 2013 volta a instabilizar os mercados mundiais, e a queda da liquidez é efetivada com a aproximação daquela inversão;
- vii) a partir da reversão da política monetária dos EUA a liquidez estabiliza-se num nível inferior aos dos últimos vinte anos, com pequeno sinal de melhora no final de 2016 e ano de 2017;
- viii) a partir de 2018, o nível de incerteza quanto à adoção de medidas protecionistas e a problematização de questões geopolíticas, principalmente envolvendo os EUA, afunda a liquidez internacional de vez, que apresenta tendência declinante até o final do período analisado (2019).

Do mesmo modo, constatou-se que os fluxos de capitais para os países periféricos (por região) acompanharam uma dinâmica mais geral da liquidez internacional, sendo essa fortemente influenciada por fatores externos àquelas economias, como a política monetária dos EUA e choques externos (captados pelo índice VIX). E que, ainda que os fluxos em IC e OI demonstraram relação mais clara com essa dinâmica, os fluxos em ID também evidenciaram relacionados a ela, mesmo que de forma menos intensa e com maior defasagem. Observou-se, também, que essa dinâmica impactou de forma comum variáveis relevantes para as economias periféricas, como o caso das taxas de câmbio e de juros dessas, dos preços das *commodities*, do endividamento etc.

De modo geral, após mais de 10 anos de a ocorrência da crise do *subprime*, os programas de afrouxamento monetário, com a compra de ativos podres e títulos do governo, e a consequente redução das taxas de juros, possibilitaram a recuperação dos mercados financeiros, ainda que a economia real tenha permanecido fraca, instável e desigual, sem demonstrar crescimento sustentado (UNCTAD, 2018).

Enquanto o conservadorismo fiscal dominar, limitando a atividade econômica, países em desenvolvimento não terão recuperações robustas e enfrentarão novos períodos de instabilidade, uma vez que para economias globais, políticas internas tradicionais não são suficientes (UNCTAD, 2018b).

Com vista a esse cenário de marasmo e instabilidade do comércio mundial e do crescimento, somados aos baixos salários, fraca demanda, elevada vulnerabilidade e desigualdade nos países, principalmente para os em desenvolvimento, o estudo dos fluxos de capitais se apresenta como de extrema importância, sendo esses um dos principais responsáveis por essa dinâmica, uma vez que têm a capacidade de elevar a instabilidades das economias, reduzir a efetividade e autonomia das políticas econômicas e incitar crises.

## Capítulo 4

### ANÁLISE DAS CONTAS FINANCEIRAS DOS PAÍSES DO BRICS NOS ANOS 2000: UM ENFOQUE NOS INVESTIMENTOS DIRETOS

Neste capítulo são analisados os dados dos Balanços de Pagamentos, em separado, dos países que compõem o BRICS, sobretudo, a CF desses, em relação aos anos 2000. O objetivo dessa análise é averiguar as especificidades e as semelhanças presentes na dinâmica externa e da CF de cada um daqueles países, observando, também, as subcontas dessa conta maior, “abrindo-as” em subníveis. A intenção desta seção é dar maior clareza às especificidades presentes na dinâmica financeira internacional daqueles países, que, por si só, já é relevante, mas, também, por propiciar uma maior base de conhecimento para as demais análises feitas nessa tese.

A partir dos dados e das análises, pode-se verificar os fluxos de capitais, e quais rubricas, dos países do BRICS, são mais instáveis e têm maior ligação com os ciclos de liquidez internacional – por meio de análise gráfica –, e maior volatilidade – pelo estudo comparado da análise da variância das rubricas das contas financeiras desses. A intenção é observar de forma mais atenta a dinâmica dos ID e das suas rubricas, entendendo suas especificidades.

Para tanto, são estudados os casos, em separado, de Brasil, China, Índia, Rússia e África do Sul, com posterior análise comparada da variância das rubricas da CF de cada um desses, seguido das considerações sobre o referido capítulo.

A construção dos gráficos segue a metodologia apresentada no início do Capítulo 2, com a introdução do ciclo de liquidez (número de países em *Episódio de capital*) ao fundo dos gráficos (cor cinza), a fim de facilitar a análise e a verificação das relações entre os fluxos de capitais e aquele. Dessa forma, quanto mais cinza o fundo do gráfico no período, maior é o número de países em *Episódio de capital* e a liquidez internacional.

#### 4.1 – Análise Gráfica das Contas Financeira dos países do BRICS

##### 4.1.1 – Conta Financeira e subcontas do Brasil

A partir no Gráfico 4.1<sup>65</sup> pode-se observar a dinâmica das principais contas do BP brasileiro. De acordo com os dados, nota-se que a conta Transações Correntes apresentou-se

---

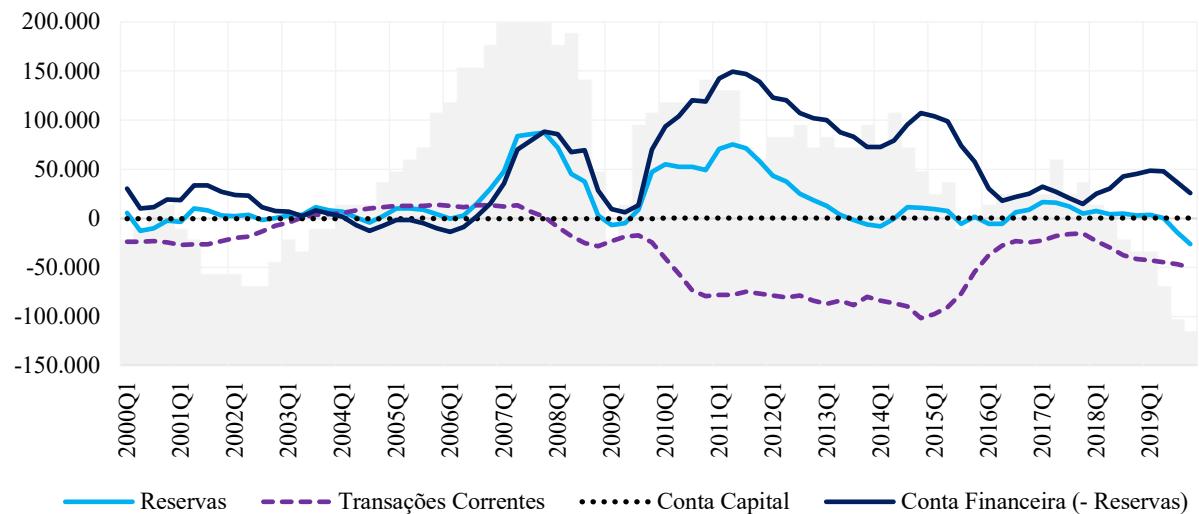
<sup>65</sup> Os dados das contas líquidas foram multiplicados por menos um (“\*-1”). Assim, um aumento das contas CF, ID, IC, OI e DR (totais) significa um aumento dos Passivos (ou queda dos Ativos), de forma que valores positivos daquelas significam maiores entradas de capitais (dólares) do que saídas. Já para as contas Ativos em separado,

persistentemente deficitária nos anos 2000, com exceção do ínterim entre 2003 e final de 2007. Assim, para cobrir esse déficit, a CF demonstrou-se constantemente positiva, com exceção de alguns períodos, como entre 2004 e 2006, principalmente.

No período, o Brasil conseguiu gerar elevados fluxos positivos de reservas (saldo médio trimestral de US\$ 3,87 bilhões) e, consequentemente, aumentou seu estoque (Gráfico 4.2) –, que era de 4,95% do PIB, em 2000, e elevou-se para 19,22%, em 2019. Ressalte-se que as reservas acumuladas vieram, sobretudo, dos fluxos entrantes via CF, principalmente, nos períodos 2006-2008 e 2010-2013.

A Conta Capital, todavia, apresentou valores inferiores às demais contas no período (saldo médio trimestral de US\$ 37,68 milhões).

**Gráfico 4.1 – Brasil: Balanço de Pagamentos e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões<sup>66</sup>**



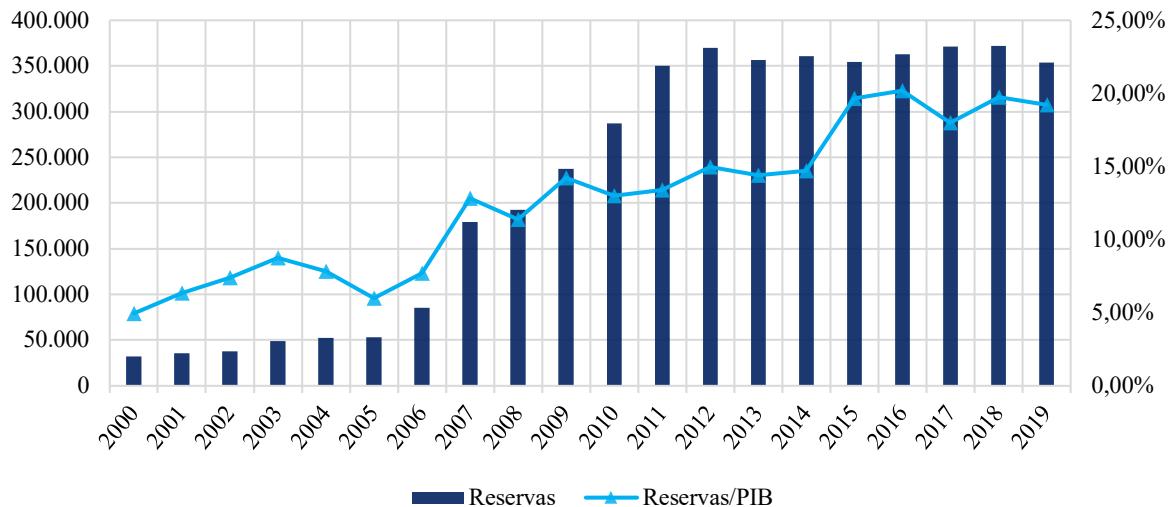
Fonte: IMF DATA. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

valores positivos indicam saída de capitais (dólares), ou seja, um aumento dos ativos, enquanto para as contas Passivas, valores positivos indicam entradas de capitais (dólares), ou seja, aumento dos passivos, em que o raciocínio contrário é válido para os dois casos.

<sup>66</sup> O fundo cinza nos gráficos dessa seção refere-se ao número de países em episódio de capitais (ciclo de liquidez), assim, quanto mais cinza o fundo no período, maior é o número de países em episódio de capital e maior é a liquidez internacional.

**Gráfico 4.2 – Brasil: Liquidez Internacional, Reservas totais exceto Ouro, em US\$ milhões e em relação ao PIB**



Fonte: IMF DATA (IFS) Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Nos anos 2000, a CF (Gráfico 4.3) apresentou maior entrada de capitais a partir do final de 2006, com forte reversão no final de 2008 e em 2009 – mas não chegou a proporcionar fluxos líquidos negativos – e posterior retomada do recebimento de capitais a partir de 2010, num movimento mais agudo. Essa dinâmica parece se arrefecer a partir de 2012, mas com a manutenção de elevados fluxos positivos da CF (progressivamente menores), que com exceção do final de 2014, exibiu tendência de queda até final de 2017, fraca recuperação desses fluxos em 2018 e perda de fôlego já em 2019. Ou seja, dinâmica próxima à verificada nos ciclos de liquidez, demonstrados na seção anterior.

Mesmo quando ponderada pelo PIB (Gráfico 4.4), a dinâmica da CF foi próxima da apresentada anteriormente, ressaltando-se que o maior valor anual da série ocorreu imediatamente antes da crise de 2008, atingindo 6,32% do PIB em 2007, valores que também foram expressivos nos anos seguintes à crise, sobretudo em 2010 e 2011 (5,39% e 5,32%, respectivamente). Todavia, nota-se que os fluxos anuais ocorrentes a partir desses anos, mais especificamente a partir de 2012, não foram superiores, em relação ao PIB, ao valor de 2001, demonstrando que, a partir daquele ano, o período já não era de excepcional entrada de capitais.

Os dados em relação ao PIB reforçam a noção de o Brasil ter passado por um período de escassez de capitais entre 2003 e 2005. Vê-se, também, que em 2002 (CF/PIB de 1,51%) as entradas de capitais foram mais expressivas do que os fluxos no ano de 2019 (1,41%), que parece, dado o cenário global, sinalizar um novo período de escassez de capitais.

Abrindo a CF brasileira, nota-se que os ID e os IC representaram os principais fluxos dessa conta, com destaque para os ID, que mantiveram os saldos positivos da CF e asseguraram

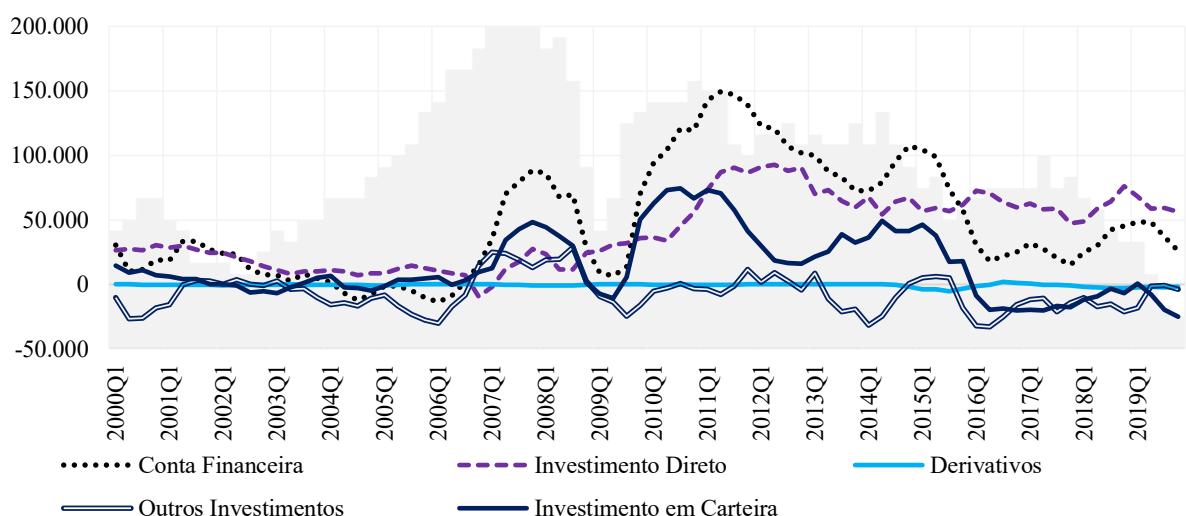
a sustentabilidade do BP – dado os saldos negativos dos fluxos em IC e OI –, como ocorreu em vários períodos, por exemplo: do terceiro trimestre de 2002 ao terceiro trimestre de 2006; e, mais recentemente, do quarto trimestre de 2015 ao último período de análise (quarto trimestre de 2019).

Vê-se, também, que, enquanto os ID no Brasil apresentaram apenas dois trimestres de saldo negativo, os IC demonstraram trinta e um trimestres de saldo negativo, sendo vinte e sete para os saldos acumulados em quatro trimestres, no valor médio, desse último, de US\$ 10,18 bilhões, e os OI evidenciaram quarenta e sete saldos trimestrais negativos, sendo cinquenta e cinco para saldos acumulados em quatro trimestres, no valor médio de US\$ 14,25 bilhões.

Quando se avaliam essas contas em relação ao PIB, além das análises feitas, é visto que o aumento dos fluxos em ID é realmente expressivo e constante a partir de 2007, mesmo quando retirado dessa rubrica os Lucros Reinvestidos. Entretanto, com essa estatística (ID sem Lucros Reinvestidos), é notado que os valores anuais dos fluxos em ID em relação ao PIB nesse período (maior valor igual a 3,54% do PIB, em 2015, ano de queda do PIB) não foram maiores do que os ocorrentes em 2000 (4,65%) e 2001 (4,42%), por exemplo.

Já os IC demonstraram fluxos anuais em relação ao PIB mais expressivos em 2007, em 3,34%, 2009 (3,02%) e 2010 (3,03%).

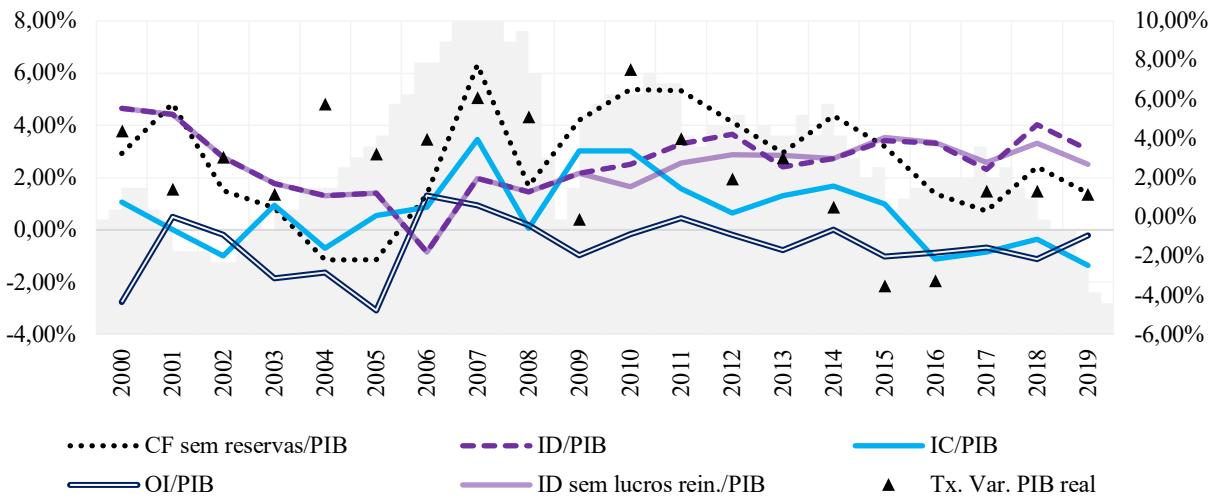
**Gráfico 4.3 – Brasil: Conta Financeira e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

**Gráfico 4.4 – Brasil: Conta Financeira e suas subcontas em relação ao PIB e taxa de crescimento do PIB real – dados anuais em %**

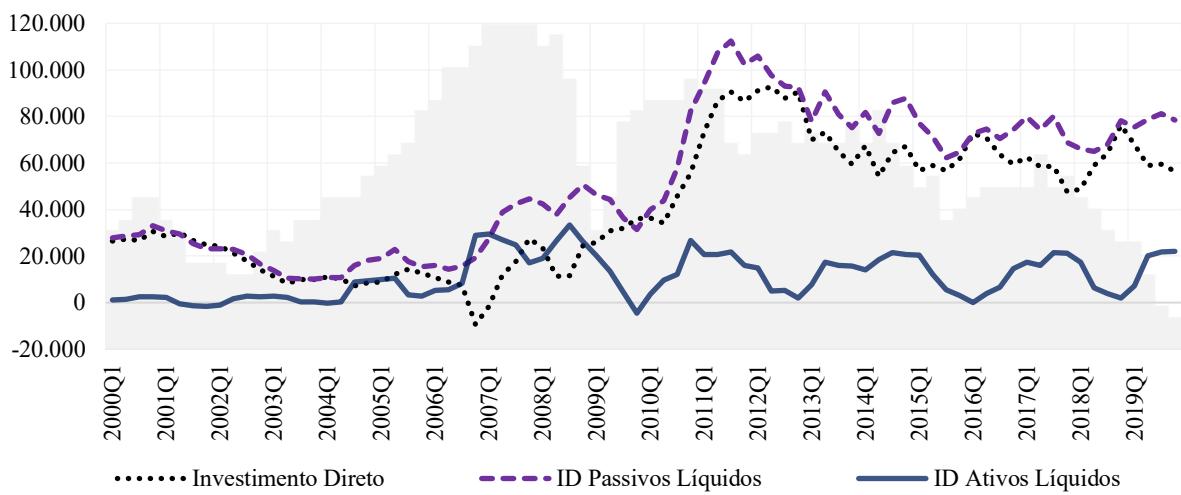


Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

Em relação à conta ID do BP brasileiro (Gráfico 4.5), nota-se que houve um predomínio da dinâmica dos IDP (saldo trimestral médio de US\$ 13,34 bilhões), principalmente a partir de 2010, quando ocorreu uma expansão da diferença entre os valores dos fluxos dessa conta em relação ao dos IDA (saldo trimestral médio de US\$ 2,85 bilhões). Todavia, parte relevante do aumento dos IDP a partir de 2010 se deve à contabilização dos Lucros Reinvestidos<sup>67</sup>, ainda que a elevação dos fluxos de IDP sem Lucros Reinvestidos também ocorreu a partir desse ano.

**Gráfico 4.5 – Brasil: Investimento Direto – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

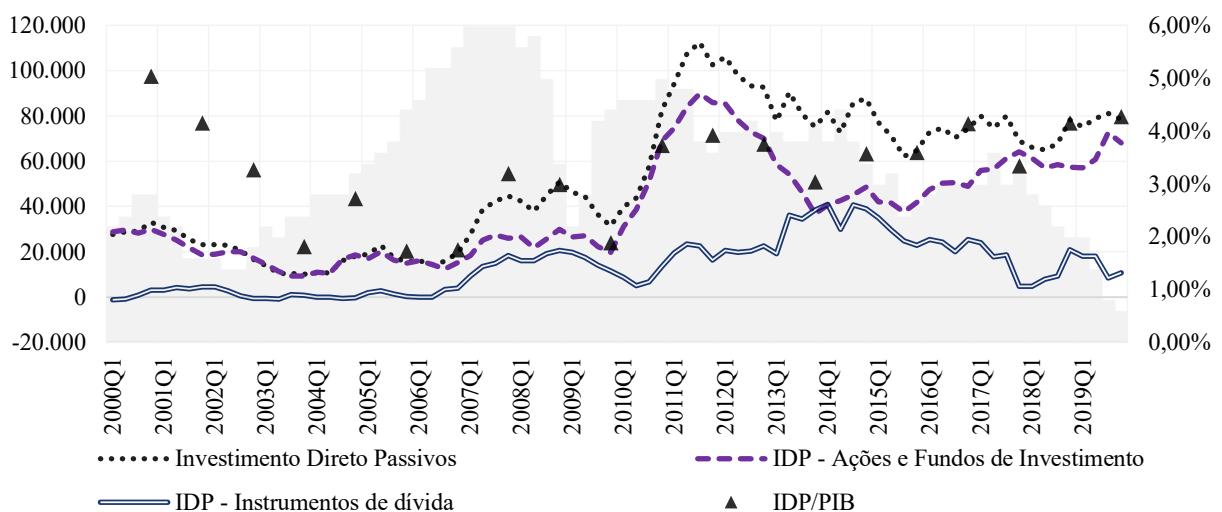
<sup>67</sup> Explicação do que são os Lucros Reinvestidos na nota de rodapé 27.

Para os IDP, observa-se que a dinâmica dos IDPAF (saldo trimestral médio de US\$ 9,88 bilhões) se sobressaiu em relação aos IDPID (saldo trimestral médio de US\$ 3,46 bilhões), na determinação dos IDP (Gráfico 4.6). Assim, vê-se que o forte aumento da entrada de capitais entre meados de 2010 e de 2013, e manutenção das entradas posteriormente, foi mantido pelos IDPAF. Os IDPID acompanharam a dinâmica dos IDPAF até, aproximadamente, início de 2015, quando aqueles passaram a apresentar tendência de redução das entradas de capitais.

Os dados da CF para o Brasil permitem abrir os IDPAF, o que é interessante por demonstrar que, a partir de 2010, os fluxos de Lucros Reinvestidos podem ser analisados separadamente (Gráfico 4.7). Assim, nota-se que a forte entrada de capitais pela conta IDP entre meados de 2010 e final de 2013 deveu-se, em parte, aos Lucros Reinvestidos, assim como no período posterior a 2016, em que as novas entradas em IDPAF foram estáveis, e progressivamente menores a partir de, aproximadamente, final de 2017 (com exceção do final de 2019).

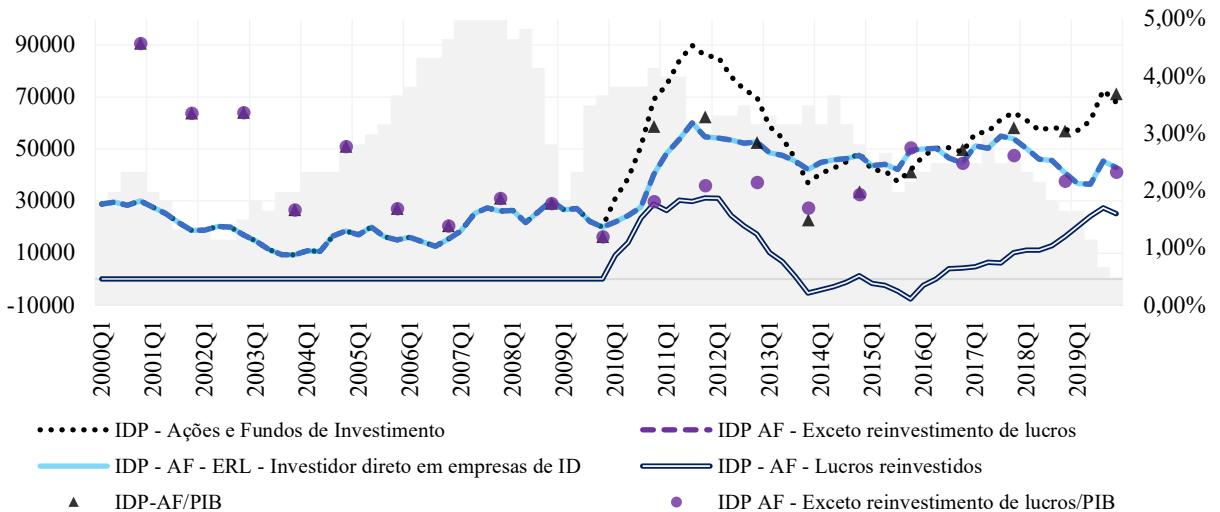
É interessante observar que, mesmo na crise econômica e política do Brasil – iniciada em meados de 2014 e acompanhada da recessão nos anos 2015 e 2016 –, os fluxos em IDPAF não se reduziram significativamente, apresentando valores crescentes até final de 2017, quando passaram a apresentar tendência declinante. No mesmo sentido, os Lucros Reinvestidos caíram sobremaneira desde meados de 2012, recuperando-se a partir de 2017. Ou seja, nesse ínterim, é visto que os investidores diretos reduziram a internalização dos lucros gerados pelas suas filiais no Brasil, uma vez que os Lucros Reinvestidos correspondem a parte do lucro gerado pelas empresas, de direito dos investidores não-residentes, que não são enviados para o exterior.

**Gráfico 4.6 – Brasil: Investimento Direto Passivo – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

**Gráfico 4.7 – Brasil: Investimento Direto Passivo em Ações e Fundos de Investimento – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

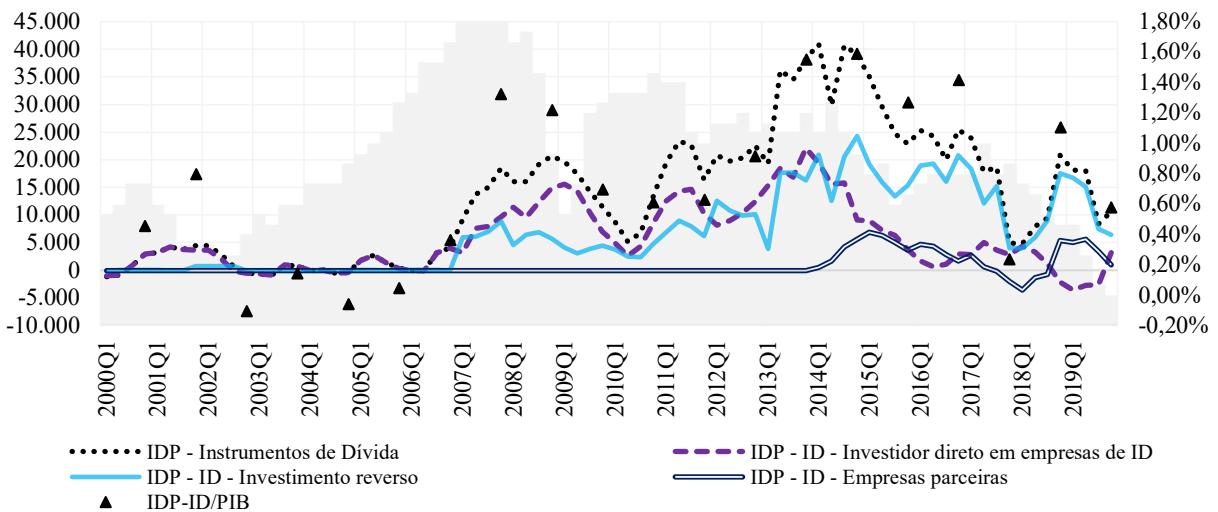
Ao observar os valores dos fluxos anuais em IDPID em relação ao PIB (Gráfico 4.8), vê-se que as entradas ocorrentes a partir de 2007, mesmo com a crise do *subprime*, são representativamente maiores que as recebidas no início dos anos 2000, atingindo seu valor anual máximo em 2014 (1,59% do PIB).

A abertura da conta IDPID demonstra algo interessante para o Brasil, que é o fato de a dinâmica dessa conta ter importância tanto pelas operações de residentes quanto de não-residentes, uma vez que o Investimento Reverso, nesse caso, indica, por exemplo, a tomada de recursos da matriz (no Brasil) com a filial (no exterior), que resulta na entrada de capitais negociada por residentes. Esse foi o principal canal de entrada de capitais a partir de meados de 2014, até o período recente, para os IDPID, e, por outro lado, de redução da entrada de recursos das matrizes no exterior para as filiais no Brasil (IDP ID Investidor direto em empresas de ID), no mesmo período.

Assim, os IDPID Investidor direto em empresas de ID demonstram-se mais relacionados à dinâmica da liquidez internacional, sobretudo pela redução desses fluxos imediatamente após a crise do *subprime*; recuperação nos anos posteriores; redução a partir de meados de 2014; pequena recuperação em 2017/2018, e queda no ano seguinte (2019).

Os fluxos em IDPID Empresas Parceiras apresentaram valores apenas a partir de 2014. Esses capitais correspondem aos instrumentos de dívida, como empréstimos, realizados entre empresas, em diferentes países, de um mesmo controlador final, em que não há uma relação de ID (de propriedade) entre aquelas (as parceiras/irmãs). Essa conta demonstrou dinâmica próxima à dos IDPID Investimento Reverso.

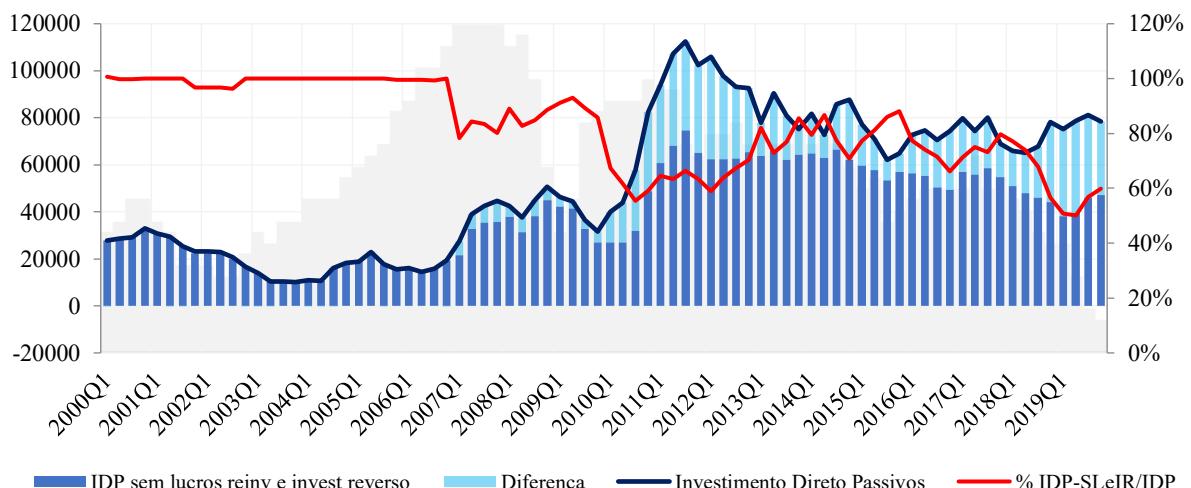
**Gráfico 4.8 – Brasil: Investimento Direto Passivo em Instrumentos de Dívida – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Assim, retirados dos IDP os fluxos de Lucros Reinvestidos Passivos – que não representam entradas de capitais de fato – e os de Investimento Reverso Passivos – que são transações realizadas por residentes –, percebe-se que o fluxo de entrada verdadeira de capital é realizada, em sua maioria, por não-residentes é significativamente menor do que os IDP totais. Como visto no Gráfico 4.9, esse valor chega a ser metade do valor no segundo trimestre de 2019, uma vez que os fluxos em IDP total foram de US\$ 78,82 bilhões e o de Lucros Reinvestidos (passivo) + Investimento Reverso (passivo) foram de US\$ 39,29 bilhões, ou seja, os IDP sem Lucros Reinvestidos e Investimento Reverso (IDP-SLeIR/IDP) foram de US\$ 39,54 bilhões, no mesmo período.

**Gráfico 4.9 – Brasil: Investimento Direto Passivo com e sem Lucros Reinvestidos (passivo) e Investimento Reverso (passivo) – dados acumulados em quatro trimestrais, em US\$ milhões e %**



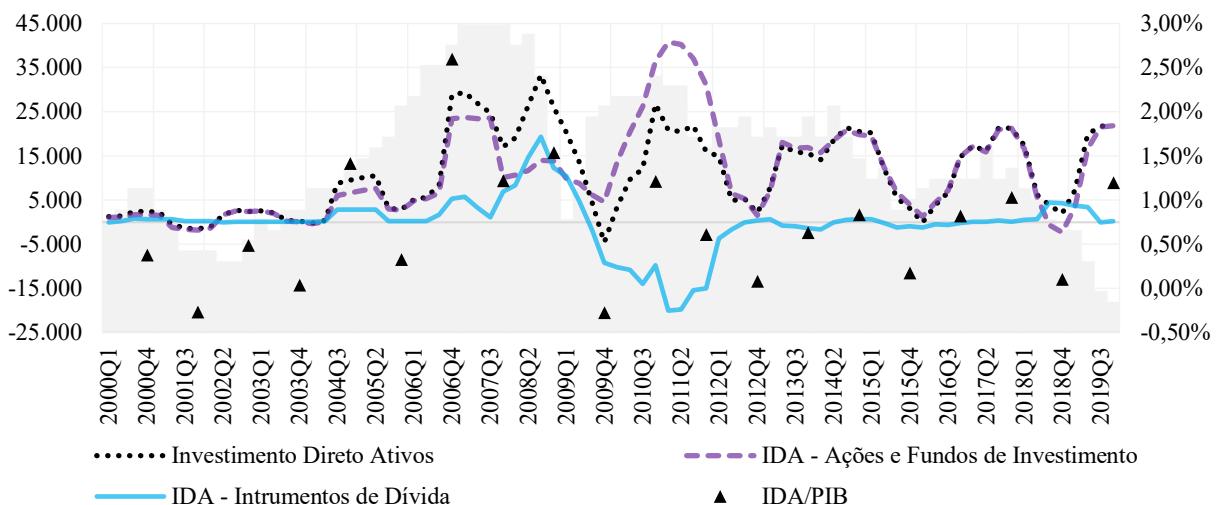
Fonte: IMF DATA. Elaboração própria.

Ao retirar dos fluxos totais em IDP os valores correspondentes a Lucros Reinvestidos e Investimento Reverso, a dinâmica dessa nova conta passa a se aproximar ainda mais do ciclo de liquidez, uma vez que passa a ser mais dominada pela lógica de atuação dos investidores estrangeiros, não sendo contaminada, os IDP totais, por fluxos de outras naturezas.

Vê-se, ainda, que os fluxos dos IDA em relação ao PIB (Gráfico 4.10) no período 2006-2008 foram expressivamente maiores que nos demais anos do século XXI, com valores de 2,60%, 1,22% e 1,54%, em 2006, 2007 e 2008, respectivamente. Sua dinâmica também parece acompanhar o ciclo de liquidez, mesmo sendo, em sua maioria, capitais de residentes.

Nota-se, também para essa rubrica, um predomínio dos fluxos em IDAAF (saldo trimestral médio de US\$ 2,87 bilhões), com movimentos mais representativos dos IDAID (saldo trimestral médio de - US\$ 19,10 milhões) apenas entre o final de 2007 e de 2009, na saída de capitais, e, após esse período e final de 2012, num movimento de maiores entradas do que saídas de capitais.

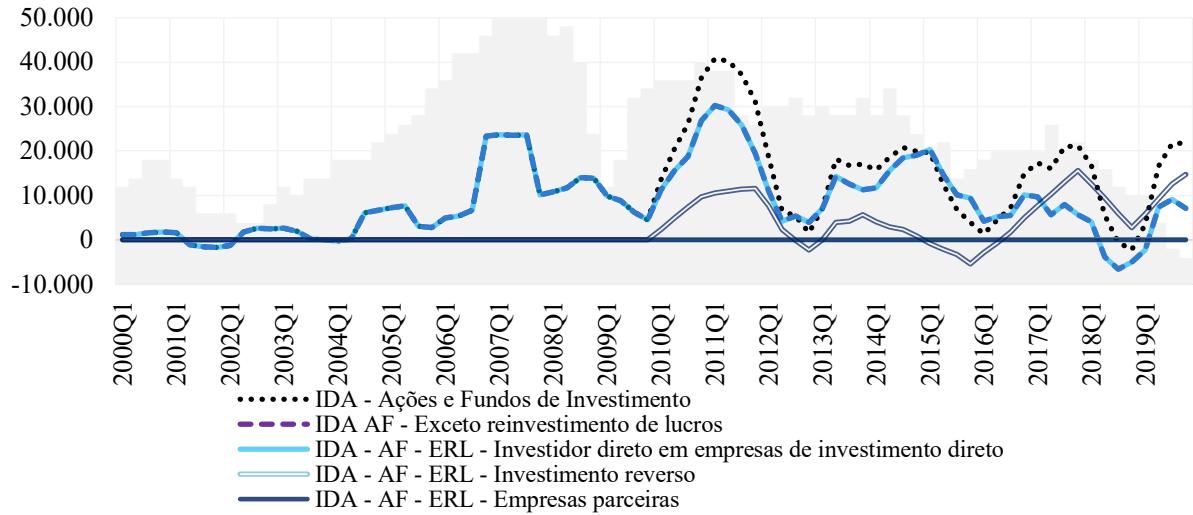
**Gráfico 4.10 – Brasil: Investimento Direto Ativo – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Todavia, a partir do Gráfico 4.11, observa-se que parte relevante desses recursos também está relacionada aos Lucros Reinvestidos, ou seja, recursos gerados pelas *empresas de ID* no exterior que não foram repatriados para o Brasil, mas permaneceram fora, o que não qualifica uma saída de recursos de fato. No primeiro trimestre de 2012 os Lucros Reinvestidos chegaram a representar 41,01% dos IDAAF, sustentando os valores positivos daquela conta em 2018Q2, sendo maior que os recursos de Investidor Direto em empresas de ID do segundo trimestre de 2017 ao quarto trimestre de 2019.

**Gráfico 4.11 – Brasil: Investimento Direto Ativo em Ações e Fundos de Investimento – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA. Elaboração própria.

Em relação aos IC/PIB, nota-se que o maior fluxo anual, no período retratado, ocorre em 2007, em que as entradas líquidas em IC corresponderam a 3,46% do PIB brasileiro (Gráfico 4.12). Nesse gráfico também é possível notar as entradas líquidas significativas em 2009 e 2010, nos valores de 3,02% e 3,03% do PIB, respectivamente.

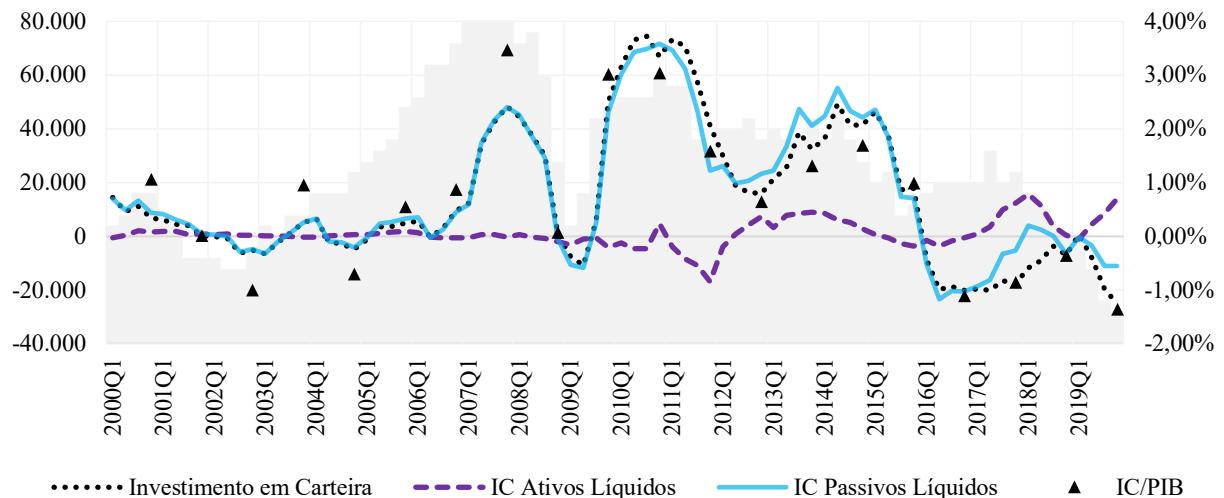
Para os fluxos em IC nominais, fica claro o predomínio dos fluxos de Passivos sobre os Ativos durante todo o período analisado. Na dinâmica dos ICP, vê-se uma elevação significativa da entrada desses recursos a partir de 2006, que reduzem em 2008, com a crise do *subprime*, e forte retomada desses fluxos a partir do final de 2009. Essa dinâmica se arrefece no final de 2011 e em 2012, com retomada em meados 2013 e forte redução a partir de 2015, apresentando valores negativos (maiores saídas que entradas) a partir de 2016 até o final de 2019, com exceção de parte de 2018. Dinâmica que é próxima dos ciclos de liquidez, ou seja, dos movimentos ocorrentes no conjunto dos países EED.

Para o período mais recente, também é visto que a forte saída líquida de capitais de IC em 2016 (-1,12% do PIB) e em 2018 (-0,36% do PIB) ocorreram por conta das saídas em ICP, enquanto em 2017 (-0,86% do PIB) e 2019 (-1,36% do PIB) as saídas líquidas de capitais foram proporcionadas, em maior parte, pelos ICA.

Na abertura da conta ICP, vê-se que os movimentos foram ocorrentes tanto pelos ICP em Ações e Fundo de Investimento (ICPAF – saldo trimestral médio de US\$ 2,20 bilhões) quanto em ICP em Títulos de Dívida (ICPTD – saldo trimestral médio de US\$ 1,43 bilhões) (Gráfico 4.13). Cabe ressaltar que a dinâmica dos ICP tem sido mais afeta pelos ICPTD a partir de meados de 2013, quando houve uma expressiva entrada desses recursos até segundo

trimestre de 2015, e forte retração em 2016 e 2017, o que ocasionou na saída líquida de capitais em ICP nesse período. No período mais recente, os saldos daquelas duas subcontas (ICP em AF e TD) têm apresentado resultados negativos.

**Gráfico 4.12 – Brasil: Investimento em Carteira – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**

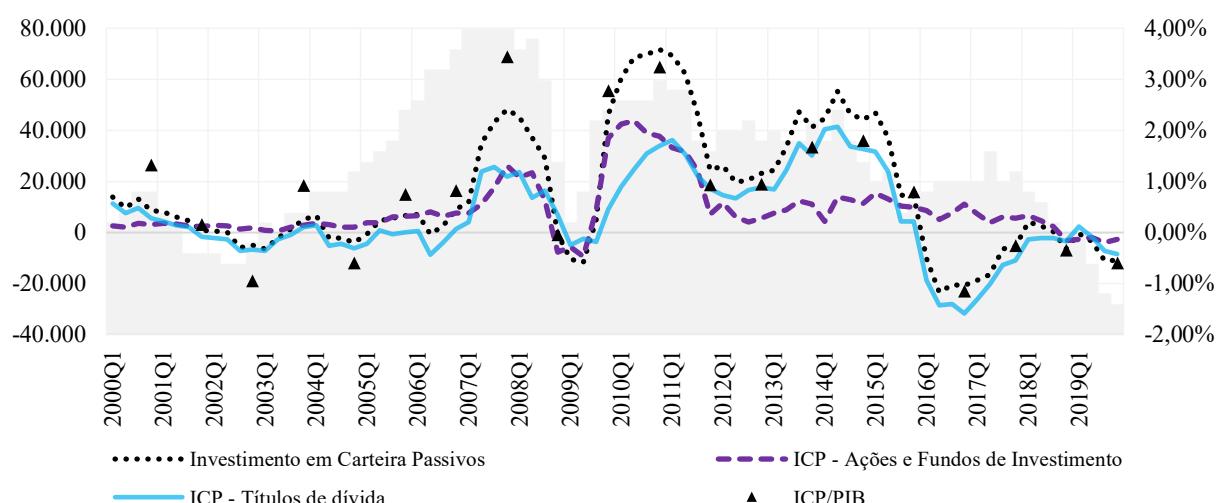


Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

Assim, as saídas líquidas de capitais em 2016 e 2017 ocorreram devido às saídas em ICPTD, acarretando uma maior saída de capitais em ICP no período estudado, sendo de 1,15% do PIB (saldo anual em 2016).

**Gráfico 4.13 – Brasil: Investimento em Carteira Passivos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



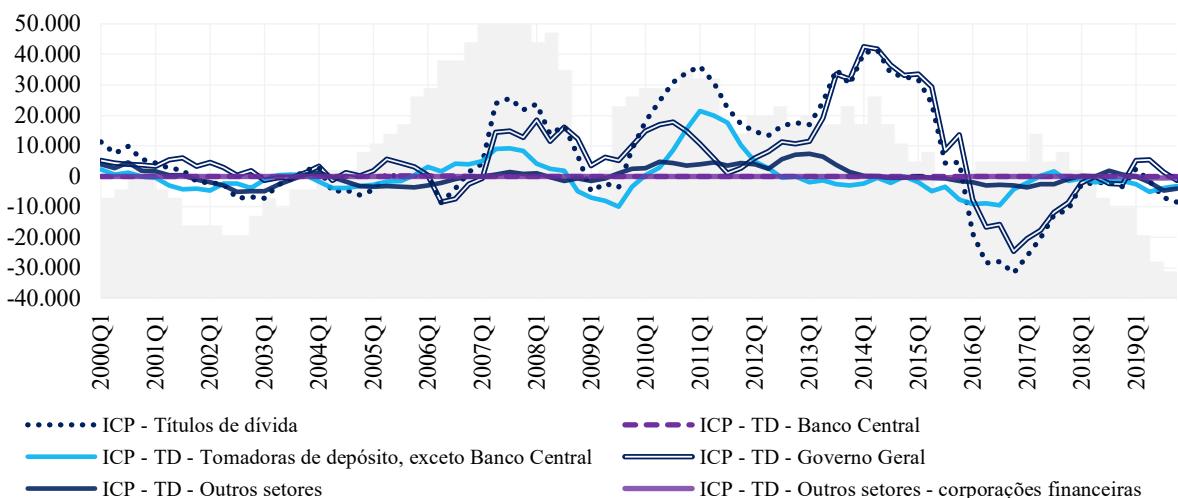
Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Em relação aos ICPTD (Gráfico 4.14), destaca-se a dinâmica dos ICPTD do Governo Geral, principalmente a partir de 2013, em que as fortes entradas nos anos posteriores e a

representativa saída de recursos em 2016 e 2017, ocorrem por via dessa rubrica. As entradas via ICPTD do Governo Geral também foram importantes no período que antecede a crise de 2008, e na retomada da liquidez logo após essa crise.

Os fluxos em ICPTD tomadores de depósito exceto Banco Central apresentaram significativas saídas de recursos após a crise de 2008, demonstrando fluxos líquidos negativos – valor máximo, acumulado em quatro trimestres, de US\$ 9,93 bilhões. Esses fluxos acompanharam a liquidez mundial até, aproximadamente, 2011, quando passaram a apresentar valores preponderantemente negativos (para os fluxos acumulados em quatro trimestres), demonstrando saídas significativas em 2016, próximas aos valores nominais evidenciados após a crise do *subprime*.

**Gráfico 4.14 – Brasil: Investimento em Carteira Passivos em Títulos de Dívida – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**

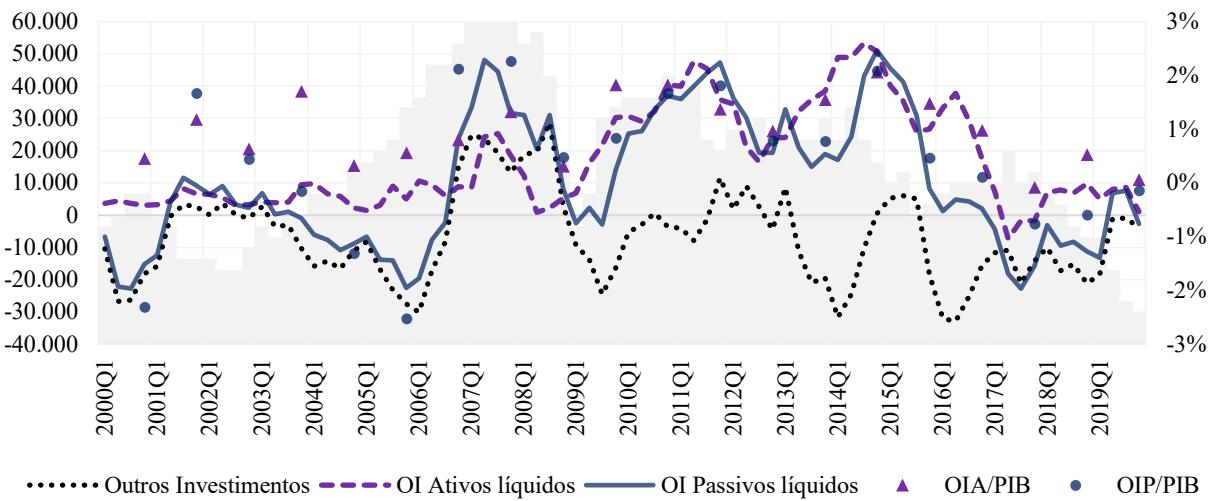


Fonte: IMF DATA. Elaboração própria.

Quanto à conta OI (saldo trimestral médio de US\$ 1,73 bilhões), constata-se, pelo Gráfico 4.15, que ambas as contas apresentaram fluxos representativos, tanto em OIP (saldo trimestral médio de US\$ 2,45 bilhões) quanto em OIA (saldo trimestral médio de US\$ 4,19 bilhões). O resultado dessas duas, sobretudo as saídas de capitais via OIA e os refluxos de capitais via OIP, fizeram com que a conta OI demonstrasse saídas líquidas, e expressivas, de capitais em vários períodos (saldo médio de - US\$ 6,93 bilhões). Por último, também se observa que a dinâmica dessas duas últimas contas se aproxima da liquidez internacional.

Os saldos anuais dos OIP em relação ao PIB mais expressivos ocorreram imediatamente antes da crise do *subprime*, sendo de 2,12% em 2006 e 2,27% em 2007. Os valores mais expressivos dessa estatística para os OIA foram em 2009 (1,82%) e 2010 (1,83).

**Gráfico 4.15 – Brasil: Outros Investimentos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

Destarte, viu-se que o Brasil apresentou persistente déficits em Transações Correntes, continuamente financiados pelos fluxos de capitais (CF), e que esses mudaram de composição no tempo. Assim:

- i) De 2000 a 2005, aproximadamente, os ID foram os principais financiadores da CF, sobretudo via IDPAF, mas com fluxos progressivamente menores em relação ao PIB nesses anos. Esse é um período, preponderantemente, de baixa liquidez mundial, que começa a se recuperar em meados de 2004.
- ii) A partir de 2005, os fluxos em IC tornaram-se os mais expressivos – principalmente pelas entradas de capitais via ICP, tanto em ICPAF quanto em ICPTD (principalmente Governo Geral) – até início de 2011. Destaca-se que na crise de 2008/2009, os fluxos que mais pressionaram as saídas de capitais foram os OIP e ICP – movimento tanto em Ações e Fundos de Investimento quanto em Títulos de Dívida, mas com saídas líquidas apenas para o primeiro e para os ICPTD em Tomadores de depósito, exceto Banco Central. Veja que esse período é de elevada liquidez internacional, com exceção do período de crise. Com isso, as reservas internacionais atingiram valores recordes, elevando-se de 5,97% do PIB, em 2005, para 13% em 2010.
- iii) A partir de 2011, quando houve uma pequena queda da liquidez internacional, ocorreu, também, forte redução dos fluxos em ICP (em ICPAF e ICPTD), em contrapartida de uma expansão das entradas em IDP, iniciada em 2010, justamente quando começa a queda dos ICP. Assim, como demonstrado em SOUZA (2017),

esse fenômeno é entendido como um período em que há substituição das entradas de capitais em ICP para as IDP, na busca de driblar restrições (como o aumento do IOF) impostas sobre os primeiros. Cabe ressaltar que essa forte subida dos IDP também se deveu à elevação dos Lucros Reinvestidos – que passaram a ser contabilizados a partir de 2010, e que chegaram a representar 34,96% do fluxo total em IDP em 2010Q4, por exemplo.

- iv) Desse período em diante os fluxos em IDP mantiveram-se positivos e os mais expressivos da CF brasileira até o último dado (quarto trimestre de 2019). Esse comportamento foi mais evidente para os fluxos em IDPAF, uma vez que os capitais entrantes via IDPID Investidor direto em empresas de ID demonstraram franca redução a partir do final de 2013, sendo até negativos em 2018 e 2019. Assim, os fluxos em IDPID foram sustentados pelos Investimentos Reversos, que na verdade representam, em sua maioria, transações de residentes, tomando recursos com as suas filiais no exterior para as matrizes no Brasil.
- v) A partir de 2015, com a reversão da política monetária expansionista dos EUA, a CF – e a sustentação do BP – se manteve apenas com os fluxos em IDP, principalmente em Ações e Fundos de Investimento, uma vez que os resultados, acumuladas em quatro trimestres, dos saldos em OI e IC são persistentemente negativos até o último dado observado (2019Q4). Os saldos negativos dos IC ocorreram pelas saídas líquidas em ICP em quase todo o período, mas, também, pelos aumentos expressivos dos ICA entre meados de 2017 e final de 2018. A queda dos ICP adveio, especialmente, das saídas em ICPTD (em sua maioria em Governo Geral), uma vez que os fluxos em ICPAF permaneceram positivos (saldo em quatro trimestres) até final de 2018. Para os OI, as saídas se verificaram em sua maioria pelos valores negativos dos fluxos acumulados em quatro trimestres dos OIP, em que houve forte queda das saídas de capitais via OIA.
- vi) Contudo, ainda que mantendo elevados fluxos de entrada, os IDP sem Lucro Reinvestidos e Investimento Reverso também demonstraram trajetória declinante (dos fluxos acumulados em quatro trimestre) a partir da reversão da liquidez internacional em 2015.
- vii) As reservas internacionais, ainda que conservadas em alto patamar, demonstraram em 2019 sua maior queda no século, verificada pela taxa de variação anual (valores correntes), que foi de - 4,93%, ou, em valores nominais, de - US\$ 18,35 bilhões.

Dado a dinâmica apresentada e, como visto no Quadro 3.1, o Brasil recebeu fortes entradas de capitais (Surtos de Recursos) do quarto trimestre de 2006 ao terceiro trimestre de 2008 e do segundo trimestre de 2009 ao segundo trimestre de 2015.

Também se constatou que a CF brasileira acompanhou a dinâmica da liquidez mundial, sobretudo os seus fluxos Passivos e em ICP e OIP, mas que os IDP também acompanharam aqueles movimentos, principalmente para os fluxos de Investidor Direto em empresas de ID (ou seja, sem Lucros Reinvestidos para o caso dos IDPAF e sem os Investimentos Reversos para o caso dos IDPID).

#### **4.1.2 – Conta Financeira e subcontas da China**

O Gráfico 4.16 demonstra a dinâmica das grandes contas do BP da China no período de 2005 a 2019<sup>68</sup>. Nesse, vê-se que a Transações Correntes apresentou-se positiva em todo o período estudado (saldo médio trimestral de US\$ 54,96 bilhões). Observa-se que de 2005 a 2008 aquela conta demonstrou trajetória ascendente, com inflexão dessa dinâmica após a crise do *subprime*, com redução dos seus saldos, que foram progressivamente menores até o período atual, com pequenos períodos de recuperação, como em 2014-2015 e 2019.

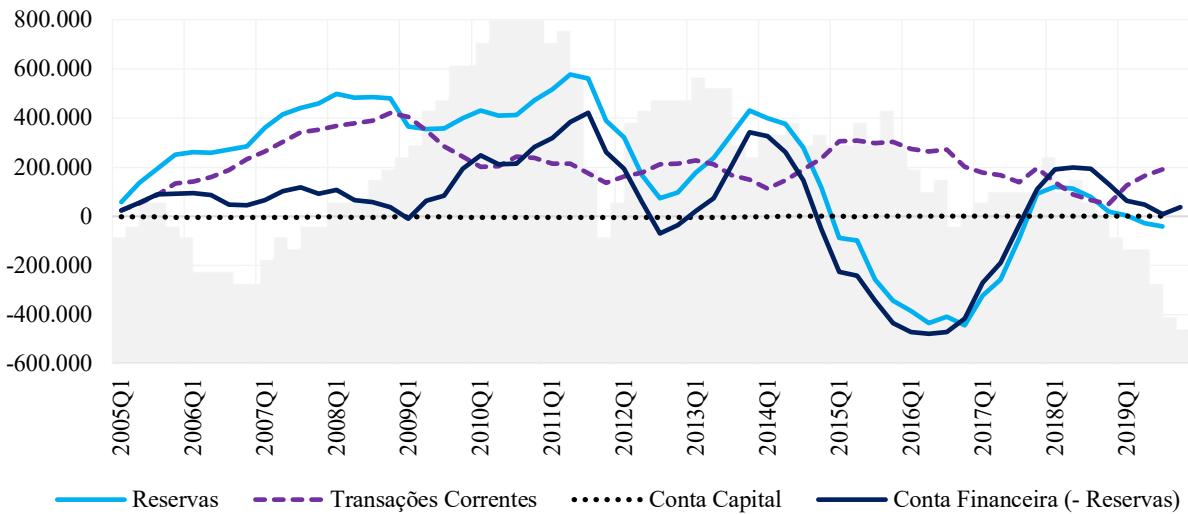
Enquanto a Conta de Capital exibiu valores comparativamente irrisórios (saldo médio trimestral de US\$ 585,87 milhões), a CF foi a que se apresentou mais dinâmica (saldo médio trimestral de US\$ 11,31 bilhões), oscilando bastante seus resultados no tempo (saldos positivos e negativos). A CF, todavia, começou a demonstrar valores significantes só após sua subida iniciada em 2009, após a crise financeira. Vê-se pelo saldo da CF, que essa apresentou maiores entrada de dólares do que saídas na maior parte do período (45 trimestres positivos e 15 negativos), mas, que, também apresentou quedas significativas em 2009Q1; 2012Q3-Q4 e, principalmente, de 2014Q4 a 2017Q3, quando demonstrou saída de US\$ 478 bilhões (2016Q2), para os saldos acumulados em quatro trimestre.

Por essa dinâmica, o estoque de reservas internacionais chinês elevou-se sobremaneira no período estudado, evidenciando tendência de crescimento desde o início de 2000 a 2013/2014, quando passou a demonstrar redução (Gráfico 4.16). Todavia, em relação ao PIB, é visto que o valor mais alto atingido foi em 2009 (47,36% do PIB), evidenciando trajetória declinante a partir de então. Esse movimento retrata a mudança de dinâmica da economia chinesa a partir de 2009, em que o crescimento do comércio internacional passa a ser comparativamente menor do que o da produção total, puxada pelos mercados internos.

---

<sup>68</sup> Para a China, a disponibilidade os dados trimestrais referente a sua Conta Financeira, na base do FMI, inicia-se apenas em 2005.

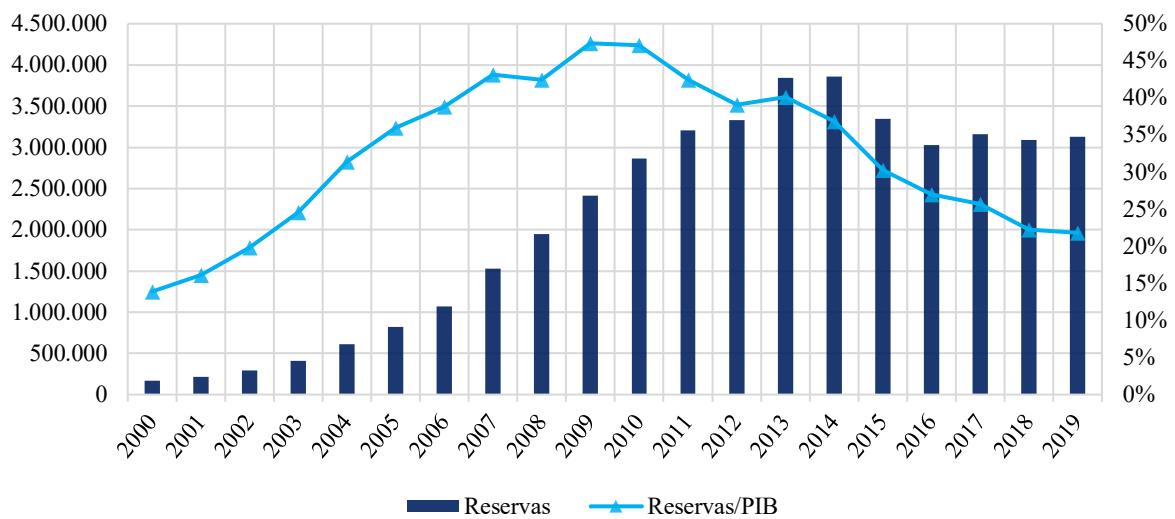
**Gráfico 4.16 – China: Balanço de Pagamentos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

**Gráfico 4.17 – China: Liquidez Internacional, Reservas totais exceto Ouro, em US\$ milhões e em relação ao PIB**



Fonte: IMF DATA (IFS), Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

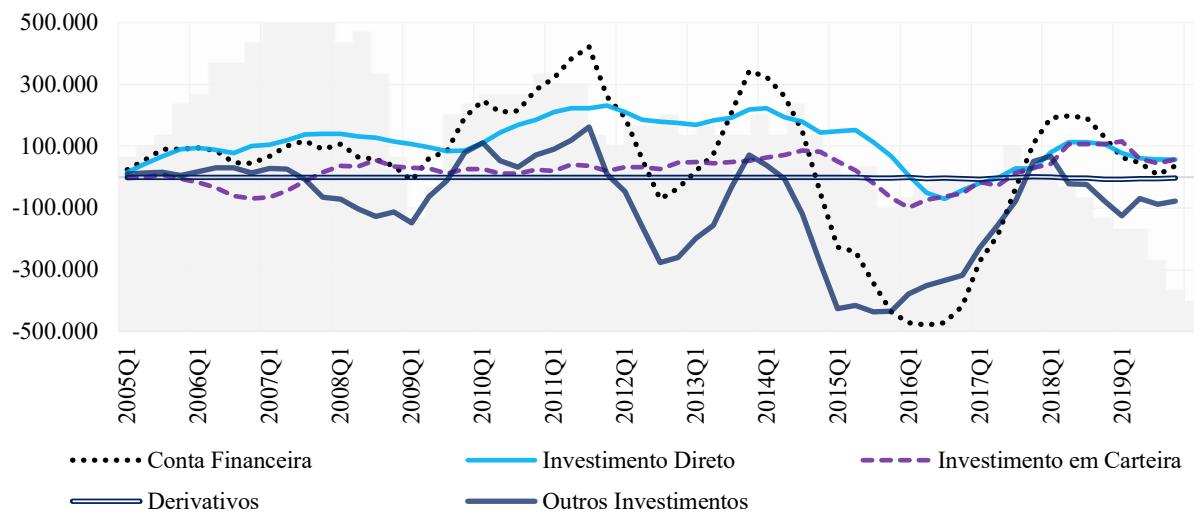
Ao abrir a CF (Gráfico 4.18), observa-se que a subconta que mais influenciou a sua dinâmica foi a OI (saldo médio trimestral de - US\$ 21,87 bilhões), enquanto os ID (saldo médio trimestral de US\$ 49,11 bilhões) parecem ser a segunda conta que mais impactou na CF, enquanto os IC apresentaram volume menos expressivo que esses outros (saldo médio trimestral negativo de US\$ 4,96 bilhões). A conta Derivativos apresentou valores relativamente irrisórios (saldo médio trimestral de US\$ 750,23 milhões) e, somente a partir do primeiro trimestre de 2015.

Pelo Gráfico 4.18 vê-se que os valores negativos da CF ocorreram, sobretudo, pela dinâmica dos OI nas duas primeiras situações (2009Q1 e 2012Q3-Q4), enquanto a saída líquida

de capitais de 2014Q4 a 2017Q3 adveio, primeiro, em decorrência dos saldos da conta OI, mas, também, em virtude das contas IC e ID.

Todavia, o saldo positivo da CF se deveu às entradas líquidas em ID, que foram positivas de 2005 a 2015, aproximadamente, reforçadas pelas entradas de IC a partir de 2013.

**Gráfico 4.18 – China: Conta Financeira do Balanço de Pagamentos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**

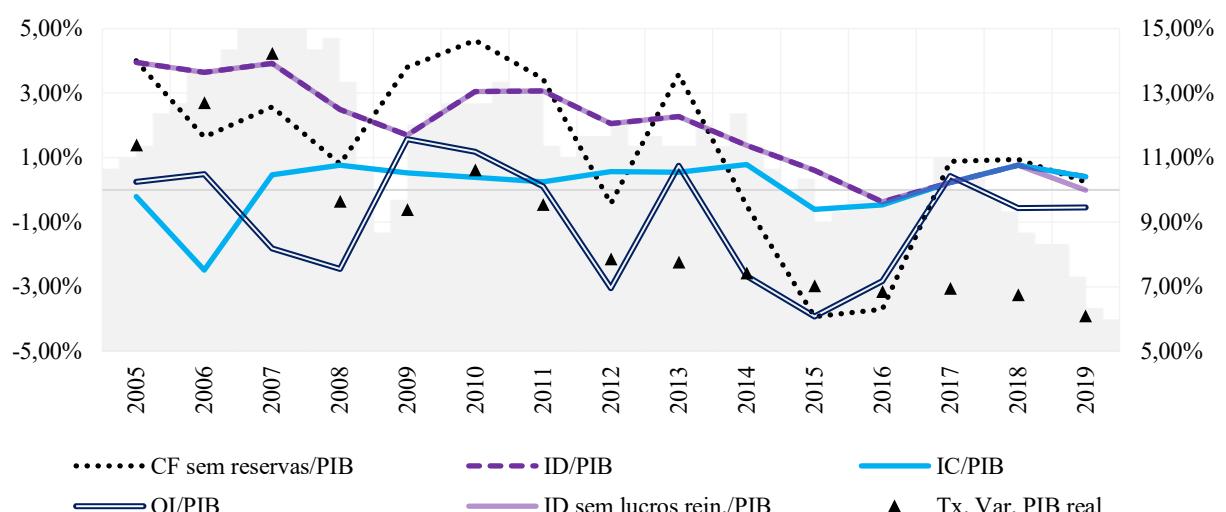


Fonte: IMF DATA. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

Analizando a dinâmica da CF da China em relação ao PIB (Gráfico 4.19), é visto que os saldos positivos em ID foram progressivamente menores no tempo, sendo seu maior valor anual em 2007 (3,92% do PIB). A conta OI, por sua vez, demonstrou saldos anuais negativos em vários momentos, sendo o seu máximo de -3,92% em 2015.

**Gráfico 4.19 – China: Conta Financeira e suas subcontas em relação ao PIB e taxa de crescimento do PIB real – dados anuais em %**



Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

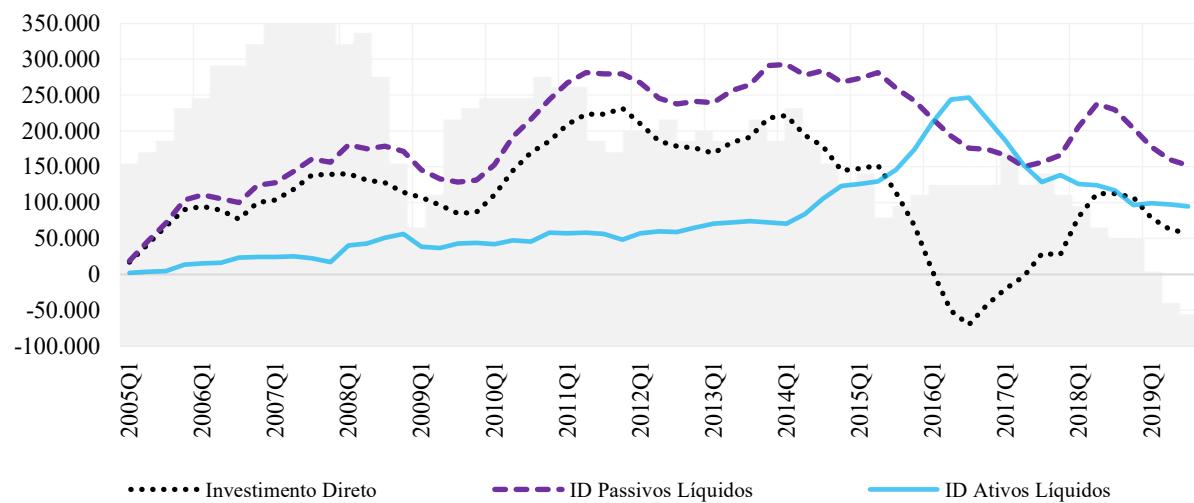
Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

Para a CF, em geral, o período imediatamente pós crise de 2008 foi o de maior saldo positivo (4,64% do PIB em 2010) e os saldos negativos ocorreram em 2012, 2014, e, de forma mais expressiva, em 2015 e 2016.

Repare que a tendência de redução mais recente dos saldos da CF chinesa, tanto em relação ao PIB como em valores nominais, ocorre a partir de 2014, período em que houve reversão da política monetária norte-americana, com redução expressiva dos saldos em ID, OI e IC, em que todos apresentaram valores negativos em 2016.

Ao observar a dinâmica dos ID (Gráfico 4.20), nota-se que os valores negativos do ID líquido no intervalo 2016Q2 a 2017Q2, ocorrem não pela saída de capitais de não-residentes, mas pelo movimento conjunto de redução dos IDP (saldo médio trimestral de US\$ 49,11 bilhões) e, principalmente, pela forte elevação dos IDA (de residentes) no mundo (saldo médio trimestral de US\$ 20,64 bilhões). No restante do período estudado é visto que a dinâmica dos IDP predominou na conta.

**Gráfico 4.20 – China: Investimento Direto – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

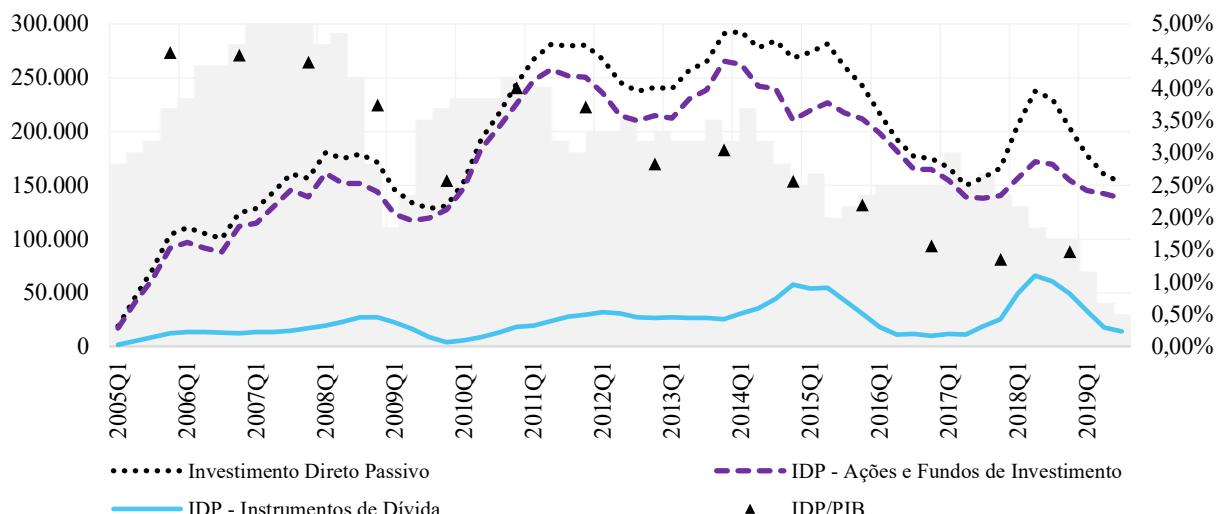
Quanto aos IDP, vê-se que houve um movimento de elevação das entradas de capitais na China por essa conta de 2004 até final de 2008, na crise do *subprime*, e posterior redução das entradas líquidas de capitais, até meados de 2010, quando houve um novo retorno das entradas de capitais em IDP, que perdurou até, aproximadamente, 2015. A partir de então, ocorreu uma tendência de redução dos IDP até o presente momento, com pequena reversão dessa tendência em 2018. Ou seja, também é vista uma redução das entradas em IDP a partir da subida da taxa de juros dos EUA, e que essa rubrica demonstrou dinâmica próxima à liquidez internacional.

Quanto aos IDA, esses apresentaram dinâmica diferenciada, com tendência de crescimento desde o início da série até metade de 2016, com período de forte aceleração das saídas em IDA de 2014 a final de 2016. Entretanto, a partir desse ano essa conta apresentou tendência de redução das saídas de capitais, que perdurou até final de 2019.

Ao abrir a conta dos ID Passivo no Gráfico 4.21 (saldo médio trimestral de US\$ 49,11 bilhões), nota-se que a sua maior dinâmica se deu pela rubrica IDPAF (saldo médio trimestral de US\$ 43,03 bilhões). A conta ID Instrumentos de Dívida, ainda que em valores inferiores (saldo médio trimestral de US\$ 6,08 bilhões), apresentou dinâmica próxima à dos IDPAF. Ou seja, movimento parecido ao exposto para os IDP.

Para os valores dos IDP sobre o PIB, é visto que o auge desses fluxos aconteceu antes da crise financeira mundial, com valores superiores a 4% do PIB em 2005, 2006 e 2007. O período posterior, após recuperação dos saldos em 2010 e 2011, é de redução dos fluxos em IDP em relação ao PIB, sobretudo para os IDPAF. Com isso, esses fluxos também demonstraram acompanhar a periodicidade da liquidez construída, sobretudo a partir de 2013 com a sinalização da inversão da política monetária dos EUA, e sua efetivação a partir de 2015.

**Gráfico 4.21 – China: Investimento Direto Passivo – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



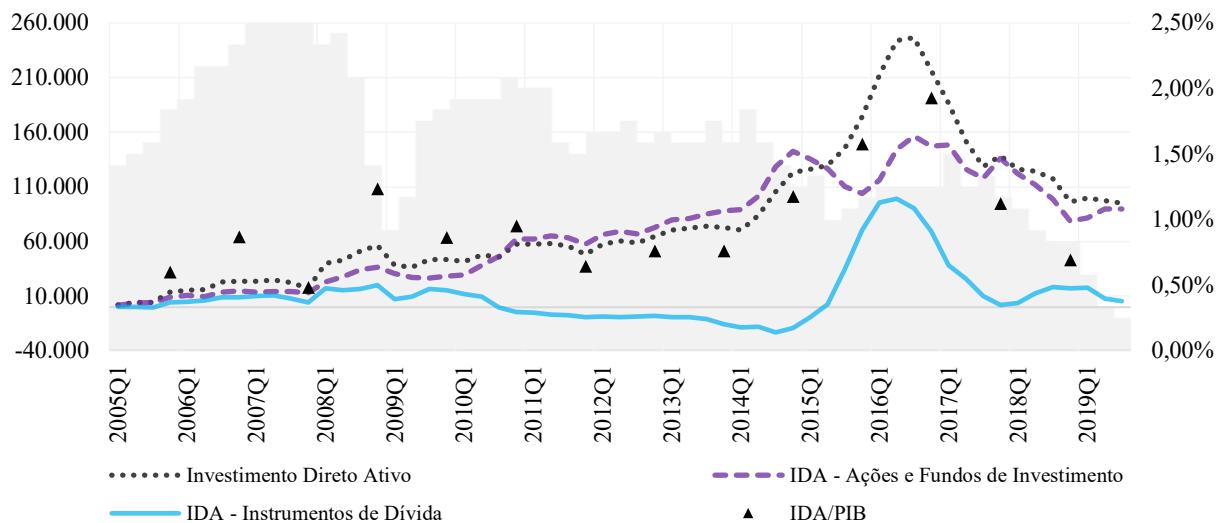
Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Em relação aos IDA, que se referem, em sua maioria, a investimentos de chineses residentes, a dinâmica predominante foi a dos IDAAF (Gráfico 4.22). A tendência de crescimento dos IDAAF, entretanto, durou até o final de 2014, quando relativamente se estabiliza, apresentando movimento de redução a partir de 2018.

No período que compreende o final de 2015 e o início de 2017, também se identifica um movimento diferenciado dos IDAID na série – que envolvem empréstimos e amortizações

– quando houve uma elevada saída de recursos por essa conta, o que impactou no pico da série de IDA. Assim, esse movimento de elevação diferenciada na série dos fluxos em IDA de 2014 a final de 2016 proporcionou o seu maior valor anual em relação ao PIB (2% em 2016).

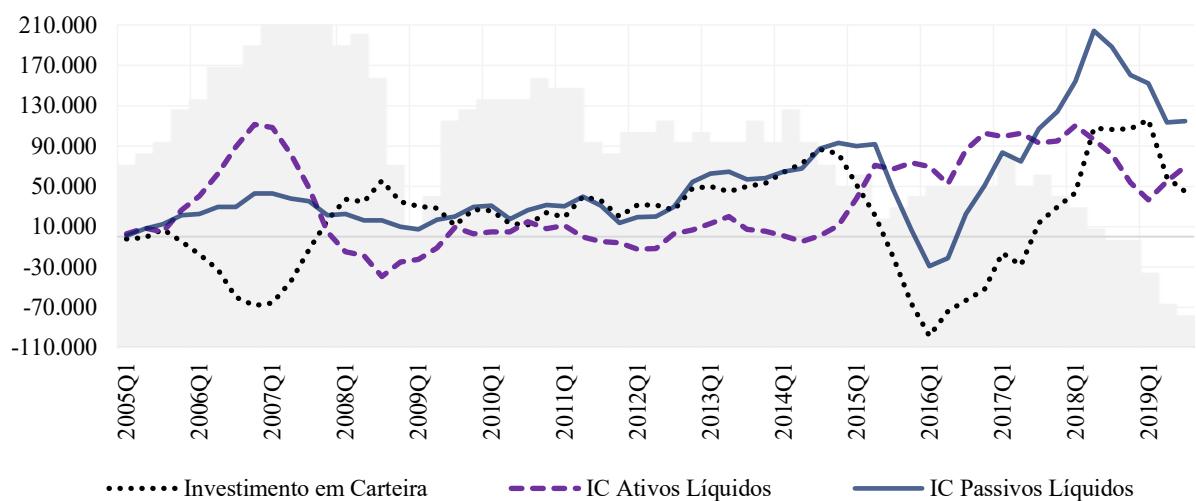
**Gráfico 4.22 – China: Investimento Direto Ativo – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Quanto aos IC (Gráfico 4.23), identifica-se que o volume de recursos negociados por essa conta é predominantemente via passivos (ICP – saldo médio trimestral de US\$ 13,95 bilhões), mas que os ICA (saldo médio trimestral de US\$ 9,00 bilhões) também apresentaram volume considerável em dois períodos: final de 2006 a meados de 2007 e; final de 2015 a meados de 2018.

**Gráfico 4.23 – China: Investimento em Carteira – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

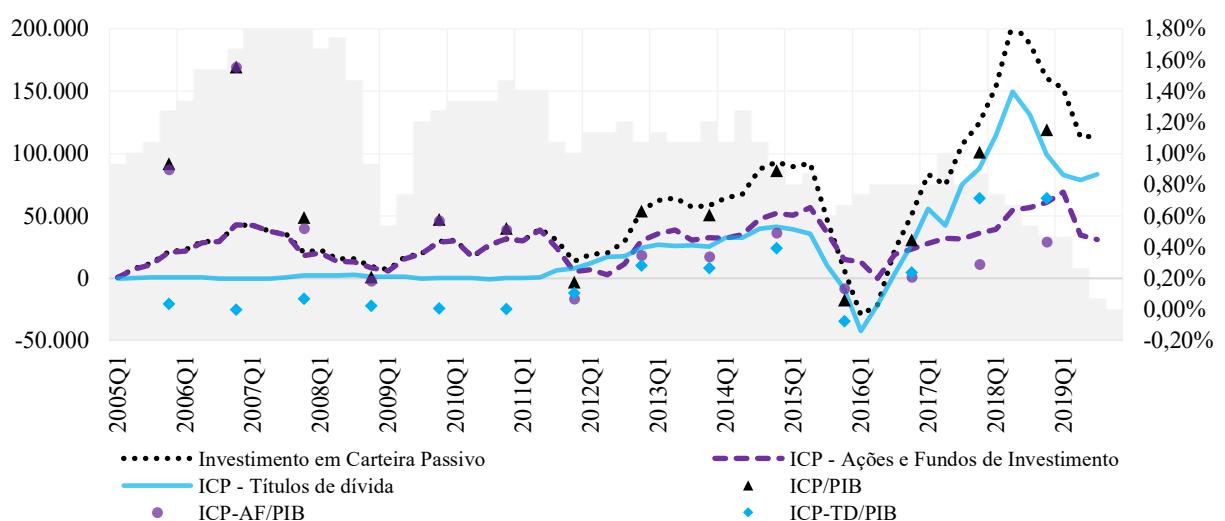
Um fato diferenciado dessa conta é que os ICP não apresentam forte reversão com a crise de 2008, mas apenas os ICA. Todavia, também houve queda relevante dos ICP no final de 2015 até final de 2016, e aumento do ICA, o que provocou forte perda líquida de capitais, como ocorrente nas contas ID e OI nesse período. Destaca-se, também, a elevação dos ICP em 2017 e 2018, e manutenção de altos valores até final de 2019, mesmo em um período de redução da liquidez mundial.

Para os ICP, observa-se que até metade de 2011 os recursos entrantes nessa conta eram predominantemente em ICAPAF, e, a partir daí, os ICPTD também passaram a receber entradas significativas, tornando-se a principal rubrica a partir de 2017 (Gráfico 4.24). Assim, o movimento de saída no início de 2015 e recuperação a partir de 2017 da entrada de capitais ocorreu tanto para os ICPAF quanto para os ICPTD, mas em valores mais expressivos para essa última rubrica.

Os IDPTD demonstram seus maiores valores em relação ao PIB em 2017 (0,72%) e 2018 (0,72%), enquanto os IDPAF obtiveram entradas mais expressivas em 2006 (1,56%), e, também, para os ICP, ainda que esse também apresentou valores expressivos em 2018 e 2019. Para o mesmo indicador, as saídas de capitais em IDPTD também foram significativas em 2015 (-0,07% do PIB), menor valor da série.

Vê-se, também, que enquanto os ICPTD fogem da dinâmica da liquidez mundial a partir de 2017, os fluxos em ICAPAF parecem estar mais ligados a essa.

**Gráfico 4.24 – China: Investimento em Carteira Passivo – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**

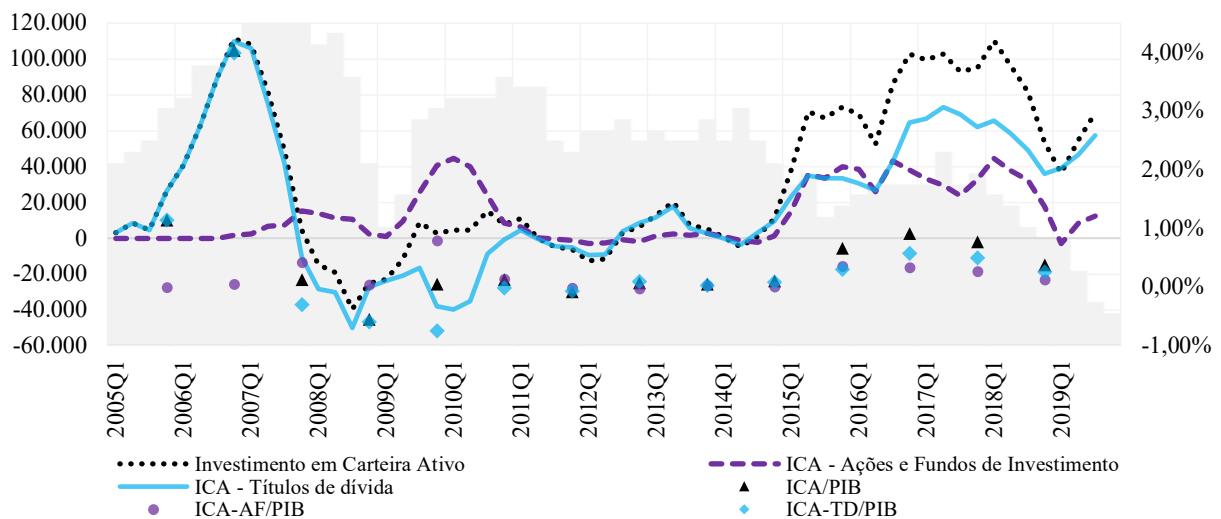


Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Quanto aos ICA (Gráfico 4.25), nota-se que as negociações dos ICATD foram mais expressivas do que a dos ICAAF. Por essa, a significativa saída de capitais entre 2006 e final

de 2007 ocorreu via ICATD, enquanto a saída de capitais entre final de 2015 e início de 2018 adveio das duas contas, com valores mais expressivos para os ICATD.

**Gráfico 4.25 – China: Investimento em Carteira Ativo – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Quanto à dinâmica da conta OI, vê-se que as transações tanto com Ativos (OIA – fluxos médios trimestrais de US\$ 35,03 bilhões) quanto com Passivos (OIP – fluxos médios trimestrais de US\$ 13,15 bilhões) foram representativas. Todavia, a conta OIP apresentou-se mais volátil.

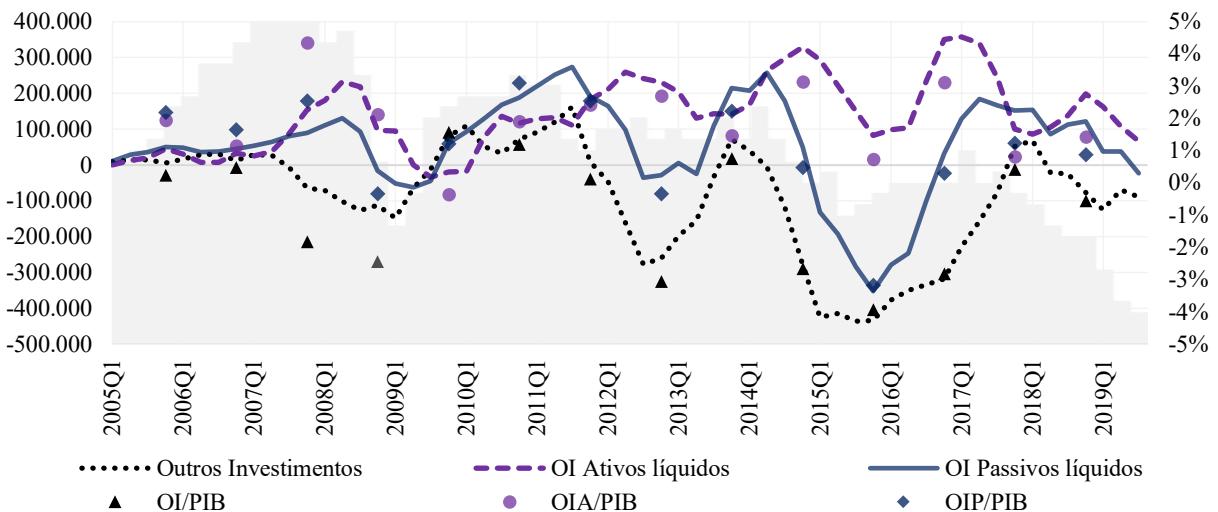
Pelo Gráfico 4.26 constata-se que o período antecedente à crise do *subprime* foi de aumento das entradas de capitais via OIP e, saídas, mais expressivas, via OIA, que, posteriormente, apresentam forte queda com a crise financeira. Assim, a conta OI permaneceu negativa (maiores saídas de recursos) entre 2007Q3 e final de 2009.

A conta OI também apresentou saídas expressivas em dois outros momentos: final de 2011 a final de 2013, período pós crise do Euro e; meados de 2014 a final de 2017 – período de reversão/aumento das taxas de juros dos EUA –, ocorrido, sobretudo, pela forte redução das entradas em OIP no primeiro intervalo e forte saída no segundo intervalo. Esse segundo movimento, todavia, foi amenizado pela redução das saídas via OIA. Evidencia-se, assim, que a dinâmica dos OIP chinês se comportou de forma semelhante à dinâmica do ciclo de liquidez.

Assim, a saída de recursos via OI em 2015 foi a maior da série em relação ao PIB, no valor de -3,92%, sobretudo pelas saídas via OIP, de -3,18% nesse ano. Já as saídas de divisas em 2014 e 2016 ocorreram, principalmente, pela conta OIA (3,14% e 3,11% do PIB respectivamente).

É interessante observar que esse movimento de saída de recursos dos não-residentes, em sua maioria, via OIP, foi responsável pelo período de maiores saídas de capitais (perda de reservas) da China no período. O que vai ao encontro do fato da conta OI ter o maior peso, dentre as outras, na volatilidade da CF chinesa, como se verá à frente no cálculo da Volatilidade Ponderada (Tabela 4.5).

**Gráfico 4.26 – China: Outros Investimentos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

Assim, constatou-se que mesmo a China, considerada uma economia com fortes restrições sobre as movimentações da CF, demonstrou elevada dinâmica dessa conta, e vulnerável aos movimentos internacionais dos capitais. Por exemplo, entre o final de 2014 e início de 2017 (2014Q3 a 2017Q1), houve uma perda líquida de reservas na ordem de US\$ 819,28 bilhões, não sendo suficiente o superávit em TC para cobrir essa saída via CF. Esse movimento ocorre tanto pelo aumento das rubricas Ativos quanto pela queda dos Passivos, mas sobretudo pela saída de capitais em OIP, que foi de - US\$ 457 bilhões, entre 2014Q3 e 2016Q1. Todavia, também é importante ressaltar que esse país demonstrou superávit da Conta Corrente em todo o período estudado, o que o deixa menos vulnerável à dinâmica externa e quanto a restrição de divisas.

Também se observou o maior peso da conta OI (e suas duas rubricas) na dinâmica da CF chinesa, e sua elevada volatilidade. Todavia, a conta ID e, principalmente, a IDA, também demonstrou valores expressivos de entradas e saídas. Os IDP, a conta de maior interesse de pesquisa para nós, também apresentou valores expressivos – média anual de 3,03% do PIB.

É interessante observar, também, o aumento dos investimentos chineses (Ativos) no resto do mundo a partir de 2014, sobretudo, via ICA e IDA – a conta OIA já apresentava valores significativos na maior parte da série e apresentou saídas menos expressivas nos anos pós 2014.

Assim, a CF chinesa, sobretudo os fluxos passivos e os OIP, demonstraram dinâmica próxima à liquidez internacional, em que até os IDP foram afetados por esses movimentos maiores, ainda que apenas na sua margem, mantendo elevados saldos positivos em todo o período. Destaca-se, também, o menor dinamismo dos ICP desse país em relação aos demais, reforçando a noção de maior restrição imposta pela China aos capitais internacionais nos seus mercados de ações e títulos.

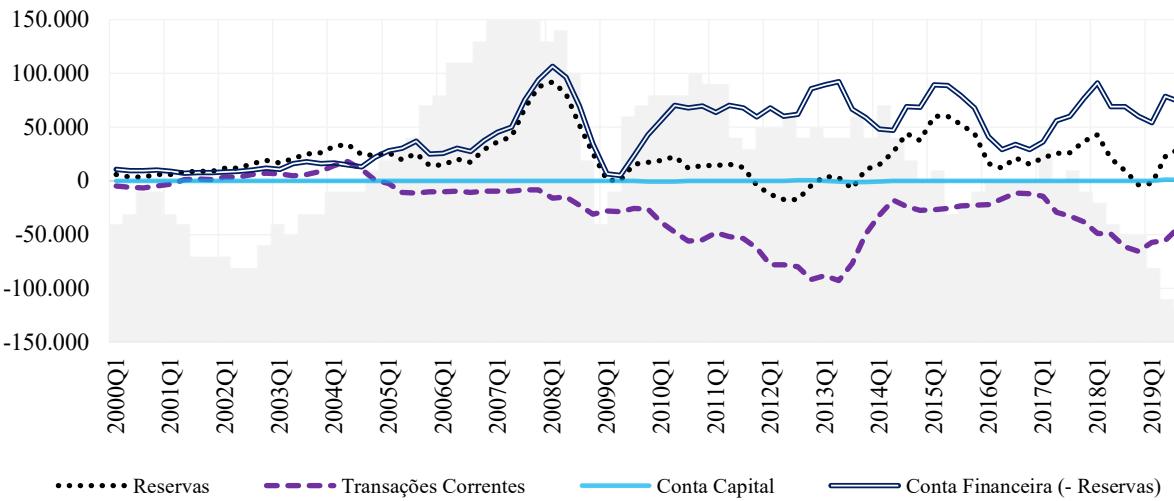
#### **4.1.3 – Conta Financeira e subcontas da Índia**

Em relação ao BP indiano, constata-se que sua TC se apresentou deficitária em quase todo o período estudado (saldos acumulados em quatro trimestres), com exceção do interregno 2001Q2-2004Q4 (Gráfico 4.27). Destaca-se, também, o período entre final de 2013 e início de 2017, quando houve uma forte redução do déficit dessa conta em relação aos períodos imediatamente anterior e posterior.

A CF, por sua vez, demonstrou saldo (acumulado em quatro trimestres) constantemente positivo nos anos 2000, com uma aceleração dos resultados positivos a partir do final de 2004, até a crise de 2008, quando houve fraco saldo positivo, e que no último trimestre de 2008 demonstrou saída líquida de recursos. Posteriormente, houve uma retomada dos fluxos de capitais para esse país, num movimento relativamente contínuo até o fim da série, com exceção de dois períodos: 2013Q3 a final de 2014 e, final de 2015 a meados de 2017, quando ocorreram retrações das entradas de capitais. Esses períodos coincidem com os momentos de, em primeiro, sinalização de reversão da política monetária norte-americana e, em segundo, efetivação dessa. Todavia, esses movimentos não resultaram numa seca de recursos.

A partir dessa dinâmica, as reservas internacionais da Índia evidenciaram tendência de crescimento de 2000 a 2007 (Gráfico 4.28), com pequena queda em 2005; tendência de redução a partir daquele período até o último ano analisado, com exceção dos anos de 2015 e 2019, demonstrando no último ano um estoque no valor de US\$ 432 bilhões (15,04% do PIB).

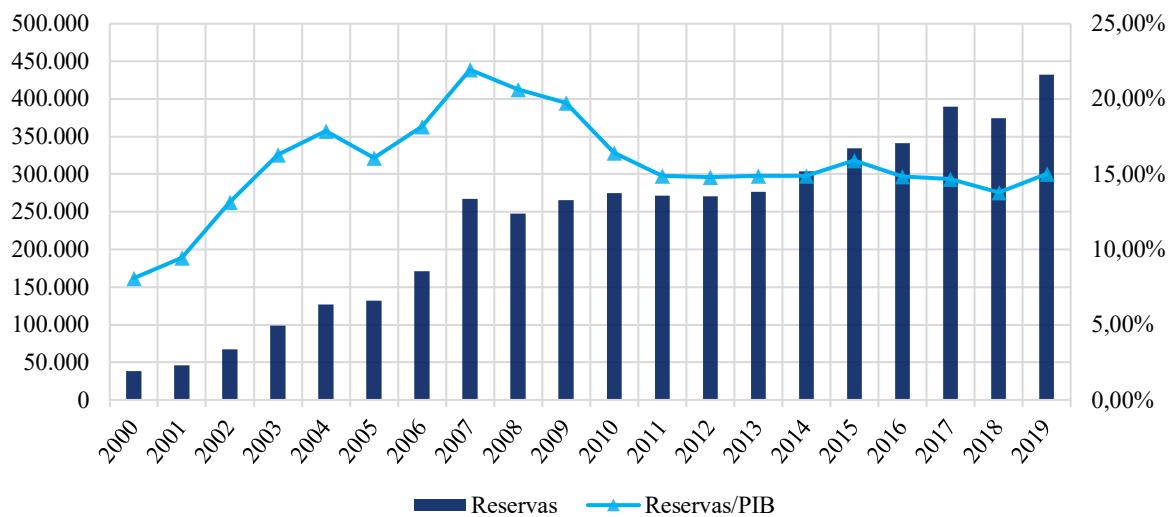
**Gráfico 4.27 – Índia: Balanço de Pagamentos e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

**Gráfico 4.28 – Índia: Liquidez Internacional, Reservas totais exceto Ouro, em US\$ milhões e em relação ao PIB**



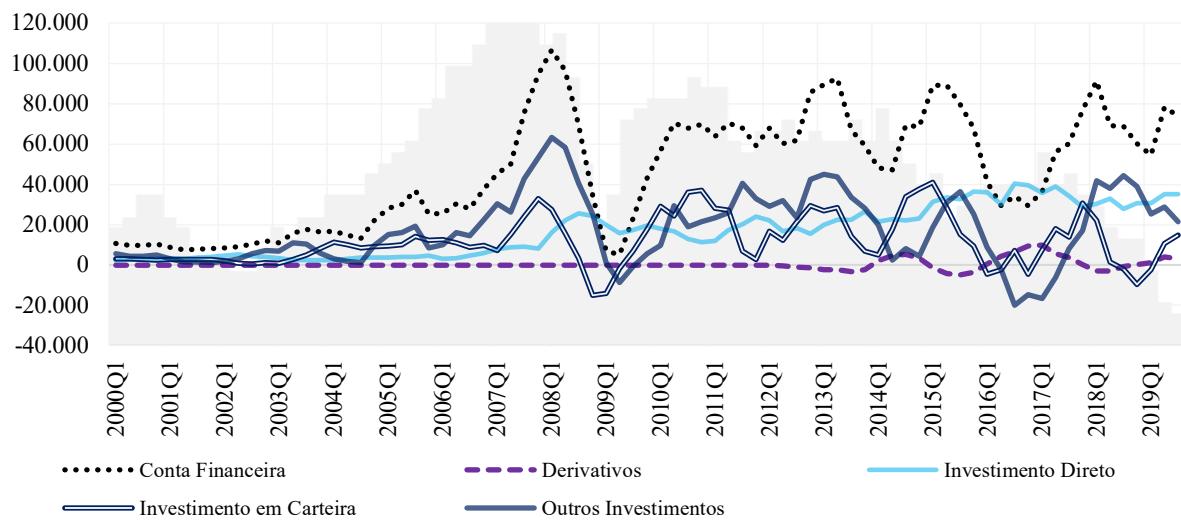
Fonte: IMF DATA (IFS) Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

A partir do Gráfico 4.29, vê-se que a dinâmica da CF se deu, principalmente pelos fluxos em OI e IC, mas, os fluxos em ID garantiram uma base de entradas mais consistentes de recursos, assegurando o superávit da CF, em detrimento da volatilidade dos fluxos daquelas outras duas contas. Destaca-se, também, a relevante movimentação de recursos na conta Derivativos a partir de meados de 2013, afetando o saldo da CF.

Pode-se observar que a dinâmica dos IC e OI foram muito próximas, no caso indiano, e que os ID apresentaram um salto dos recursos entrantes a partir de 2008 (saldo anual médio de US\$ 20,53 bilhões, frente ao saldo anual médio de US\$ 4,49 bilhões de 2000 a 2007), e novo impulso de entrada a partir de 2015 (saldo anual médio de US\$ 34,35 bilhões).

É visto, também, que os fluxos financeiros acompanharam a dinâmica da liquidez mundial (sobretudo os OI e os IC), com: expansão de 2005 a 2007; forte retração com a crise do *subprime*; rápida recuperação posterior; redução dos fluxos em IC com a crise do euro no final de 2011, e; fortes variações negativas com o anúncio de reversão da política monetária dos EUA em 2013 e efetivação dessa no final de 2015. A única diferença foi a manutenção das entradas a partir de 2018, verificada para os OI e os ID.

**Gráfico 4.29 – Índia: Conta Financeira e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



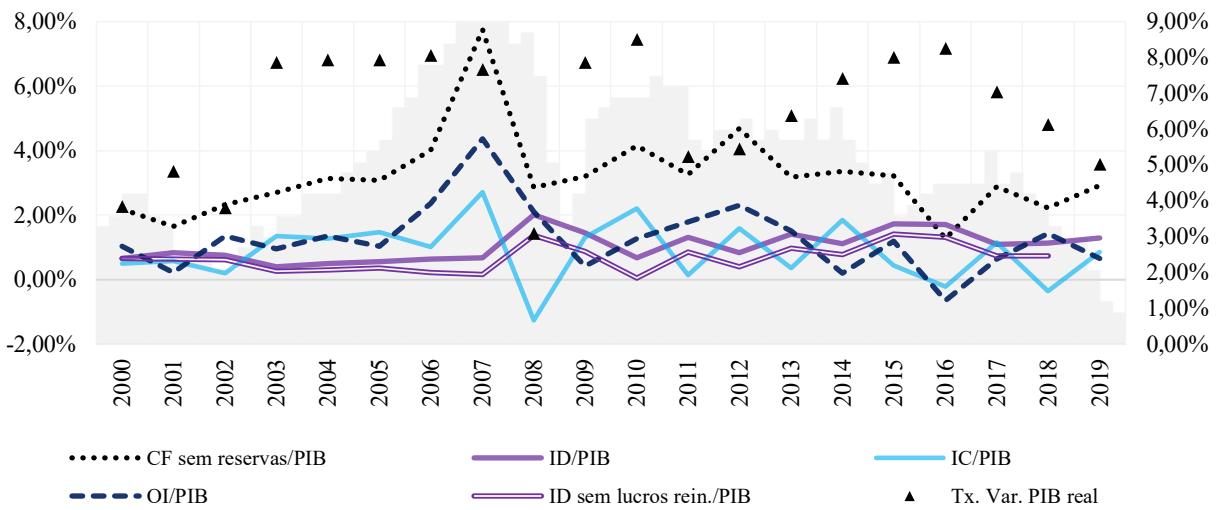
Fonte: IMF DATA. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

Em relação ao PIB (Gráfico 4.30), é visto que o auge das entradas de capitais ocorreu em 2007, imediatamente anterior à crise do *subprime*, com fluxo anual de 7,76% em relação ao PIB. Os ID, também em relação ao PIB, atingiram outro patamar após 2008 – média de 0,63% de 2000 a 2007 e de 1,32% de 2008 a 2018. Essa mudança de patamar também ocorreu para os ID sem Lucros Reinvestidos. Para os demais fluxos (IC e OI) a dinâmica é oposta, em que esses apresentaram menores valores após 2008 em relação aos anos 2000-2007.

Em relação à conta ID da Índia (Gráfico 4.31), vê-se que houve um predomínio dos IDP, que apresentaram aumento substancial a partir de 2006, com tendência de redução das entradas de 2009 a final de 2013, e novo retorno da trajetória de crescimento dos fluxos entrantes a partir daí. Os fluxos em IDA demonstraram a mesma dinâmica, mas com recuperação relativamente mais branda a partir de 2013Q4. Destaca-se o elevado volume de IDA de 2007 a 2011, aproximadamente, sendo que essa rubrica se apresentou menos dinâmica para a maior parte dos BRICS.

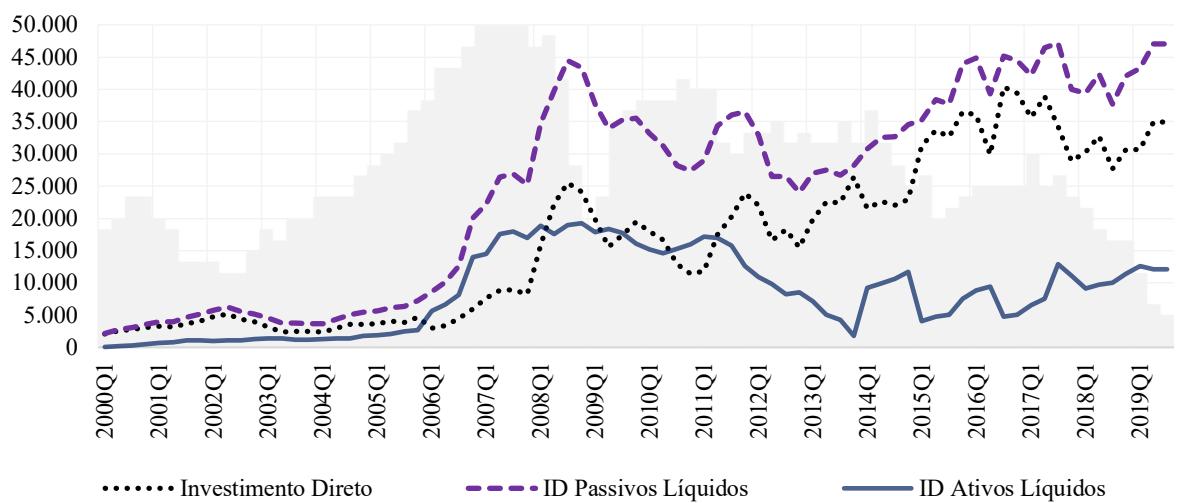
**Gráfico 4.30 – Índia: Conta Financeira e suas subcontas em relação ao PIB e taxa de crescimento do PIB real (eixo secundário) – dados anuais em %**



Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

**Gráfico 4.31 – Índia: Investimento Direto e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA. Elaboração própria.

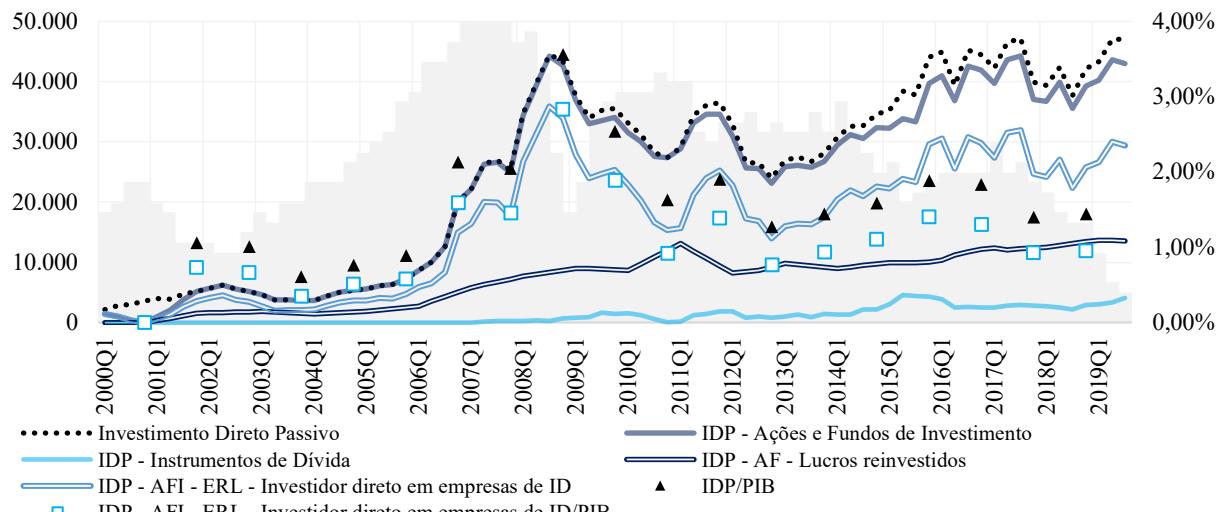
Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

Dentre os IDP (Gráfico 4.32), destaca-se a preponderância dos fluxos em IDPAF, em que parte bem menor dos capitais entrantes foram em IDPID. Outra informação relevante é que em torno de 30% dos fluxos (médias dos fluxos acumulados em 4 trimestres) de IDPAF foram de Lucros Reinvestidos, que não se configuraram em novas entradas de capitais. Todavia, mesmo sem os Lucros Reinvestidos a dinâmica dos IDP demonstrou-se a mesma, mudando apenas o volume de recursos transacionados.

Constatou-se também que, mesmo em relação ao PIB, os maiores volumes de entrada de IDP ocorreram em 2008 (3,56%) e 2009 (2,54%), e mantiveram-se num elevado patamar nos anos posteriores.

Ao observar a dinâmica dos IDP para a Índia, percebe-se que esta rubrica acompanhou a dinâmica da liquidez mundial apenas até, aproximadamente, 2014, uma vez que as entradas de recursos se elevaram mesmo nos momentos de queda da liquidez posteriores, sobretudo no momento de expectativa quanto à reversão da política monetárias dos EUA, em meados de 2014 e 2015.

**Gráfico 4.32 – Índia: Investimento Direto Passivos e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

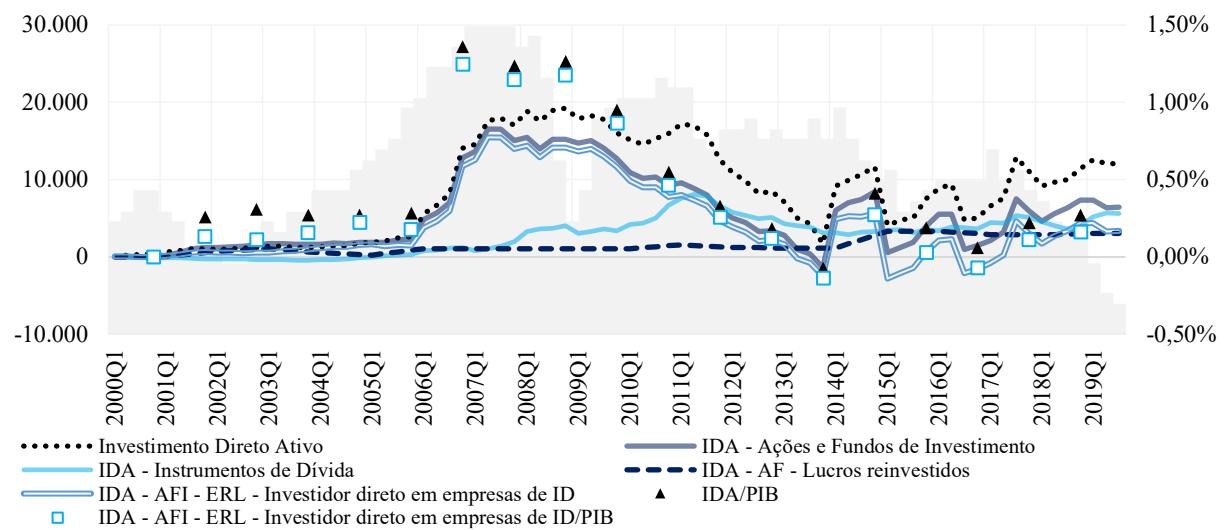
Já em relação aos IDA (Gráfico 4.33), no período em que esses fluxos apresentaram maiores entradas de recursos – de 2007 a 2011 –, predominou os IDAAF, ainda que tenha sido um período de tendência positiva dos fluxos em IDAID também. Aliás, os fluxos em IDAAF exibiram reversão de tendência já em meados de 2009, mas mantiveram saldos positivos e progressivamente menores de recursos, chegando a saldos líquidos negativos no quarto trimestre de 2013. Posteriormente, esses fluxos apresentaram-se bem mais voláteis e em menor volume, sendo esses próximos ao dos IDAID.

Assim, o volume de recursos transacionados pelos IDA, que se elevou expressivamente de 2007 a 2010 em relação ao PIB, voltou a apresentar valores mais baixos, como os anteriores àquele período.

Os fluxos em IDA também demonstram acompanhar a dinâmica da liquidez mundial, com exceção dos períodos de variações positivas expressivas, como em 2014 e 2016, e o

período posterior a 2018, em que demonstrou aumento dos volumes transacionados por essa conta num período de baixa liquidez.

**Gráfico 4.33 – Índia: Investindo Direto Ativos e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



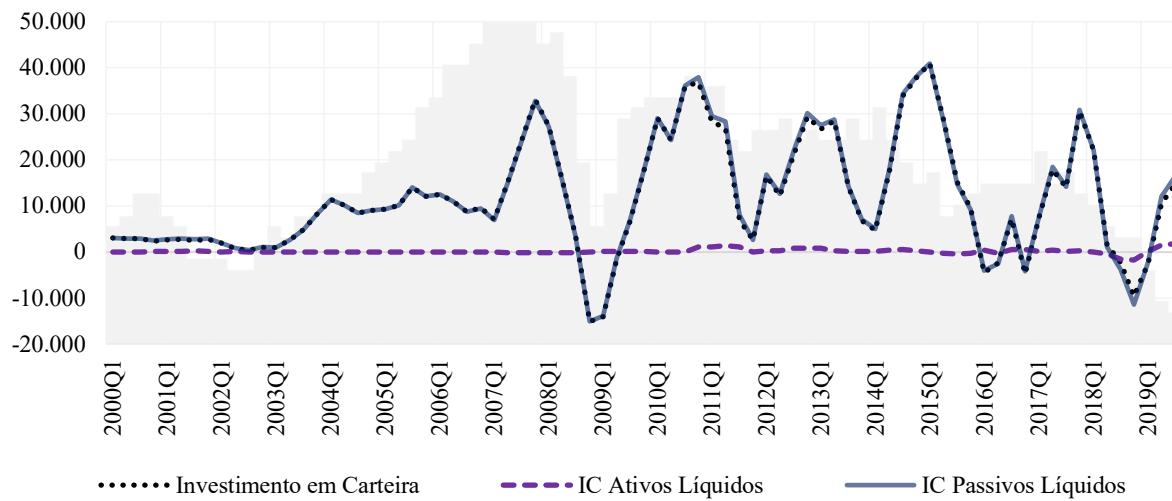
Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Para os IC (Gráfico 4.34), os fluxos Passivos (ICP) foram preponderantes. Até 2008, houve somente fluxos em ICPAF (Gráfico 4.35), na determinação da dinâmica dos ICP, todavia, a partir do final de 2014, os ICPTD passaram a ser os mais representativos. Observa-se que não havia negociações internacionais de Títulos de Dívida até 2009.

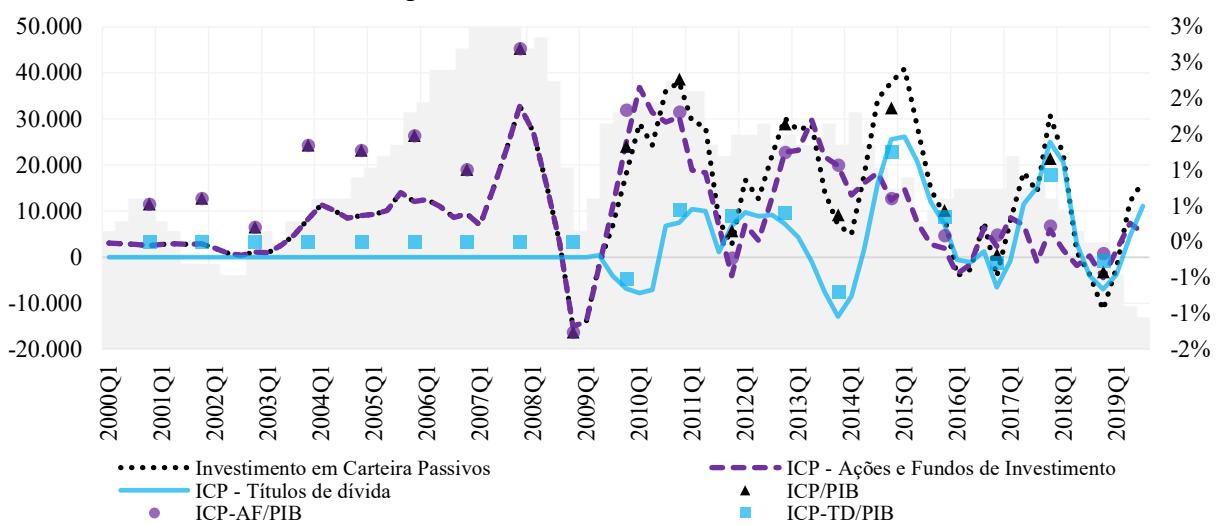
Destaca-se que os ICPAF sofreram forte retração na crise do *subprime*, chegando a resultar em saídas líquidas de US\$ 17,62 bilhões de 2008Q1 a 2009Q1.

A dinâmica dos ICP e sua subcontas demonstrou acompanhar a dinâmica da liquidez mundial, exibindo valores positivos consistentes de 2003 a 2006, e seus maiores valores em relação ao PIB em 2007 (2,70%); forte queda na crise financeira (-1,25% PIB em 2008); e recuperação em 2009 (1,34%) e 2010 (2,27%). A partir daí, as contas do ICP mostraram-se mais instáveis do que a dos demais países, com reduções abruptas nos acontecimentos mundiais mais relevantes (citados na construção da periodicidade): em 2011 (crise da Zona do Euro); meados de 2013 com a sinalização da reversão da política monetária dos EUA; aumento da taxa de juros dos EUA em 2015 e o consequente movimento de fortalecimento do dólar e; o início da disputa comercial/tecnológica entre EUA e China em a partir de 2018.

**Gráfico 4.34 – Índia: Investindo em Carteira e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



**Gráfico 4.35 – Índia: Investimento em Carteira Passivos e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**

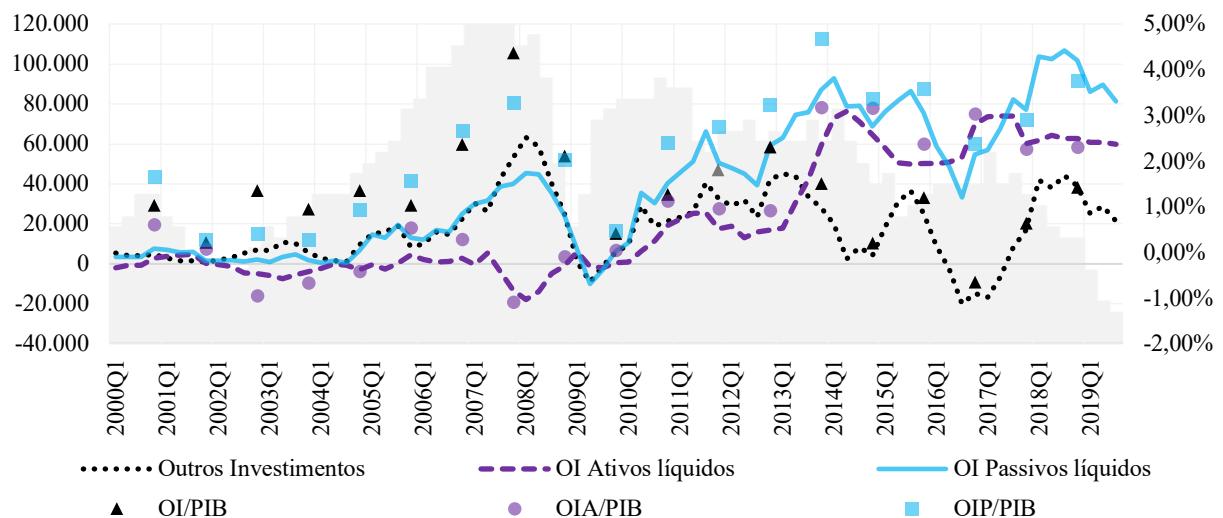


Pelo Gráfico 4.36, da conta OI, fica claro que o aumento das entradas de capitais imediatamente anterior à crise de 2008 e a saída líquida de capitais posteriormente à crise (saídas líquidas de US\$ 13,11 bilhões entre 2008Q4-2009Q2), ocorreram, sobretudo, pela dinâmica da conta OIP. A partir de então, as duas rubricas OI Passivos e Ativos apresentaram tendência de crescimento, ainda que de forma cíclica. Veja que as saídas líquidas da conta OI, na soma dos trimestres de 2015Q4 a 2017Q1, no valor de US\$ 23,82 bilhões, ocorreram tanto por queda dos Passivos quanto por aumento dos Ativos.

Assim, a relação OI/PIB apresentou seu maior valor em 2007, em expressivos 4,37%, enquanto os valores mais significativos dos OIA e OIP ocorreram após a crise de 2008, sendo para os OIP (4,70%) e para os OIA (3,18%) em 2013.

Por fim, constatou-se que os fluxos em OIP também acompanharam a dinâmica da liquidez internacional, mas não apresentaram escassez de capital com os choques externos a partir de 2010.

**Gráfico 4.36 – Índia: Outros Investimentos e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais, em US\$ milhões e % do PIB**



Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Dessa forma, evidenciou-se que o BP indiano foi persistentemente sustentado pelas entradas de capitais via CF, uma vez que apresentou, em quase todo o período analisado, elevados déficits em Transações Correntes (fluxos trimestrais médios negativos de US\$ 6,58 bilhões entre 2000 e 2019).

Dentre as contas que mais contribuíram para os saldos positivos da CF, destaca-se o ID, uma vez que os saldos em IC e OI apresentaram-se altamente voláteis. Assim, os OI e os IC foram as contas que mais contribuíram para as oscilações da CF. Os fluxos em OIP demonstraram os saldos mais expressivos, em valores anuais em relação ao PIB, mas também foram relevantes os fluxos em OIA, anulando os saldos em OI total em vários momentos. Também, salienta-se que, em média, 30% dos fluxos em IDP foram de Lucros Reinvestidos, ou seja, não se configurando em novas entradas de capitais.

Enquanto os fluxos em OI foram relevantes pelo Passivo e pelo Ativo, o lado do Passivo teve maior peso para as demais rubricas, sobretudo para os IC.

Também é interessante destacar que a CF, e, principalmente, os ICP, demonstraram dinâmica próxima à apresentada pela liquidez internacional: com tendência ascendente dos

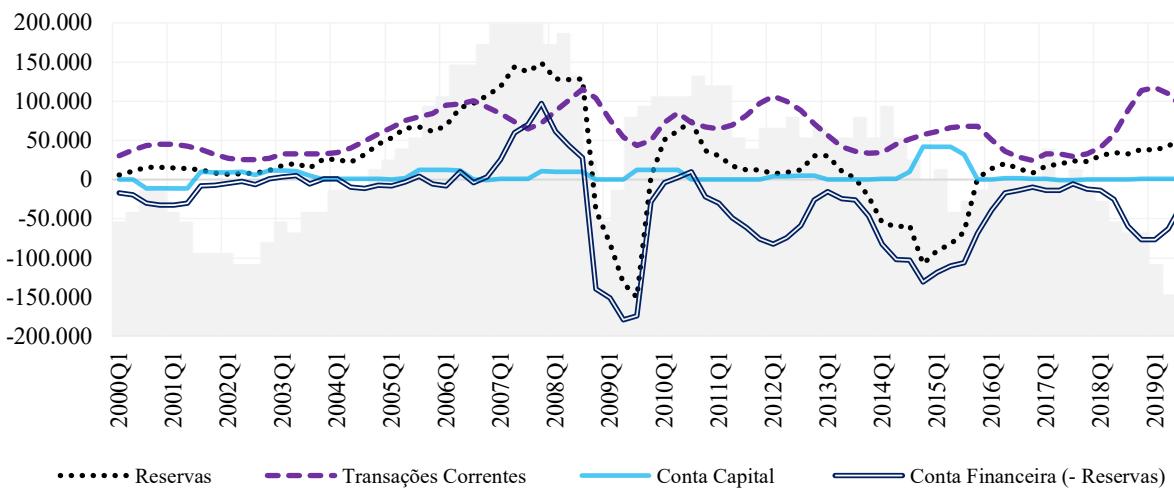
fluxos no período anterior à crise de 2008 – em que grande parte dos fluxos anuais apresentou seus maiores valores em relação ao PIB em 2007; recuperação dos fluxos logo após a crise financeira, já em 2009, e manutenção de elevados saldos nos anos posteriores, com retrações dos fluxos nos períodos de maior incerteza (sinalização da reversão das políticas de QE em 2013 e elevação da taxa de juros norte-americana em 2015). A única diferença foi a manutenção das entradas de capitais a partir de 2018, que foi um período de forte redução da liquidez internacional, em que apenas os fluxos em IC demonstraram-se mais fracos naquele momento.

#### 4.1.4 – Conta Financeira e subcontas da Rússia

No BP russo (Gráfico 4.37), nota-se que esse país apresentou contínuos superávits em Transações Correntes no período e uma CF dinâmica, principalmente após o ano de 2006. A partir desse ano, houve forte expansão da entrada líquida de recursos até final de 2007, quando a crise financeira provocou uma aguda reversão nessa conta, no valor, para o saldo acumulado em quatro trimestres, de - US\$178 bilhões em 2009Q2 (mais de 40% do estoque de reservas em 2009).

Destaca-se que, diferentemente dos outros países do BRICS, a CF russa apresentou-se constantemente negativa, ou seja, com maiores saídas do que entradas de capitais (para os valores acumulados em 4 trimestres), tendo superávits positivos apenas no período entre final de 2006 e final de 2008, mas, também, demonstrou oscilações significativas.

**Gráfico 4.37 – Rússia: Balanço de Pagamentos e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



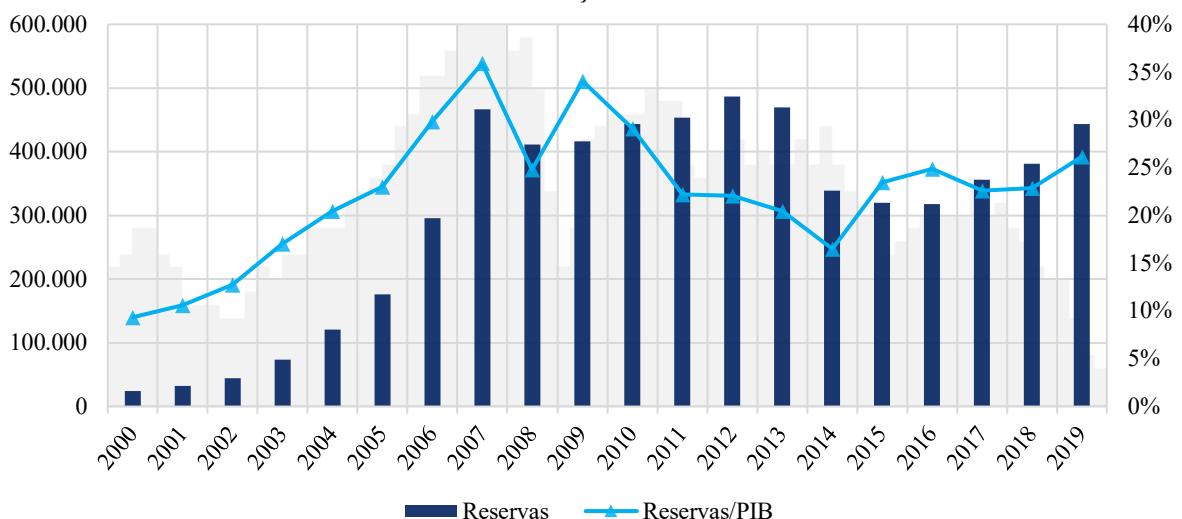
Fonte: IMF DATA. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

Os fluxos de reservas foram crescentemente positivos de 2000 a 2007, e elevou seu estoque de 9,34% do PIB (US\$ 242 bilhões) para 35,91% do PIB (US\$ 466 bilhões) naqueles

anos, respectivamente (Gráfico 4.38). De 2007 a 2013 a situação das reservas foi de relativa estabilidade, forte redução em 2014, e movimento de ascensão de 2017 a 2019.

**Gráfico 4.38 – Rússia: Liquidez Internacional, Reservas totais exceto Ouro, em US\$ milhões e em relação ao PIB**



Fonte: IMF DATA (IFS) Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

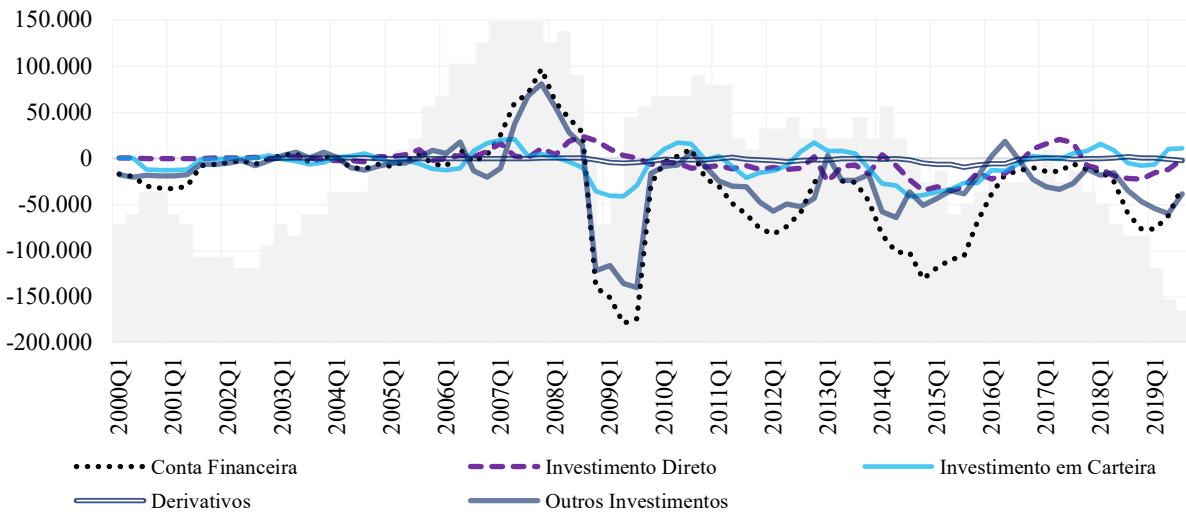
Ao analisar-se a especificidade da CF russa (Gráfico 4.39), nota-se que a sua principal dinamizadora foi a rubrica OI, caminho pelo qual houve grandes entradas de recursos pré-crise financeira e, posteriormente, saídas. Em menor proporção, mas progressivamente mais dinâmica foram as movimentações via IC e ID, em que essas não apresentaram valores significativos somente em relação aos OI, mas, também, quando comparado os saldos anuais em relação ao PIB com os dos demais países do BRICS. Nota-se, também, que o persistente saldo negativo da CF russa (62 saldos negativos acumulados em quatro trimestres, de 79 saldos totais) deveu-se aos saldos de todas as rubricas (exceto Derivativos, que demonstrou valores comparativamente ínfimos) – os ID apresentaram 45 saldos negativos acumulados em quatro trimestre; os IC, 47; e os OI, 60, para a mesma estatística.

Será visto mais à frente que esses baixos valores dos saldos em IC e ID ocorreram por conta do elevado volume de Ativos transacionados por essas contas, que na maior parte do tempo anularam as entradas via Passivos. Assim, a abertura dos subníveis dessas contas proporcionará uma melhor noção das suas dinâmicas e relações com os ciclos de liquidez internacional.

Em relação à CF e suas subcontas sobre o PIB (Gráfico 4.40), constata-se que as saídas de recursos após a crise financeira não foram mais expressivas que a ocorrente no ano 2000, por exemplo, como aparentavam os valores nominais. Vê-se, também, que os saldos anuais da CF de 2000 (-12,46%), 2008 (-8,41%), 2011 (-3,72%), 2014 (-6,36%) e 2018 (-4,58%), em

relação ao PIB, apresentaram valores negativos expressivos em relação as CF dos demais BRICS.

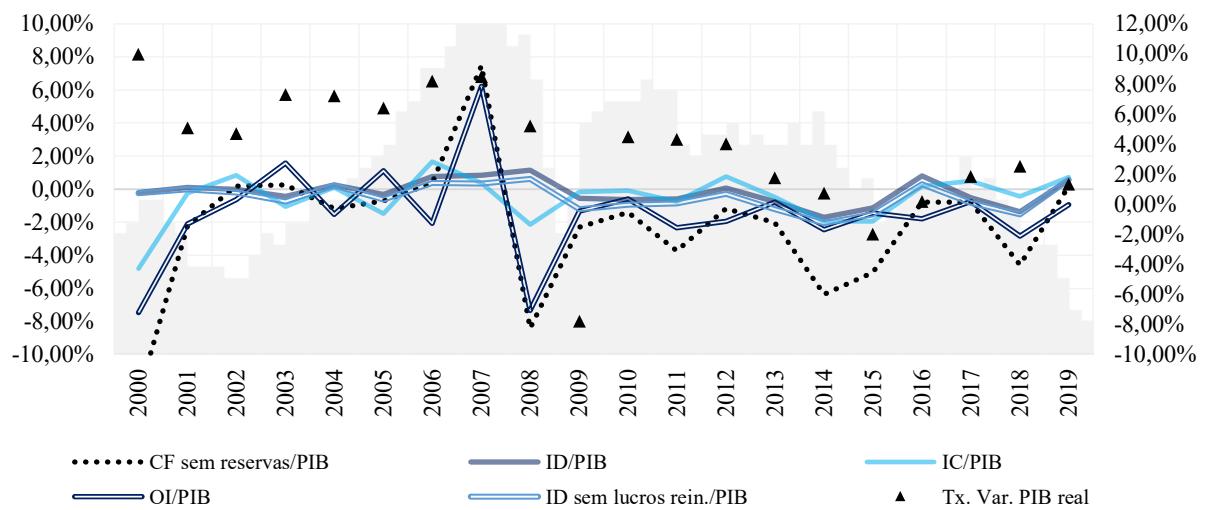
**Gráfico 4.39 – Rússia: Conta Financeira e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

**Gráfico 4.40 – Rússia: Conta Financeira e suas subcontas em relação ao PIB e taxa de crescimento do PIB real (eixo secundário) – dados anuais em %**



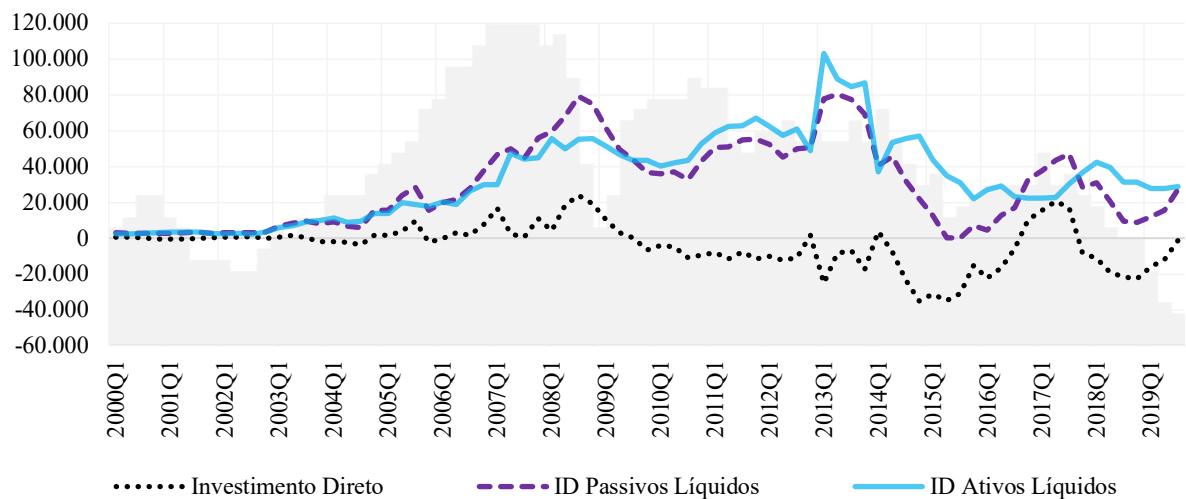
Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

Em relação aos ID (Gráfico 4.41), nota-se que tanto os IDP como os IDA apresentaram movimentações expressivas de recursos no período estudado, em que as dinâmicas desses fluxos se demonstram muito próximas. Ambas exibiram tendência crescente de capitais transacionados a partir de 2006, aproximadamente, com pequeno recuo a partir da crise de 2008, e queda após 2015, com pequeno sinal de recuperação em 2017. Exalta-se que esses são momentos cruciais na liquidez internacional, sobretudo a crise financeira em 2008 e a elevação

da taxa de juros dos EUA em 2015. Ou seja, mesmo os ID, considerados fluxos mais estáveis, demonstraram relação com a liquidez internacional, sobretudo na sua margem/variação.

**Gráfico 4.41 – Rússia: Investimento Direto – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



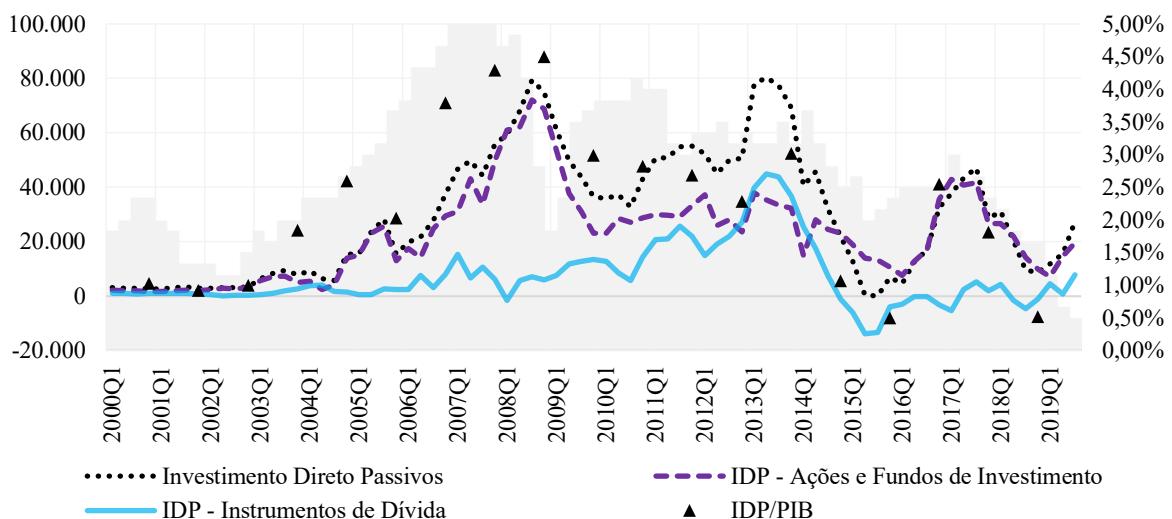
Fonte: IMF DATA. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

Para os IDP, no Gráfico 4.42, é visto um predomínio das transações via IDPAF em quase todo o período, com exceção do interim entre 2013 e primeiro trimestre de 2014 (para os dados acumulados em quatro trimestres), quando os dos IDPID foram superiores aos IDPAF.

Ao observar os IDP em relação ao PIB, constata-se que seus volumes foram mais expressivos no período de liquidez anterior à crise financeira internacional de 2008, alcançando valor anual máximo de 4,50% do PIB nesse ano.

**Gráfico 4.42 – Rússia: Investimento Direto Passivo – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**

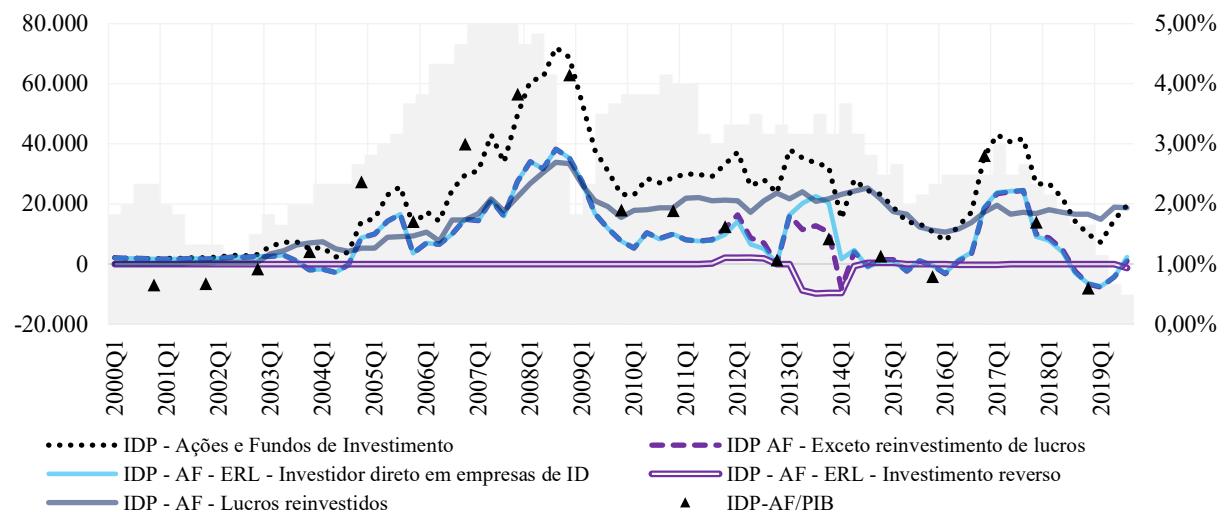


Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Todavia, ao analisar a conta IDPAF russa em mais um nível de abertura (Gráfico 4.43), constata-se que a elevação das entradas líquidas dos capitais por essa via, a partir de 2005, aproximadamente, ocorreu tanto através de recursos novos (IDPAF – Exceto reinvestimento de lucros) quanto através de IDPAF em Lucros Reinvestidos, em que os valores dessas duas rubricas são praticamente iguais nesse período. A partir de meados de 2009, pode-se observar, também, que os Lucros Reinvestidos passaram a ser a principal rubrica dos IDPAF, com valores bem inferiores para os IDPAF exceto reinvestimento de lucros. Ou seja, parte importante dos IDPAF não representaram novas entradas de fato, uma vez que os recursos de Lucros Reinvestidos não se configuraram em entradas reais de capitais, mas na não saída de lucros de direito de não-residentes, realizados nos períodos indicados desses fluxos.

Assim, observa-se que a dinâmica dos IDPAF (exceto Lucros Reinvestidos) acompanha a liquidez mundial, sobretudo, de 2002 à crise do *prime* – com forte redução das entradas de capitais a partir da ocorrência dessa –, e demonstrando fluxos menos volumosos a partir de então (com exceção dos anos de 2013 e 2017), e menos relacionados à dinâmica da liquidez mundial.

**Gráfico 4.43** – Rússia: Investimento Direto Passivos em Ações e Fundos de Investimento – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões

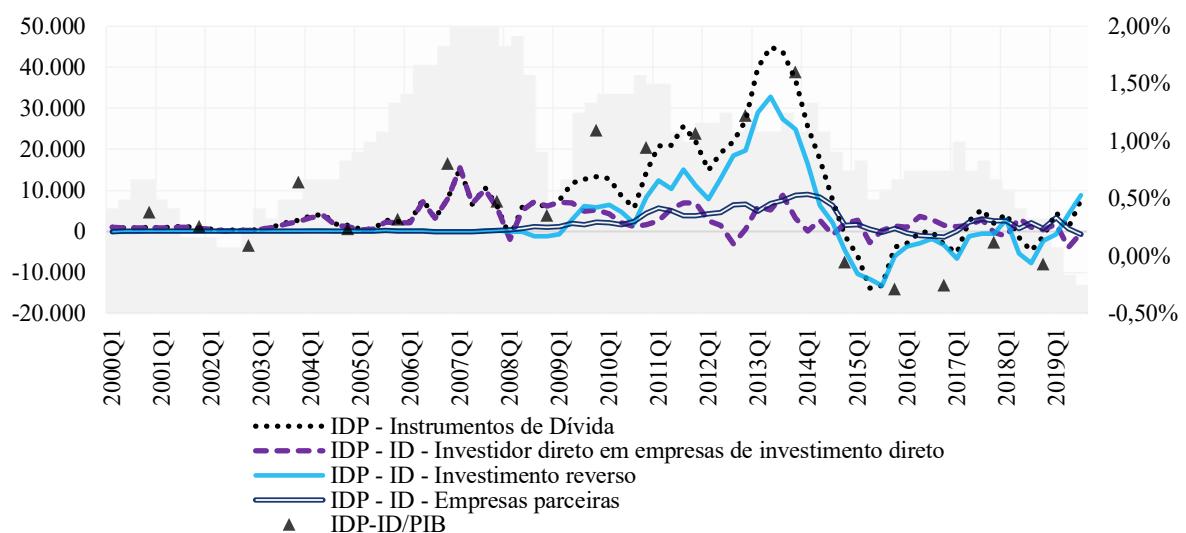


Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Dentre os IDPID, vê-se, por meio do Gráfico 4.44, que a maior parte dos capitais transacionados por essa conta, a partir de 2009, corresponderam aos IDPID – Investimento Reverso. Esses representam, em sua maioria, recursos enviados das filiais fora da Rússia para suas matrizes instaladas no país, ou seja, a dinâmica dos IDPID a partir de 2009 esteve preponderantemente relacionada às transações de residentes.

Destaca-se, também, a dinâmica diferente dessa rubrica (IDPID – Investimento Reverso), por apresentar seus maiores valores após a crise de 2008 (de 2009 a meados de 2014), ainda que para os fluxos de estrangeiros o maior valor foi em 2006. Por esse mesmo caso, para os fluxos totais em IDPID em relação ao PIB, vê-se que houve um maior volume transacionado também no período 2009-2013, diferentemente da maioria das contas, que exibiram fluxos mais representativos no período anterior à crise financeira internacional.

**Gráfico 4.44** – Rússia: Investimento Direto Passivos em Instrumentos de Dívida – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões



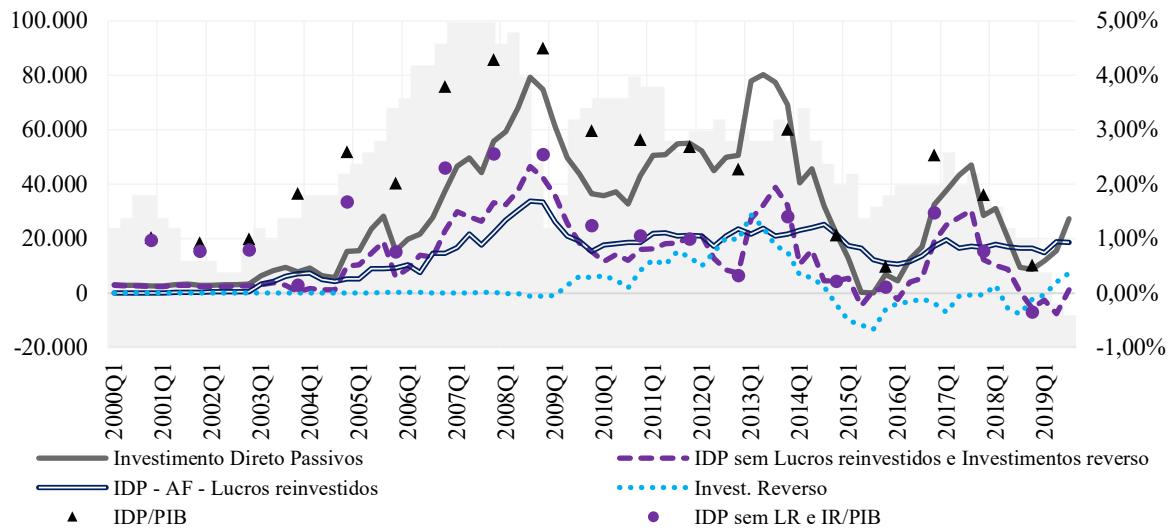
Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Todavia, mesmo se retirados os fluxos de Lucros Reinvestidos – que não configuram em entradas de capitais de fato – e Investimento Reverso – que são fluxos de capitais de residentes – a dinâmica da conta IDP (sem Lucros Reinvestidos e Investimento Reverso) se manteve, ainda que em menor volume (Gráfico 4.45). E, assim como para a mesma rubrica do Brasil, retirados os Lucros Reinvestidos e os Investimentos Reverso, os fluxos de ID de estrangeiros demonstraram dinâmica mais próxima do ciclo de liquidez.

Para a relação entre os IDP totais e os IDP sem Lucros Reinvestidos e Investimento Reverso, nota-se que os valores desses fluxos se distanciam mais nos momentos de elevada liquidez, como de 2007 a final de 2008, e meados de 2009 a 2014, o que se deve ao menor volume de IDP sem Lucros Reinvestidos e Investimento Reverso nos momentos de menor liquidez, e expansão dos Lucros Reinvestidos (no período pré-crise financeira) e do Investimento Reverso (de 2010 a 2013) nos momentos de maior liquidez.

Destaca-se, ainda, que sem Lucros Reinvestidos e Investimento Reverso o maior valor dos IDP em relação ao PIB foi em 2007, e em valor expressivo (2,57%).

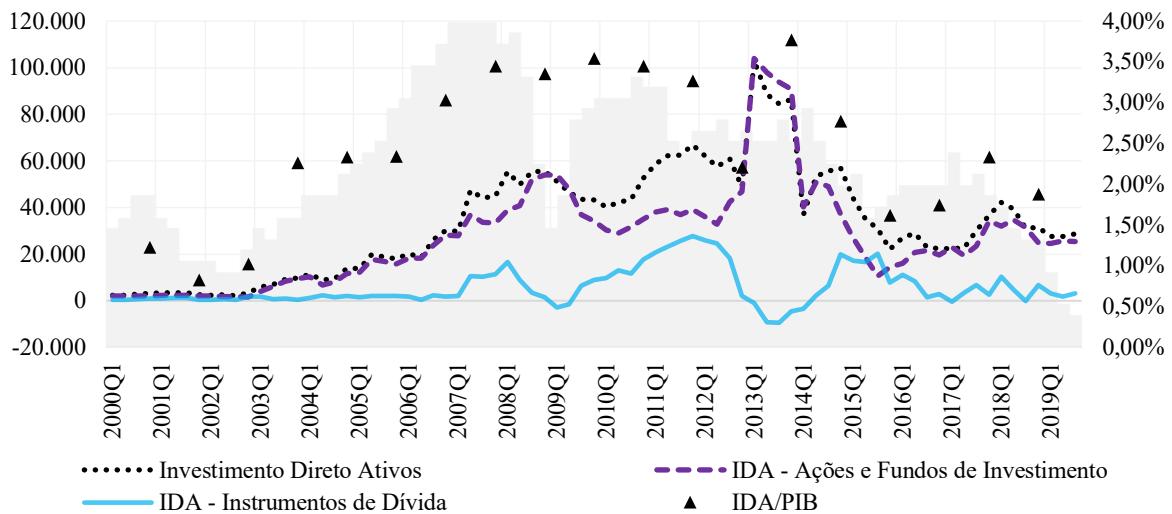
**Gráfico 4.45 – Rússia: Investimento Direto Passivo sem Lucros reinvestidos e Investimento Reverso – dados acumulados em quatro trimestrais, em US\$ milhões ou % do PIB**



Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Dentre os IDA (Gráfico 4.46), constata-se que a maior parte dos capitais transacionados por essa conta foi em IDAAF e, em menor proporção, mas, também importante, via IDAID.

**Gráfico 4.46 – Rússia: Investimento Direto Ativo – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



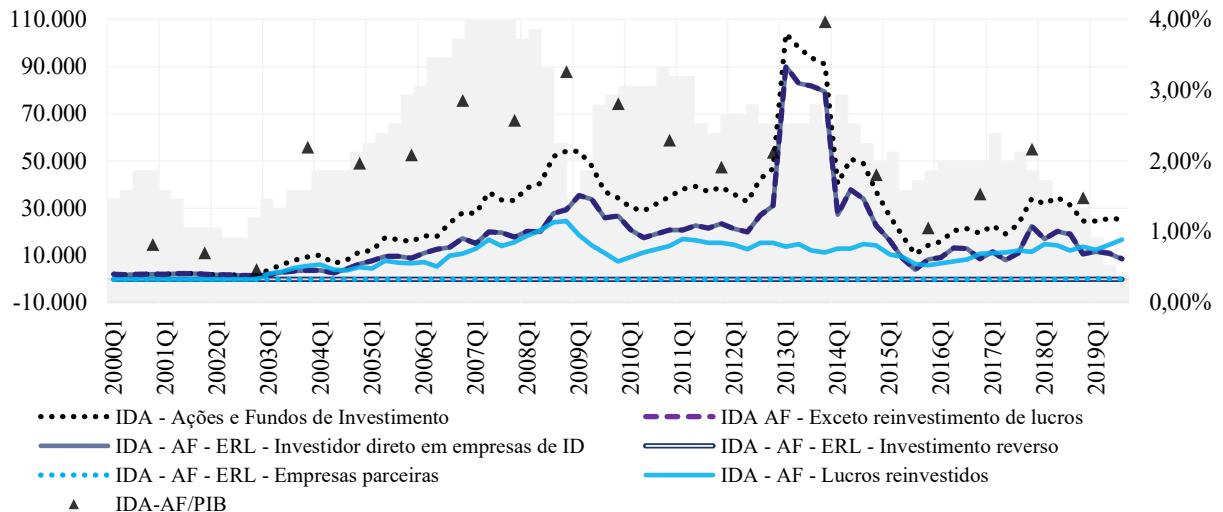
Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Para os IDAAF (Gráfico 4.47), vê-se que sua maior parte consistiu das transações de IDAAF Investidor direto em empresas de ID, mas que a conta Lucros Reinvestidos também apresentou volumes relevantes, sendo próximo ao valor daquela conta em quase todo o período – lembrando que esses fluxos não estão ligados a saídas de capitais de fato.

Para os fluxos totais em IDAAF em relação ao PIB, também se observa uma maior dinâmica desses no período anterior à crise de 2008, com exceção do ano de 2013. Além disso,

é visto que a dinâmica desse fluxo, mesmo sendo de Ativos, acompanhou a dinâmica da liquidez mundial, exceto para ano especificado (2013), e apresentou valores expressivos (3,26% do PIB no ano de 2008).

**Gráfico 4.47 – Rússia: Investimento Direto Ativos em Ações e Fundos de Investimento – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**

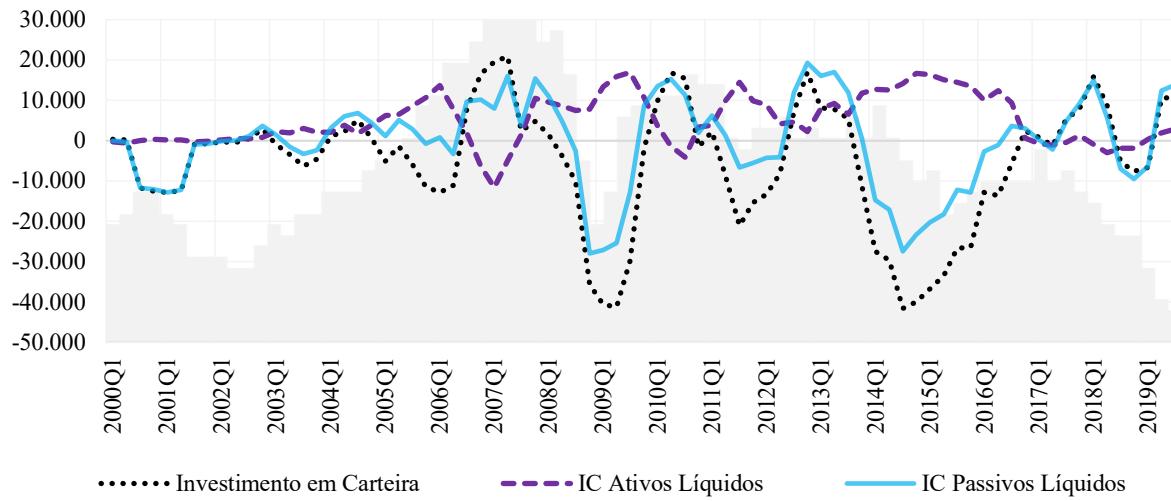


Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Quanto aos IC da Rússia (Gráfico 4.48), nota-se que, mesmo para os valores acumulados em quatro trimestres, esses demonstram fortes oscilações, principalmente para os ICP. No período de ocorrência da crise do *subprime*, os ICP apresentaram saídas (trimestrais) expressivas, sobretudo do terceiro trimestre de 2008 ao primeiro trimestre de 2009, totalizando a saída de US\$ 29,10 bilhões. Movimento próximo também ocorreu nas saídas contínuas de capitais no interim 2013Q4-2015Q4 (com exceção de 2015Q2), no valor de US\$ 42,73 bilhões. Interessante observar que nos dois momentos mais agudos de saídas de capitais via ICP, também houve elevação dos ICA (ainda que em menor proporção), o que reforçou a perda de divisas.

Para os ICP (Gráfico 4.49), identifica-se que tanto os IC<sub>PAF</sub> quanto os IC<sub>PFD</sub> apresentaram dinâmica importante sobre a conta principal (ICP). Assim, como também, observa-se que as saídas de capitais mais representativas – nos períodos imediatamente posterior à crise do *subprime*, crise do euro em 2011 e expectativa de reversão da política monetária dos EUA a partir do final de 2013 – ocorreram para os dois tipos de fluxos. Todavia, após o final de 2010, os IC<sub>PAF</sub> apresentaram maiores saídas que entradas de capitais, sendo que de 2010Q3 a 2019Q3, esta conta apresentou saída líquida de US\$ 57,08 bilhões, enquanto os ICP em Títulos de Dívida acumularam entradas de US\$ 49,60 bilhões.

**Gráfico 4.48 – Rússia: Investimento em Carteira – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



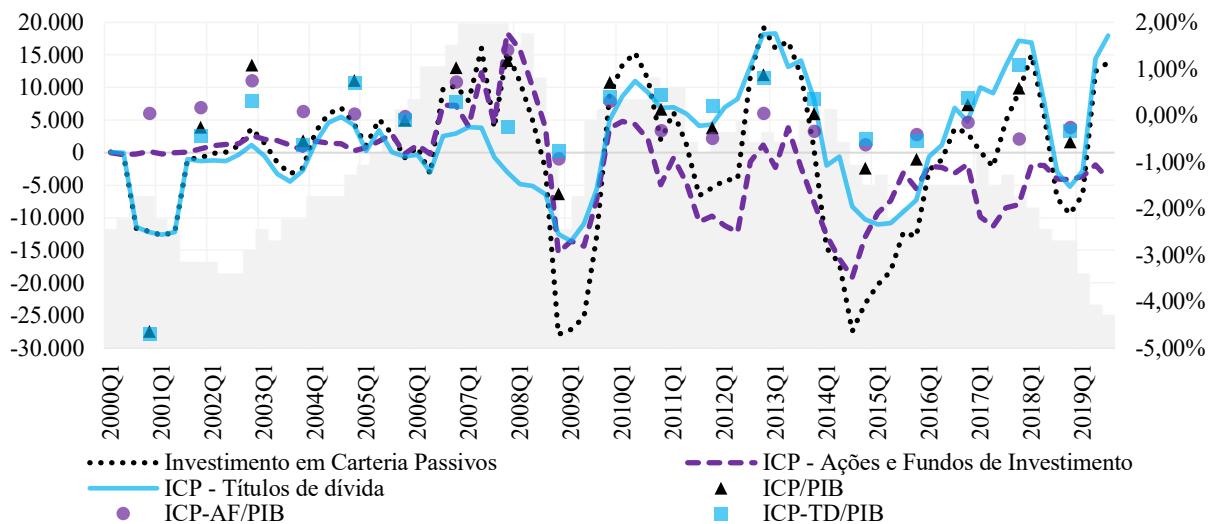
Fonte: IMF DATA. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

Por essa dinâmica, vê-se que os fluxos em ICP, tanto em ICPAF quanto em ICPTD, acompanharam a dinâmica da liquidez mundial, sobretudo nos pontos mais críticos de saídas de capitais destacados, e, ainda, que, em menor proporção, para os fluxos em ICPTD em 2019, aproximadamente.

Para os fluxos de ICP e ICPAF em relação ao PIB, também se observa, em sua maioria, um maior volume transacionado anterior à crise de 2008, enquanto para os ICPTD, isso é notado após 2008.

**Gráfico 4.49 – Rússia: Investimento em Carteria Passivos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**

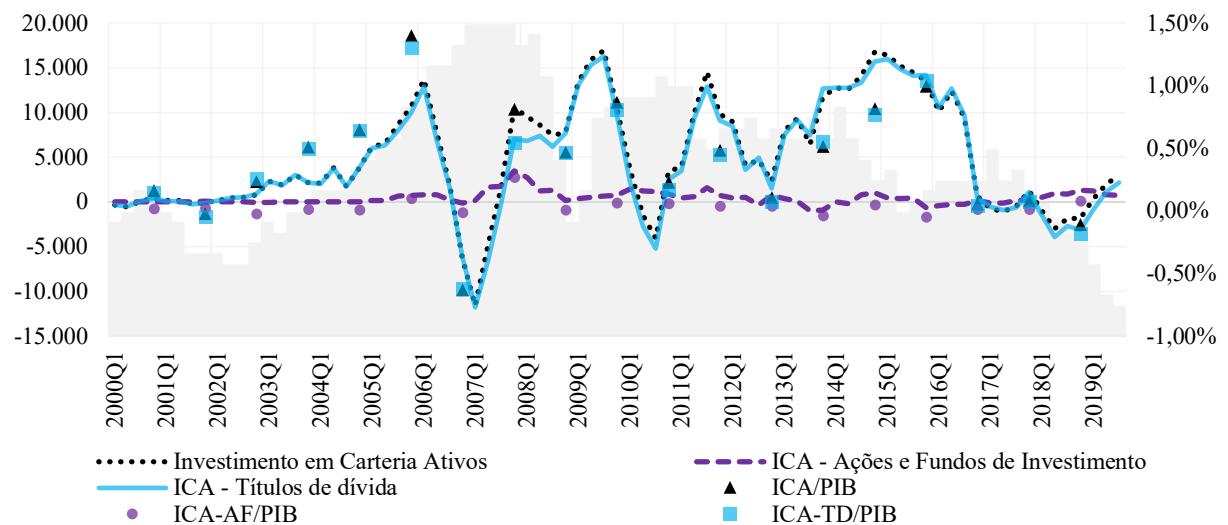


Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Já para os ICA (Gráfico 4.50), houve um claro predomínio das transações ICATD, em volumes próximos às transações dos ICA totais – fato diferente em relação aos BRICS –, mas com saldos, em sua maioria, positivos para as saídas de capitais. Recentemente, após 2016, entretanto, essa rubrica apresentou redução significativa do seu volume transacionado. Essa conta parece ter uma relação contrária à dinâmica da liquidez internacional, ou seja, nos momentos de expansão dos capitais para os EED, há uma redução dos fluxos saindo da Rússia por essa conta, enquanto nos momentos de menor entrada de capitais, os valores de saída dessa conta são mais expressivos, o que demonstra que o capital nacional russo tendeu a deixar esse país nos momentos de maior incerteza.

Para o maior valor dos fluxos de ICA em relação ao PIB, vê-se que esse ocorreu, também, em 2007, no valor de 1,30%.

**Gráfico 4.50** – Rússia: Investimento em Carteira Ativos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões



Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

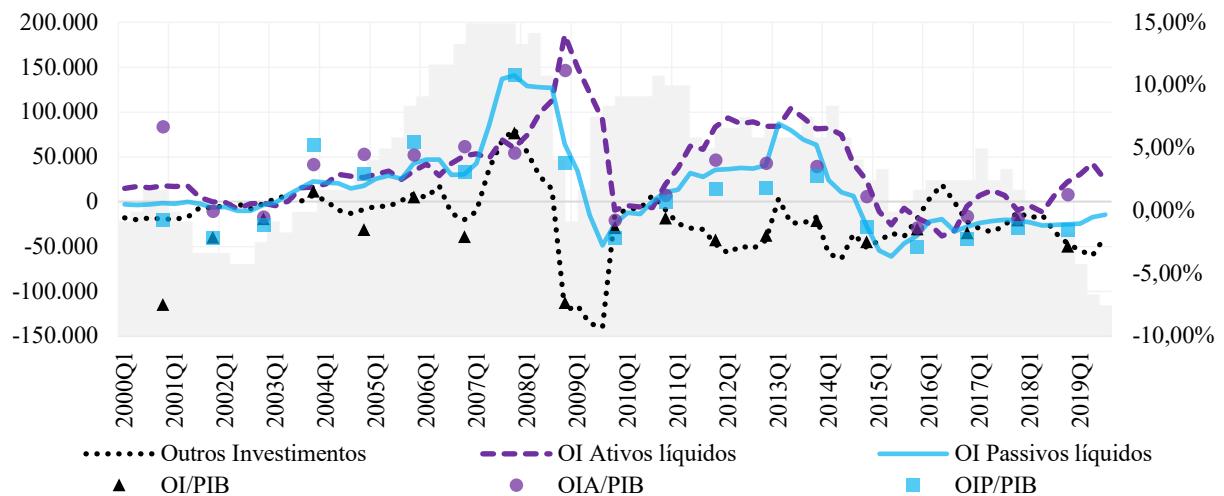
Para a CF da Rússia, a conta OI (Gráfico 4.51) foi a mais dinâmica, tanto para os fluxos em Ativos quanto em Passivos. Por essas, que apresentaram movimentações semelhantes, nota-se uma elevação dos recursos transacionados a partir de 2006; queda expressiva com a crise do *subprime*; recuperação do final de 2009 até, aproximadamente, 2014; e saldos preponderantemente negativos para as transações OIP a partir de então, e redução dos volumes transacionados via OIA. Ou seja, constata-se que essas duas rubricas seguiram a dinâmica da liquidez internacional.

Quanto aos valores em relação ao PIB, vê-se que os volumes transacionados tanto em OIP e OIA foram mais expressivos imediatamente anterior à crise de 2008, com valor máximo em 2007 para os OIP – em expressivos 10,83% do PIB, que de forma também expressiva,

apresentou saídas líquidas de -2,09% em relação ao PIB em 2009 – e em 2008 para os OIA (11,19%).

Por fim, nota-se que, de forma distinta dos países do BRICS, a conta OI russa foi persistentemente negativa em quase todos os anos analisados, com exceção apenas dos anos anteriores à crise financeira internacional (2003, 2005 e 2007), em virtude dos maiores valores transacionados em OIA em relação aos OIP.

**Gráfico 4.51 – Rússia: Outros Investimentos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

Destarte, constata-se que a CF da Rússia apresentou valores relativamente baixos das subcontas, no primeiro nível de abertura, pelo fato de ter havido, nesse país, fluxos expressivos das contas de Ativos, que, na maior parte do período analisado, anularam as entradas de capitais pelo lado do Passivo, ainda que, para os IC, a dinâmica dos Passivos foi mais importante na determinação dessa conta. Nesse mesmo sentido, também são observados valores mais expressivos das contas de Ativos em relação aos valores das contas de Passivos após a crise financeira de 2008 (em relação ao período anterior), para os OI e os ID. Assim, a CF se apresentou persistentemente negativa no período, e por conta de todas as subcontas, salvo o período de elevada liquidez – de 2006 à crise do *subprime*, em 2008. Essa dinâmica pode ser garantida graças aos elevados superávits em Transações Corrente que esse país gerou. Fato diferenciado para a maioria dos países periféricos, em específico os do BRICS.

Os fluxos em OI foram os principais dinamizadores da CF, em que os OIP e os OIA demonstraram fluxos anuais superiores a 10% do PIB, em 2007 e 2008, respectivamente, por exemplo.

Para as subcontas, nota-se que a persistente entrada de capitais via IDP ocorreu, em sua maioria, pelos Lucros Reinvestidos, principalmente a partir de 2009, ou seja, não se configurou em entrada de recursos de fato. A partir desse período, entradas mais expressivas em IDP exceto reinvestimento de lucros ocorreram apenas em períodos específicos, como em 2013 e 2017. Já para os IDPID, a maior parte dos capitais transacionados a partir de 2009 foram em IDPID em Investimento Reverso, ou seja, relacionadas às transações de residentes. Assim, ao retirar os Lucros Reinvestidos e os Investimentos Reversos dos IDP totais, seu valor se reduz consideravelmente. Para os IDA, grande parte dos recursos também foram de Lucros Reinvestidos, mas em menor proporção que nos IDP.

Destaca-se que os IDPAF acompanharam, em partes, a dinâmica da liquidez internacional, mesmo sem os Lucros Reinvestidos. Nota-se, também, o baixo volume de novas entradas em IDP após a crise de 2008 e as persistentes saídas líquidas de capitais via ICPAF, o que pode ser reflexo da maior regulação da Rússia sobre investimentos de estrangeiros a partir da referida crise.

Por fim, é visto que a dinâmica, tanto dos fluxos Passivos quanto dos Ativos, demonstrou, em sua maioria, forte relação (no mesmo sentido) com a dinâmica da liquidez mundial, e que a CF russa foi persistentemente negativa a partir de 2009 pelas maiores saídas (do que entradas) via Ativos em OI, ID e IC, além das persistentes saídas via OIP e, mais expressivas, em ICP, a partir de 2013.

#### **4.1.5 – Conta Financeira e subcontas da África do Sul**

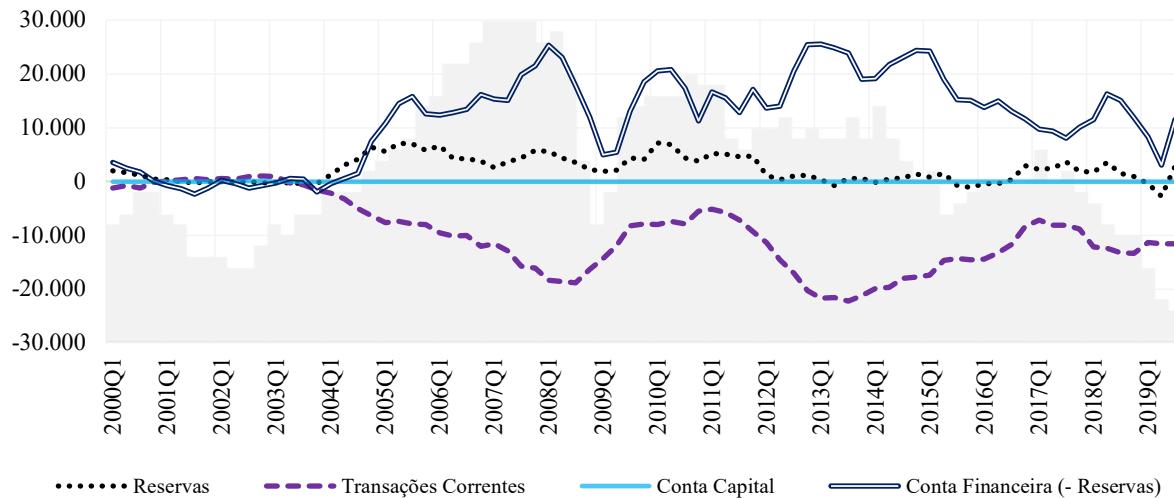
Pelo Gráfico 4.52, que apresenta as grandes contas do BP da África do Sul, vê-se que a conta Transações Correntes sul-africana apresentou-se persistentemente deficitária no período estudado (2000 a 2019), e a CF superavitária, em que os fluxos de capitais, mercadorias e serviços antes de 2004 eram relativamente baixos, em termos líquidos.

A partir desse período, houve uma forte entrada de capitais, com drástica redução na crise de 2008, e posterior retomada dos capitais, a partir do segundo trimestre de 2009. Desse período ao início de 2015, a CF manteve uma tendência positiva e volátil das entradas de capitais, que apresentaram arrefecimento até o período recente, com exceção de 2018. Veja que essa dinâmica é bem parecida com a da liquidez internacional.

Em virtude da elevada liquidez internacional no primeiro decênio dos anos 2000, resultante na forte entrada de capitais, em contrapartida dos déficits em TC, as reservas internacionais da África do Sul aumentaram de 3,71% do PIB em 2003 para 11,91% em 2009,

com redução dessas em 2015 (em dólares), mas, recuperação nos anos posteriores até o final da série (2019) (Gráfico 4.53).

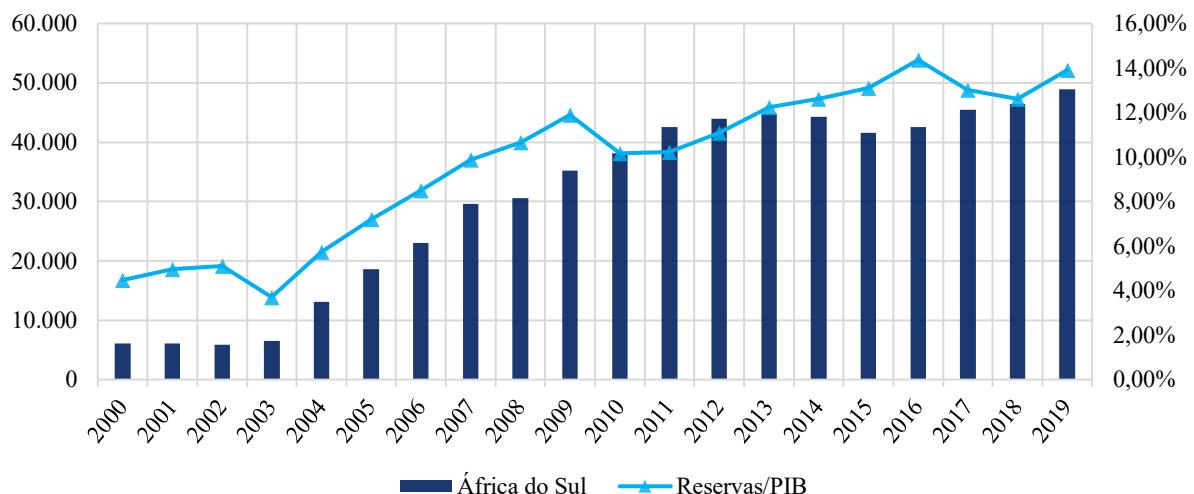
**Gráfico 4.52 – África do Sul: Balanço de Pagamentos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

**Gráfico 4.53 – África do Sul: Liquidez Internacional, Reservas totais exceto Ouro, em US\$ milhões e em relação ao PIB**



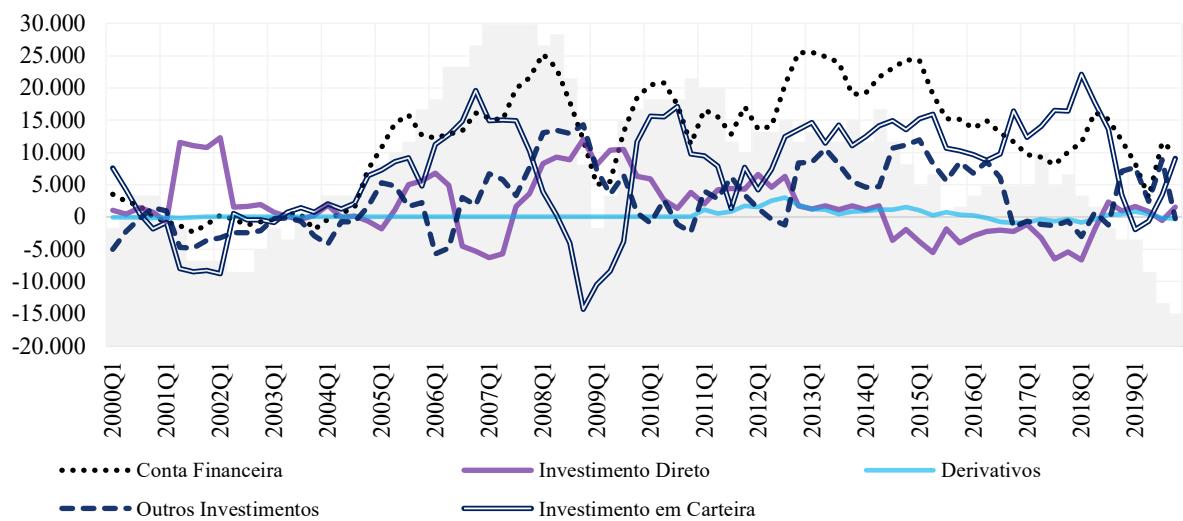
Fonte: IMF DATA (IFS) Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Para a CF da África do Sul (Gráfico 4.54), nota-se que o IC foi o seu principal dinamizador, em que a forte redução da CF em 2008, com a crise financeira, deveu-se, sobretudo, aos IC, que apresentaram saídas líquidas de US\$ 15,25 bilhões no interim 2007Q4-2008Q4. Todavia, mesmo que não demonstraram resultados negativos, os OI e ID também evidenciaram reduções dos seus saldos nesse período, mas que, por outro lado, asseguraram os resultados positivos da CF. Assim, os ID e os OI também se apresentaram importantes para a

dinâmica da conta em geral, com maior importância dos OI. Para a dinâmica geral da CF, é visto que essa apresentou forte relação com a liquidez internacional.

Como observado no Gráfico 4.55, a CF da África do Sul tem sido superavitária desde 2004 para os saldos anuais em relação ao PIB – com média anual de 4,69% –, principalmente pelos saldos da conta IC (média anual de 2,87% no mesmo período). O ano com maior valor dessa estatística para a CF foi 2007 (7,20%), em função das entradas via ID (1,20%), IC (3,42%) e OI (2,58%). Em específico para os ID, os maiores valores foram em 2001 (8,88%) e 2008 (4,19%).

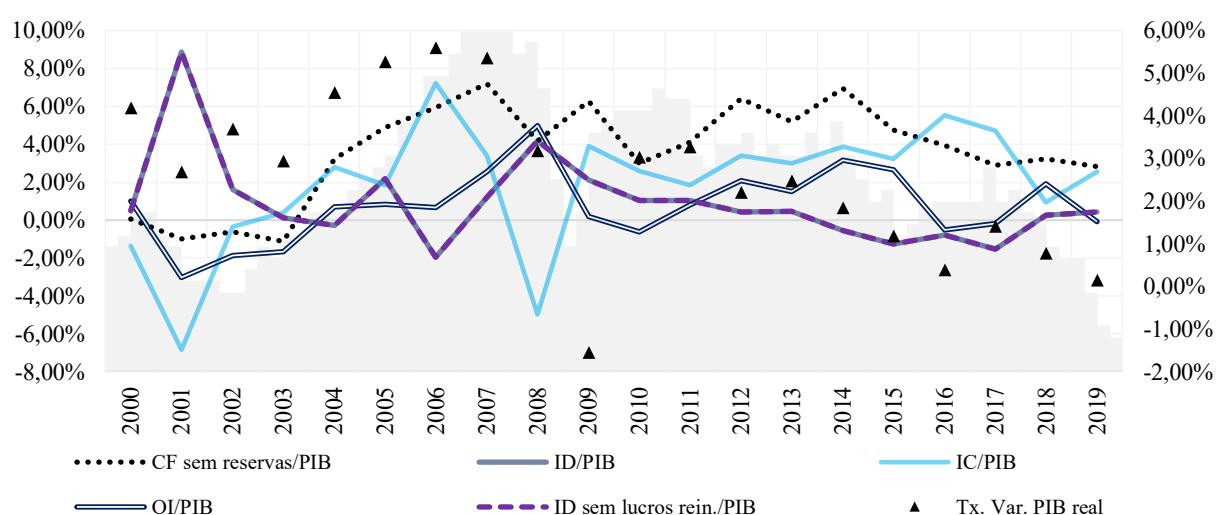
**Gráfico 4.54 – África do Sul: Conta Financeira do Balanço de Pagamentos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

**Gráfico 4.55 – África do Sul: Conta Financeira e suas subcontas em relação ao PIB e taxa de crescimento do PIB real (eixo secundário) – dados anuais em %**

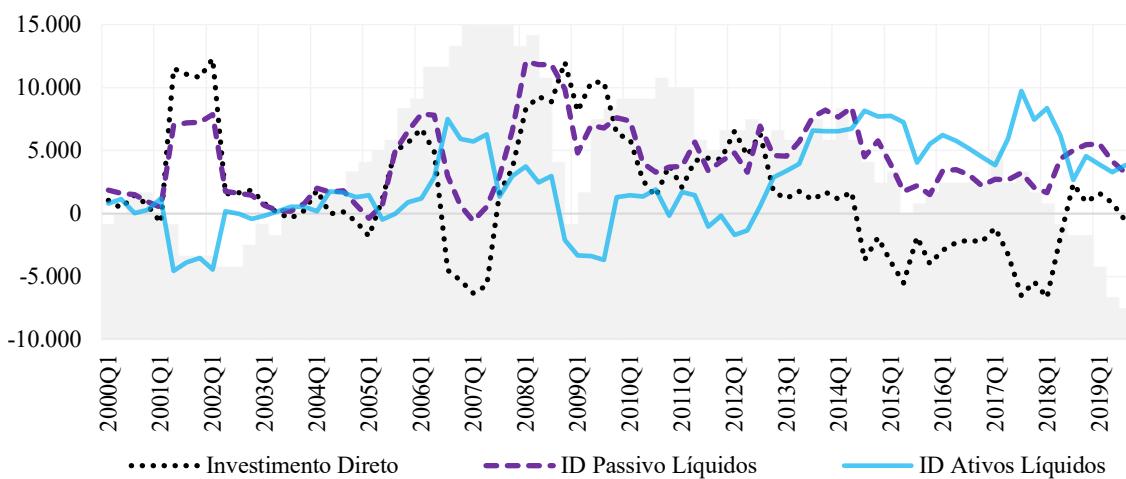


Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

Abrindo-se a conta ID (Gráfico 4.56), vê-se que os IDP predominaram sobre aquela conta até 2014, quando a partir daí, os IDA passaram a apresentar volume superior àqueles. Quanto às saídas líquidas dos ID, em 2005, 2007 e de 2014Q3 a 2018Q3, nota-se que essas se efetivaram pela conta IDA. Também se constata que os IDP têm dinâmica próxima à liquidez internacional, e, em menor medida, para os IDA, que não demonstraram estar ligados a essa dinâmica em todo o período.

**Gráfico 4.56 – África do Sul: Investimento Direto – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**

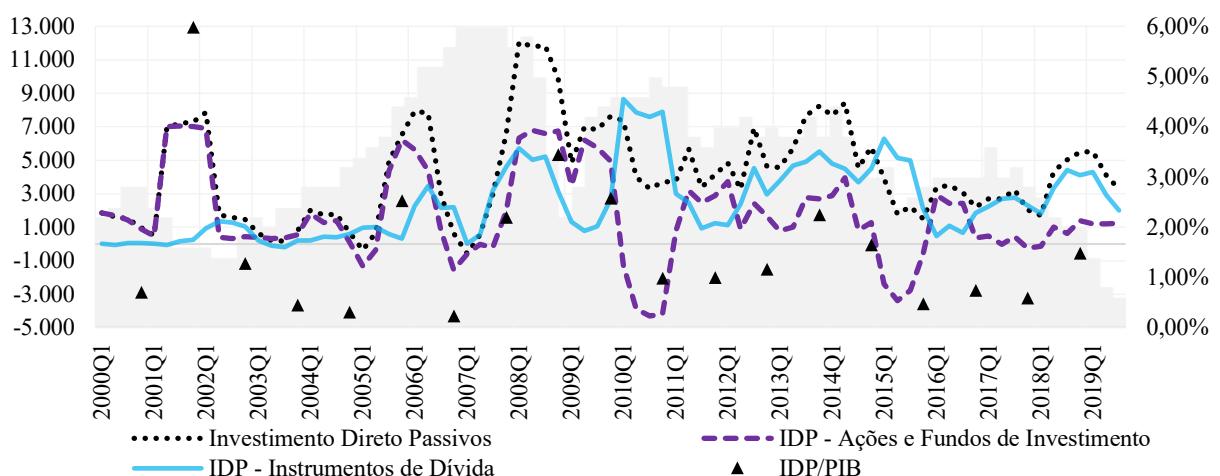


Fonte: IMF DATA. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

Ao analisar os IDP mais a fundo (Gráfico 4.57), vê-se que houve vários períodos em que os fluxos em IDPAF apresentaram saldos negativos, como em 2004, 2006, 2010 e 2015. Os valores positivos para os IDP foram conservados garças aos persistentes saldos positivos dos IDPID.

**Gráfico 4.57 – África do Sul: Investimento Direto Passivo – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



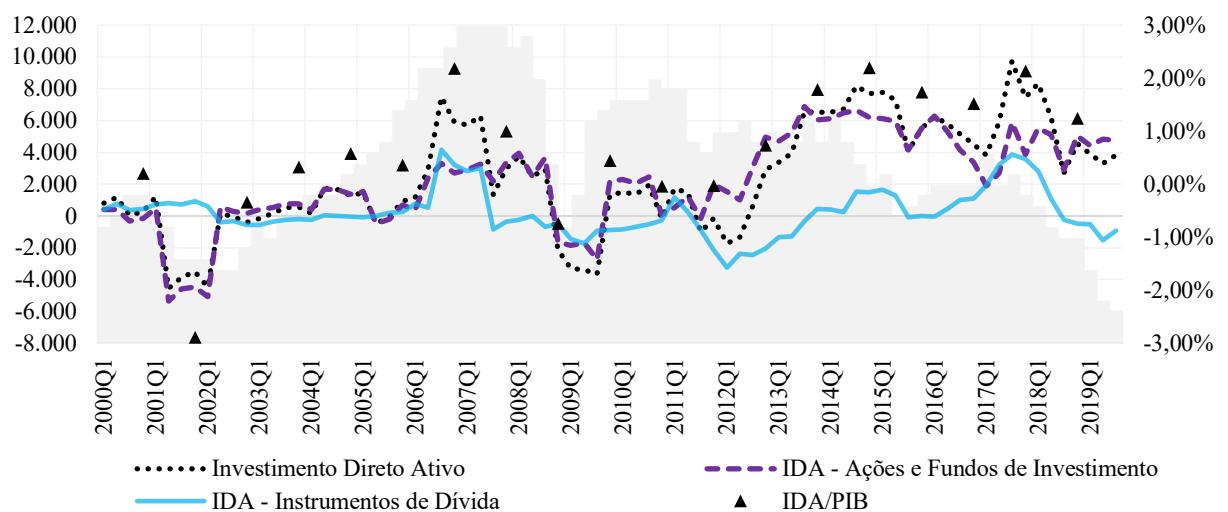
Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Os fluxos em IDP para a África do Sul demonstraram ser os mais voláteis e sensíveis à liquidez internacional, em relação aos demais BRICS. Para seus valores em relação ao PIB, nota-se que os fluxos se apresentaram-se mais expressivos antes da crise do *subprime* – média de 1,90% de 2000 a 2008 e, de 1,29% de 2009 a 2018, enquanto os fluxos em IDPID foram mais expressivos após 2008 – média de 0,57% de 2000 a 2008 e, de 1,99% de 2009 a 2018.

Para os IDA (Gráfico 4.58), houve um predomínio das transações em IDAAF, sobretudo a partir de 2012, reforçando as saídas de dólares nesse período. Ambos os fluxos demonstraram acompanhar a dinâmica da liquidez internacional, ainda que não inteiramente.

Para esses, diferente da maioria dos demais tipos de capitais, os volumes em relação ao PIB foram maiores no período pós-crise financeira do que no primeiro decênio do século XXI.

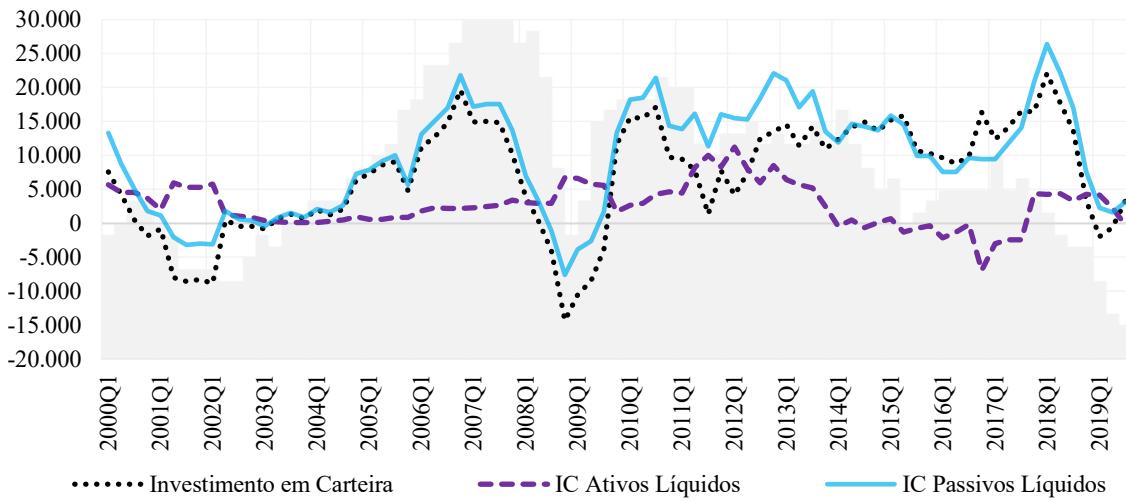
**Gráfico 4.58 – África do Sul: Investimento Direto Ativo – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Em relação aos IC (Gráfico 4.59), os Passivos foram preponderantes e os principais responsáveis pela redução abrupta dos saldos da CF em 2008-2009 e em 2018. Todavia, os fluxos em ICA apresentaram valores expressivos no período de 2009 a final de 2013 e de 2018 a meados de 2019. Veja, também, que os fluxos Passivos exibiram maior relação com a liquidez internacional, em relação aos ICA.

**Gráfico 4.59 – África do Sul: Investimento em Carteira – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



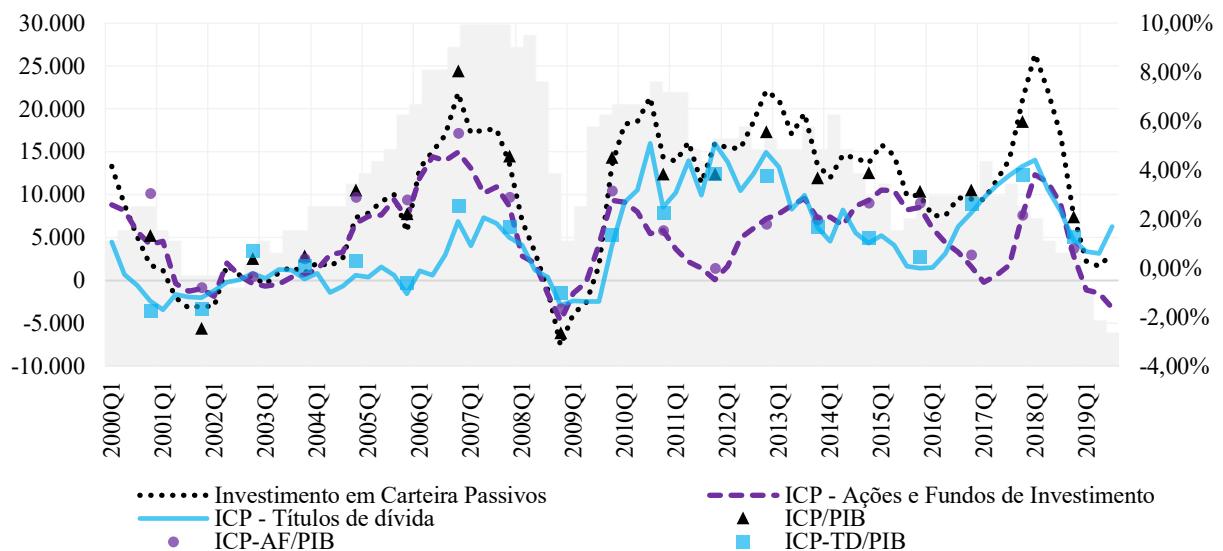
Fonte: IMF DATA. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

Os ICP (Gráfico 4.60) foram efetivados tanto por meio da rubrica ICPAF quanto pela ICPTD, em que as dinâmicas para os dois fluxos se mostraram muito próximas, entre si e, também, em relação à liquidez internacional.

Para os fluxos nessas contas em relação ao PIB, vê-se maiores volumes transacionados após a crise do *subprime*, ainda que os maiores saldos anuais para os ICP e ICPAF ocorreram em 2006, em 8,05% e 5,51%, respectivamente.

**Gráfico 4.60 – África do Sul: Investimento em Carteira Passivos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**

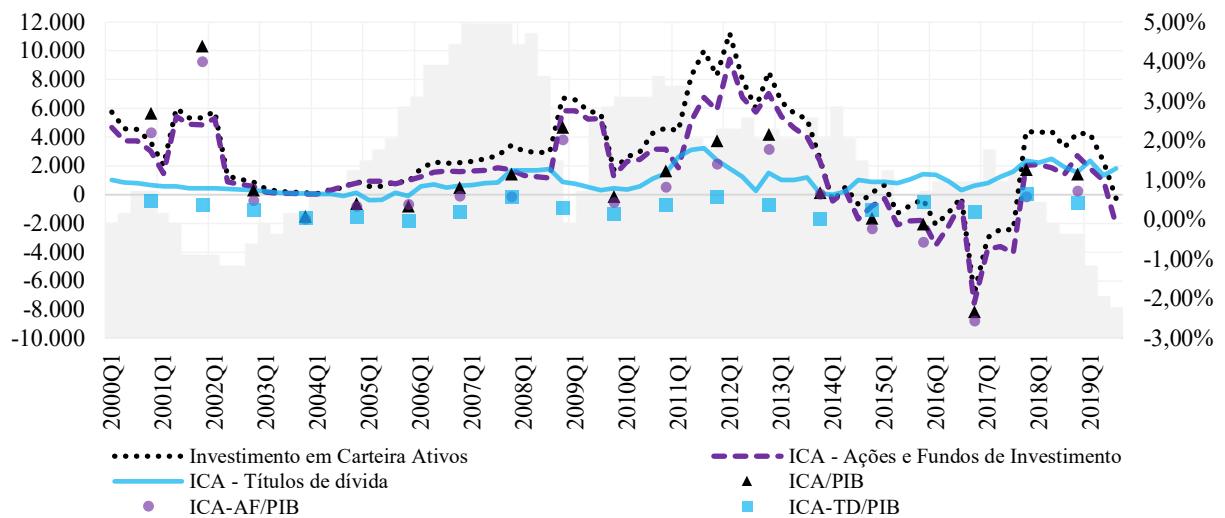


Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Para os ICA (Gráfico 4.61), houve um volume maior das transações de capitais via ICAAF, que, no entanto, demonstraram forte redução a partir de 2013, e saldo negativo de 2014

a 2017 (para os sados acumulados em quatro trimestres). Para esses fluxos em relação ao PIB, nota-se que as transações ocorrentes em 2000 e 2001 foram as que demonstraram maiores saldos anuais dos ICA, em 2,69% e 4,39%, naquela sequência. Também se observa que essas contas demonstraram dinâmica distinta da liquidez internacional.

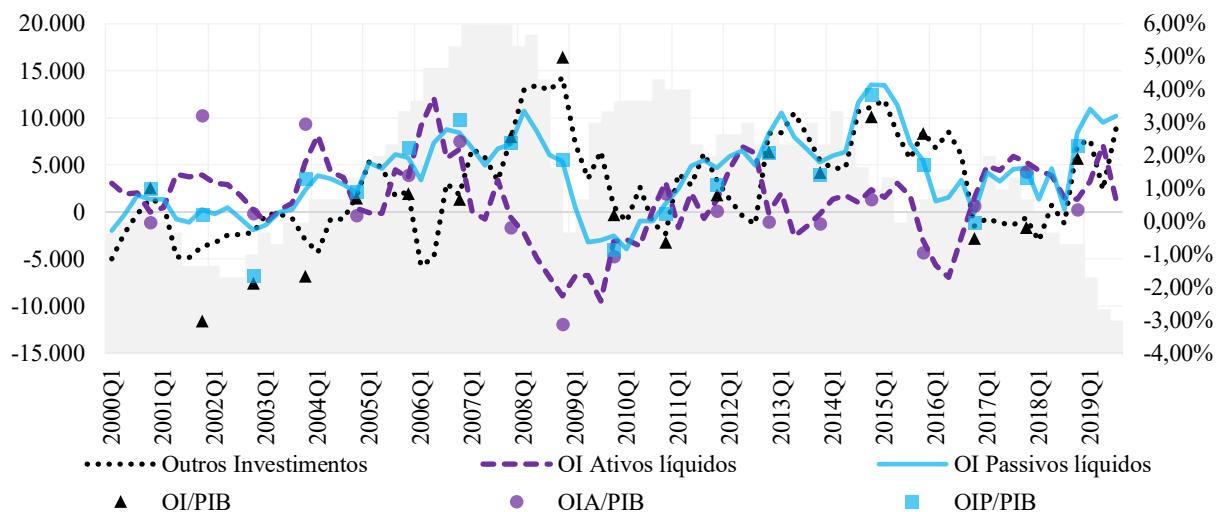
**Gráfico 4.61 – África do Sul: Investimento em Carteira Ativos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Para os OI (Gráfico 4.62), também houve uma predominância das transações em OIP em relação aos OIA, que apresentaram valores negativos em vários momentos. Destaca-se que os OIP também apresentaram saídas expressivas com a crise financeira de 2008 – saída líquida de US\$ 13,38 bilhões de 2007Q4 a 2008Q4. Pode-se notar que ambos os fluxos também acompanharam a dinâmica da liquidez internacional, sobretudo os OIP.

**Gráfico 4.62 – África do Sul: Outros Investimentos – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões**



Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

Nota: contas líquidas (Ativo - Passivo) da CF foram multiplicadas por “-1”.

Destarte, evidencia-se que a dinâmica da CF da África do Sul se deu, sobretudo, pelos movimentos da conta ICP, tanto em ICPAF quanto em ICPTD, sendo que foram esses fluxos que garantiram a sustentabilidade do BP, ainda que tenham apresentado saídas líquidas nos períodos 2001Q-2002Q1; 2003Q1 e 2008Q3-2009Q2.

Os OI, segunda conta que mais impactou a CF, também apresentou valores positivos na maior parte do período analisado, o que também contribuiu com a sustentação do BP, mas em volumes menores.

Os IDP apresentaram-se positivos em todo o período analisado. Entretanto, esse fato ocorreu em virtude da entrada de recursos via IDPID, uma vez que os IDPAF se mostraram voláteis e com saídas líquidas em vários períodos. Destaca-se a presente relação entre IDP e a liquidez internacional. Os ID Ativos, por sua vez, pressionaram os saldos negativos dos ID totais, ao serem os IDA superiores às entradas via IDP a partir de meados de 2012, aproximadamente. Também se destaca a maior volatilidade desses últimos em relação os fluxos em IDP, diferentemente do observado nos demais países do BRICS.

Assim, o BP da África do Sul se manteve por meio de consecutivos superávits da CF, que, por sua vez, foram garantidos, em sua maioria, pelas entradas de dólares via conta ICP, que só foram negativas nos períodos 2001Q-2002Q1; 2003Q1 e 2008Q3-2009Q2, sendo esse último, por conta da crise financeira internacional. Os fluxos em ID apresentaram saldos negativos, ou seja, não foram os fluxos “sustentadores” do BP da África do Sul, em virtude das saídas expressivas dos ID Ativos em vários momentos.

O período de maior liquidez (entrada de capitais) foi aquele anterior à crise financeira de 2008, em relação ao período pós-crise, sendo que as reservas internacionais se elevaram sobremaneira naquele primeiro período, subindo de 3,71% do PIB em 2003 para 11,91% em 2009.

#### **4.2 – Análise comparada dos Investimentos Diretos Passivo nos países do BRICS**

Uma das formas buscada na tese para validar a hipótese de que também há nos ID um componente especulativo/financeiro e instável, e que afeta a vulnerabilidade externa das economias, é associar sua dinâmica à dos ciclos de liquidez, ou seja, verificar se há sobre aqueles fluxos uma dinâmica não relacionada à economia e política interna daqueles países. Nessa lógica, haveria uma retração (aumento) da entrada de capitais nas rubricas de ID nos momentos de queda (elevação) da liquidez internacional, tal como apresentado no capítulo anterior.

Assim, o Quadro 4.1 demonstra quais foram as reações das principais rubricas das CF estudadas para os países do BRICS aos principais acontecimentos no mundo (que impactaram a liquidez internacional), em que a letra “S” indica que houve redução das entradas de capitais em determinada rubrica após determinado evento, e a letra “N” indica que não houve redução das entradas de capitais àqueles eventos<sup>69</sup>. Ressalta-se que a presente análise será complementada, nos estudos econôméticos, com o uso da variável porcentagem dos países EED em *Episódio de capital (liquidez internacional)* e do índice VIX.

As contas analisadas são aquelas ligadas aos Passivos (dinâmica, em sua maioria, de não-residentes), em que apenas a rubrica OIP não foi aberta, por não ser a de maior interesse de análise nessa tese.

Assim, vê-se que a grande maioria das rubricas da CF dos BRICS demonstraram redução da entrada de capitais com a crise do *subprime* em 2008, com exceção dos IDPID para Índia e Rússia. A crise na Zona do Euro, também, afetou a maioria das rubricas, com menor efeito sobre os IDPID, como no evento anterior. O anúncio da reversão da política monetária dos EUA em 2013 foi o evento que menos impactou na redução dos fluxos de capitais para o BRICS, ainda que a efetivação dessa em 2015 causou impacto em quase todas as rubricas. Ressalta-se que, para esses dois últimos eventos, algumas rubricas demonstraram redução das entradas de capitais no intervalo entre eles. Em relação ao início da guerra comercial/tecnológica entre EUA x China em 2018, várias contas e países também demonstram redução das entradas de capitais, ainda que esse foi o segundo evento que menos afetou as CF das economias analisadas.

De tal modo, evidencia-se que a reação das rubricas do Passivo da CF dos BRICS, em separado, aos eventos internacionais, apresentou resultado semelhante ao encontrado para o agregado dos fluxos de Passivos da CF das economias EED, como visto no Capítulo 3. Destaca-se a maior afetação dos fluxos relacionados ao mercado de ações aos eventos contrastados, principalmente os fluxos em ICAPAF, que apresentaram reduções das entradas de capitais em vinte e quatro das situações (relação entre eventos e rubricas por país) – num total de vinte e cinco eventos. Os fluxos em IDPAF também demonstraram impactos negativos (redução dos

---

<sup>69</sup> A metodologia empregada foi a seguinte: se a tendência dos fluxos (acumulados em quatro trimestres), para a rubrica observada, era decrescente após ou próximo aos eventos tratados, consideramos que o evento impactou na redução das entradas de capitais da rubrica analisada, para o caso de fluxos positivos. Para o caso de fluxos negativos (saída líquida de capitais/desinvestimento líquido), mesmo havendo uma tendência de saída menor após o evento, consideramos que esse também impactou negativamente na rubrica analisada, provocando uma redução dos fluxos de capitais para tal. Para reafirmar a classificação dada, também foram observados os fluxos quadrimestrais, sendo que o resultado negativo desses no trimestre referente ao evento associado, indica um impacto negativo desse sobre a rubrica analisada.

fluxos) na maioria dos acontecimentos e dos países (em vinte situações), evidenciando maior suscetibilidade às mudanças no cenário internacional do que os fluxos em ICPTD e OIP, por exemplo.

**Quadro 4.1 – Reação das principais rubricas da Conta Financeira dos BRICS aos principais acontecimentos internacionais de 2008 a 2019**

continua

Rubricas/ Países	ICP AF	ICP TD	IDP AF	IDP ID	OIP	Nº de “S”
<b>Crise do subprime (3ºTri - 2008)</b>						<b>22</b>
<b>BR</b>	S	S	S	S	S fluxo negativo em 2008Q4	<b>5</b>
<b>CH</b>	S	N valores comparativamente muito baixas	S	S	S	<b>4</b>
<b>IN</b>	S fluxos negativos em 2008Q1 Q2 Q3 Q4	- sem valores	S	N valores baixos	S fluxo negativo em 2008Q4	<b>3</b>
<b>RS</b>	S fluxos negativos em 2008Q3 Q4 e 2019Q1	S fluxos negativos em 2008Q3 Q4 e 2019Q1	S	S fluxo negativo em 2008Q4 sem Investimento Reverso	S fluxos negativos em 2008Q4 a 2010Q2	<b>5</b>
<b>AS</b>	S fluxos negativos em 2008Q3 Q4	S fluxos negativos em 2008Q4 e 2019Q1	S	S fluxos negativos em 2008Q4 e 2019Q1	S fluxos negativos em 2008Q4 e 2019Q1 e Q2	<b>5</b>
<b>Aprofundamento da crise na Zona do Euro (3ºTri - 2011)</b>						<b>20</b>
<b>BR</b>	S 2010Q3	S 2010Q2	S	S	S	<b>5</b>
<b>CH</b>	S	N	S	S	S	<b>4</b>
<b>IN</b>	S desde 2011Q1 fluxo negativo em 2011Q4	S	S	N	S	<b>4</b>
<b>RS</b>	S desde 2011Q2 fluxos negativos em 2011Q2 Q3 Q4	S fluxo negativo em 2011Q3	S sem Lucros reinvestidos	S sem Investimento Reverso	N	<b>4</b>
<b>AS</b>	S apenas no início de 2011 fluxos negativos em 2011Q1 Q2 Q3	N	S fluxo negativo em 2011Q3	S fluxo negativo em 2011Q3	N	<b>3</b>
<b>Anúncio de possível reversão da PM dos EUA (3ºTri - 2013)</b>						<b>17</b>
<b>BR</b>	S	S	S	S sem Investimento Reverso	S fluxo negativo em 2013Q3	<b>5</b>
<b>CH</b>	S pequena queda	N	S 2014Q1	N	N	<b>2</b>
<b>IN</b>	S	S desde 2013Q2 fluxos negativos em 2013Q2 Q3 Q4	N	N	N	<b>2</b>
<b>RS</b>	S fluxos negativos de 2013Q3 a 2015Q1	S fluxos negativos de 2013Q4 a 2015Q1 exceto 2014Q2	S fluxo negativo em 2013Q4	S fluxos negativos em 2013Q3 Q4 e 2014Q1 sem Investimento Reverso	S fluxo negativo em 2013Q3	<b>5</b>
<b>AS</b>	S fluxo negativo em 2013Q4	S	N	N	S fluxo negativo em 2013Q3	<b>3</b>

**Quadro 4.1 – Reação das principais rubricas da Conta Financeira dos BRICS aos principais acontecimentos internacionais de 2008 a 2019**

continuação

Rubricas/ Países	ICP AF	ICP TD	IDP AF	IDP ID	OIP	Nº de “S”
<b>Aumento da taxa de juros dos EUA (4ºTri - 2015)</b>						<b>22</b>
<b>BR</b>	S	S muito forte	S	S	S	<b>5</b>
<b>CH</b>	S 2015Q3	S	S	S 2015Q3	S 2014Q3	<b>5</b>
<b>IN</b>	S	S fluxos negativos em 2015Q2 Q3	N	S	S	<b>4</b>
<b>RS</b>	S fluxos negativos em 2015Q3 Q4	S fluxos negativos em 2015Q3 Q4 e 2016Q1	S fluxos negativos em 2015Q4 e 2016Q1 principalmente sem Lucros reinvestido	- Inconcluso sem Investimento Reverso	S fluxos negativos de 2015Q4 a 2019Q3 exceto 2019Q2	<b>4</b>
<b>AS</b>	S	S fluxo negativo em 2015Q4	N	S fluxo negativo em 2015Q4	S apenas 2016 fluxos negativos em 2016Q1 e Q2	<b>4</b>
<b>Guerra comercial/tecnológica EUA x China (2º Tri - 2018)</b>						<b>18</b>
<b>BR</b>	S	N fluxos já estavam negativos	S sem Lucros reinvestido	S sem Investimento Reverso	S fluxos negativos em 2018Q2 e Q4	<b>4</b>
<b>CH</b>	N	S 2018Q3	S	S a partir de 2018Q2	S tendência	<b>4</b>
<b>IN</b>	S fluxos negativos em 2018Q2 Q3 Q4	S forte queda fluxos negativos em 2018Q2 Q3	S pequena redução	S apenas no inicio do ano	N	<b>4</b>
<b>RS</b>	S fluxos negativos em 2017Q4 a 2019Q3 exceto 2019Q2	S fluxos negativos em 2018Q2 Q3 Q4	S principalmente sem Lucros reinvestido fluxos negativos em 2018Q2 Q3 Q4	- Inconcluso mesmo sem Investimento Reverso	S fluxos negativos de 2015Q4 a 2019Q3 exceto 2019Q2	<b>4</b>
<b>AS</b>	S fluxos negativos em 2018Q3 Q4 e 2019Q1	S fluxo negativo em 2018Q4	N	N	N	<b>2</b>
<b>Nº de “S”</b>	<b>24</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	

Elaboração própria.

Nota: a letra S indica que houve retração das entradas de capitais em determinada rubrica após o evento associado, e N indica que não ocorreu esse movimento.

Constata-se, também, que os fluxos de capitais para o Brasil foram os que se mostraram mais susceptíveis aos eventos contrastados, em vinte e quatro dos vinte e cinco casos (relação entre eventos e rubricas). O segundo mais afetado foi a Rússia, apresentando redução dos fluxos de capitais em vinte e dois eventos, seguido de China, em dezenove eventos, e Índia e África do Sul em dezessete eventos.

Quanto aos eventos internacionais que mais impactaram os fluxos de capitais para os países do BRICS, a crise financeira internacional de 2008 e a reversão da política monetária norte-americana (elevação da sua taxa de juros) no final de 2015 foram os mais importantes, sendo efetivos em vinte e dois casos, seguidos do acirramento na crise da Zona do Euro (vinte casos), Guerra comercial/tecnológica EUA x China (dezoito casos) e anúncio de possível reversão da política monetária dos EUA (dezessete casos).

No mesmo sentido, comparando-se os países do BRICS que mais receberam fluxos de capitais em ID<sup>70</sup> (Tabela 4.2 e Tabela 4.1), vê-se que a China foi o país que mais recebeu ID (em relação ao PIB) de 1970 a 2019, seguida por Brasil. Mas, de 2000 a 2019 essa ordem se altera, em que o Brasil foi o país que mais recebeu capitais via ID, sobretudo de 2009 a 2019. No ranking dos países que receberam mais capitais nessa rubrica em US\$ milhões de 2000 a 2019Q3, para a média trimestral, têm-se (do maior para o menor): China (US\$ 49,11 bilhões); Brasil (US\$ 13,22 bilhões); Rússia (US\$ 7,54 bilhões); Índia (US\$ 6,49 bilhões) e; África do Sul (US\$ 1,06 bilhões)<sup>71</sup>.

**Tabela 4.1 – Investimento Direto Passivo nos BRICS – média anual em porcentagem do PIB e trimestral em US\$ milhões**

Conta/Período	Média fluxo anual/PIB			Média fluxo trimestral em US\$ milhões		
	2000-2018*	2000-2008*	2009-2018	2000-2019Q3*	2000-2008*	2009-2019Q3
<b>China*</b>						
<b>IDP</b>	3,03%	4,30%	2,53%	49.108,55	34.748,42	54.451,86
<b>IDPAF</b>	2,68%	3,78%	2,25%	43.024,77	30.406,63	47.719,90
<b>IDPID</b>	0,35%	0,52%	0,28%	6.083,78	4.341,80	6.731,96
<b>Brasil</b>						
<b>IDP</b>	3,25%	2,96%	3,51%	13.220,61	6.423,48	18.911,24
<b>IDPAF</b>	2,50%	2,50%	2,51%	9.852,30	5.009,63	13.906,63
<b>IDPID</b>	0,75%	0,46%	1,00%	3.368,32	1.413,86	5.004,61
<b>Rússia</b>						
<b>IDP</b>	2,23%	2,45%	2,03%	7.536,85	6.002,51	8.821,42
<b>IDPAF</b>	1,75%	2,05%	1,49%	5.736,52	5.197,95	6.187,41
<b>IDPID</b>	0,47%	0,40%	0,54%	1.800,33	804,56	2.634,01
<b>Índia*</b>						
<b>IDP</b>	1,62%	1,43%	1,79%	6.486,27	3.304,58	9.150,00
<b>IDPAF</b>	1,61%	1,51%	1,69%	6.457,26	3.573,91	8.603,01
<b>IDPID</b>	0,09%	0,04%	0,10%	490,73	145,11	546,99
<b>África do Sul</b>						
<b>IDP</b>	1,58%	1,90%	1,29%	1.063,53	967,24	1.144,14
<b>IDPAF</b>	0,79%	1,34%	0,30%	424,18	622,49	258,15
<b>IDPID</b>	0,79%	0,57%	0,99%	639,36	344,76	886,00

Fonte: FMI. Elaboração própria.

\*Nota: No caso da China, os dados começam em 2005. Já no caso da Índia, os dados de IDP começam em 2001 e os em IDPID em 2007.

<sup>70</sup> O Investimento Direto Estrangeiro (*net inflows*) corresponde ao Investimento Direto Passivo, e o uso dessa nomenclatura aqui, diferente do restante do texto, deve-se ao fato da escolha de manter a nomenclatura utilizada pelo fornecedor da base de dados, tanto no primeiro como no segundo caso. O IDE também abarca os Investimentos Reversos.

<sup>71</sup> Como no caso da China os dados trimestrais disponíveis começam em 2005, o valor da sua média deve estar superestimado em relação a dos demais países, uma vez que valores nominais mais recentes abarcam períodos em que o nível de preços é comparativamente maior.

**Tabela 4.2 – Investimento Direto Estrangeiro nos BRICS – média anual das entradas líquidas (*net inflows*) em porcentagem do PIB**

Países/Períodos	1970-2019	1990-2019	2000-2019	2000-2008	2009-2019
Brasil	1,95%	2,69%	3,30%	2,96%	3,58%
China	2,12%	3,36%	3,07%	3,86%	2,42%
Índia	0,74%	1,21%	1,63%	1,43%	1,79%
Rússia	1,00%	1,67%	2,21%	2,45%	2,01%
África do Sul	0,84%	1,24%	1,57%	1,90%	1,30%

Fonte: *World Development Indicators*, The World Bank. Elaboração própria.

Constata-se, também, que Brasil e Índia receberam mais IDPAF após 2008, tanto para a média nominal como a em relação ao PIB, enquanto Rússia e África do Sul receberam mais capitais no período 2000-2008, comparativamente. Já para a rubrica IDPID, em específico, Brasil, Rússia e África do Sul (países que se têm dados para essa rubrica) apresentaram maiores valores no período 2009-2018<sup>72</sup>.

Outra forma de demonstrar o caráter financeiro/especulativo dos ID é confirmando o seu não impacto sobre o setor produtivo dos países. Assim, nota-se que os ID que ingressaram no Brasil apresentaram “qualidade” completamente distinta dos que foram para a China (para um exemplo mais claro), uma vez que, mesmo apresentando indicadores próximos para a relação média dos ID/PIB nos anos analisados, as taxas de crescimento econômico da China foram consideravelmente superiores. Ou seja, a regulamentação imposta sobre os investimentos estrangeiros, que é mais específica e rigorosa no caso chinês, proporcionou resultados melhores do que o livre movimento dos capitais estimulado apenas por sinais de mercado. É óbvio que outras variáveis/instituições também foram relevantes para esse diferencial, o que não invalida o argumento.

Complementarmente, na Tabela 4.3, vê-se que o peso dos fluxos em IDP (e suas subcontas) no PIB e, comparativamente, aos fluxos de exportações e importações, sobre cada uma das economias dos BRICS é heterogêneo. Por essas informações destaca-se o maior peso dos IDP, IDPAF e IDPAFS sobre o BP do Brasil, que apresentam valores expressivos em relação ao PIB e comparativamente às suas exportações e importações, sobretudo em relação ao resultado da BC, e que esse país foi dependente (também) dos fluxos em IDP para conseguir superávits em reservas internacionais em parte considerável dos anos 2000.

<sup>72</sup> Não foi possível fazer essa análise para China e IDPID da Índia dada a disponibilidade de dados.

**Tabela 4.3 – Fluxo médio anual das Exportações, Importações, Balança Comercial, IDP, IDPAF, IDPID e IDPAFS em relação ao PIB – 2000 a 2018**

Indicador	BR	CH	IN	RS	AS
Exportações	10,94%	23,87%	12,92%	27,24%	25,16%
Importações	8,86%	18,88%	18,54%	15,84%	24,48%
BC	2,09%	4,99%	-5,62%	11,40%	0,68%
IDP	3,25%	3,03%	1,62%	2,23%	1,58%
IDPAF	2,50%	2,68%	1,53%	1,75%	0,79%
IDPID	0,75%	0,35%	0,06%	0,47%	0,79%
IDPAFS	2,28%	*	1,07%	0,69%	*

Nota: \* Não contabilizaram os Lucros Reinvestidos.

Fonte: IMF DATA, Banco Mundial e OCDE. Elaboração própria.

### 4.3 – Análise comparada das rubricas determinantes da variância da Conta Financeira dos países do BRICS

Nessa seção analisa-se a variância das rubricas ligadas à CF dos BRICS, no período de 2000 a 2019 (dados trimestrais em US\$ milhões). O intuito é identificar quais foram as rubricas, por país, que mais contribuíram com a variância da CF, ou seja, quais foram os fluxos que demonstraram maior volatilidade comparada no período analisado. A análise parte da ideia de que os fluxos de capitais que mais contribuem com a variância da CF são os mais voláteis e instáveis, e que mais afetam a vulnerabilidade (financeira) externa e fragilidade das economias.

O método utilizado para o cálculo da variância foi o desenvolvido por NEDER e CORRÊA<sup>73</sup>, e utilizado em PEREIRA (2015). O cálculo da variância parte da teoria estatística, de que:

[...] a variância total é igual a [sic] soma das variâncias individuais de cada parcela mais o componente formado pelo dobro das covariâncias de cada par de parcelas que compõe o total. Dessa maneira, sob a ótica da CF, sua variância total é igual a [sic] somatória das variâncias de cada fluxo financeiro que a compõe mais duas vezes as covariâncias de cada par de fluxos. Destaca-se que, como a CF está sendo analisada sob três níveis de abertura, esta metodologia deve ser aplicada a cada um dos níveis (PEREIRA, 2015, p.108).

Ou seja:

$$\begin{aligned} var(CF) = & var(ID) + var(IC) + var(OI) + var(DR) + 2 * covar(ID, IC) + 2 \\ & * covar(ID, OI) + 2 * covar(ID, DR) \dots 2 * covar(OI, DR) \end{aligned} \quad (1)$$

<sup>73</sup> “A metodologia aqui utilizada foi desenvolvida por Henrique Dantas Neder e Vanessa Petrelli Corrêa. Neder empenhou-se na parte estatística, enquanto Corrêa dedicou-se à parte teórico-econômica da definição das hierarquias dos fluxos do Balanço de Pagamentos (primeiro nível de abertura, segundo nível de abertura, e assim sucessivamente)” (PEREIRA, 2015, p.107).

Em que *var* é a variância e *covar* a covariância.

Assim, o peso (contribuição) de cada rubrica sobre a volatilidade da CF não dependerá apenas da sua variância, mas, também, das suas covariâncias com as demais contas da CF (no mesmo nível). O cálculo da volatilidade ponderada de cada rubrica foi feito para cada nível de abertura, em separado, sendo que o “impacto na variância” foi encontrado a partir da divisão da contribuição da conta em questão em relação à variância total (variância da CF).

Para o primeiro nível de abertura, por exemplo, tem-se que:

$$\text{Contribuição (ID)} = \text{var (ID)} + \text{cov (ID,IC)} + \text{cov (ID,OI)} + \text{cov (ID,DR)},$$

$$\text{Variância CF} = \text{contribuição (ID)} + \dots + \text{contribuição (DR)},$$

$$\text{Impacto na variância ID} = \text{contribuição (ID)}/\text{variância CF}$$

Como indicadores complementares têm-se o Desvio Padrão de cada rubrica; o número de saldos trimestrais com valores negativos ( $N^1$ ), ou seja, saída líquida de capitais; valor médio dos saldos trimestrais negativos (Média Saldos<sup>1</sup>); número de saldos acumulados em quatro trimestres com valores negativos ( $N^2$ ) e; valor médio dos saldos negativos acumulados em quatro trimestres (Média Saldos<sup>1</sup>). A ideia sobre esses últimos quatro indicadores é de que eles podem demonstrar quais foram as rubricas que mais sofreram saídas de capitais, ou seja, impactaram na redução das reservas internacionais e (negativamente) na sustentabilidade das contas externas. A análise desses indicadores é mais interessante quando em conjunto com a variância ponderada e para o caso dos fluxos de Passivos, uma vez que são determinados, em sua maioria, por agentes estrangeiros, ou seja, estão relacionados a uma dinâmica mais incontrolável por esses países. Além disso, valores negativos desse indicador, para o caso de Ativos, sinalizam entrada de capitais (dólares).

#### **4.3.1 – Análise da variância (volatilidade)**

Na Tabela 4.4, vê-se que no primeiro nível de abertura da CF brasileira, os IC (47,59%) foram os fluxos que mais contribuíram com a volatilidade da CF, seguidos pelos ID (29,25%)<sup>74</sup>. Para o segundo nível de abertura, os fluxos Passivos foram os que mais contribuíram para a volatilidade da CF brasileira – ICP (45,51%), os OIP (42,09%) e os IDP (32,39%). Para o terceiro nível de abertura, observa-se que os fluxos em ICPTD (30,40%) e os IDPAF (20,03%) foram os principais responsáveis pela variância das suas respectivas contas.

---

<sup>74</sup> Apesar de não estarem nas tabelas os fluxos da conta Derivativos também foram utilizados para o cálculo das variâncias.

**Tabela 4.4 – Brasil: Volatilidade ponderada das subcontas da Conta Financeira (1º trimestre de 2000 a 4º trimestre de 2019)**

Conta	Impacto na variância	Desvio Padrão	N <sup>1</sup>	Média Saldos <sup>1</sup>	N <sup>2</sup>	Média Saldos <sup>2</sup>
<b>Conta Financeira</b>	<b>100%</b>	<b>13.360</b>	<b>12</b>	<b>-6.307</b>	<b>9</b>	<b>-7.400</b>
<b>Investimento Direto</b>	<b>29,25%</b>	<b>7.992</b>	<b>2</b>	<b>-8.642</b>	<b>2</b>	<b>-8.642</b>
ID Passivos Líquidos	32,39%	8.316	0	0		
IDP - Ações e Fundos de Investimento	20,03%	6.148	0	0		
IDP - Instrumentos de dívida	12,36%	4.093	14	-1.307	10	-504
ID Ativos Líquidos	-3,14%	3.961	12	-1.924	6	-1.502
IDA - Ações e Fundos de Investimento	-9,79%	3.686	10	-1.796	7	-1.277
IDA - Instrumentos de dívida	6,65%	2.201	29	-1.421	25	-5.610
<b>Investimento em Carteira</b>	<b>47,59%</b>	<b>8.533</b>	<b>31</b>	<b>-4.513</b>	<b>27</b>	<b>-10.182</b>
IC Passivos Líquidos	45,51%	8.360	29	-1.924	25	-8.209
ICP - Ações e Fundos de Investimento	15,11%	4.249	19	-1.796	8	-4.582
ICP - Títulos de dívida	30,40%	5.917	34	-1.421	33	-8.459
IC Ativos Líquidos	2,09%	2.161	30	-1.375	32	-2.681
ICA - Ações e Fundos de Investimento	2,54%	1.427	19	-1.084	16	-3.563
ICA - Títulos de dívida	-0,45%	1.470	42	-816	48	-1.371
<b>Outros Investimentos</b>	<b>23,44%</b>	<b>7.035</b>	<b>47</b>	<b>-6.330</b>	<b>55</b>	<b>-14.254</b>
OI Ativos líquidos	-18,65%	5.445	19	-1.566	3	-3.520
OI Passivos líquidos	42,09%	7.848	30	-5.189	29	-10.801

\* Cálculos feitos a partir de valores trimestrais das subcontas. Média e Desvio-Padrão em US\$ milhões.

Fonte: FMI. Elaboração própria.

Todavia, há que se considerar que os fluxos em OI – ainda que apresentando peso importante sobre a variância da CF – merecem uma análise diferente, uma vez que, dada a própria natureza dos capitais transacionados por essa rubrica, que são em sua maioria empréstimos, sua volatilidade, muitas vezes, está ligada a vencimentos de contratos, como no caso das amortizações. Ou seja, são fluxos de capitais que têm uma certa previsibilidade e estão menos relacionados às condições momentâneas dos mercados mundiais, como, inversamente, é o caso do mercado de ações, por exemplo (PEREIRA, 2015). Os fluxos em ID também têm especificidade parecida, uma vez que podem ser de aquisição/venda de empresas ou novos investimentos, que normalmente envolvem grandes montantes. Mas, também, têm-se por meio dessa conta transações de ações ligadas à dinâmica financeira, em conjunto com o fato de que a negociação dessas não envolve data prévia (podem reverter-se a qualquer momento).

Dessa forma, contata-se que mesmo que os fluxos em ID e IDP apresentaram variância ponderada menor que algumas rubricas comparadas – como o caso das relacionadas aos IC –, seu valor é próximo dessas e evidenciaram elevada volatilidade, ainda mais quando comparado à noção de elevada estabilidade desses fluxos.

Para o terceiro nível de abertura, evidencia-se o elevado impacto dos fluxos em IDPAF sobre a variância da CF, que, por exemplo, foi maior que o impacto dos fluxos em ICPAF, de

modo que os IDPAF apresentaram o segundo maior valor para esse nível de abertura (em comparação com as demais rubricas dos ID e IC).

Talvez a noção de estabilidade dos fluxos em IDP esteja amparada, também, no fato dessa rubrica não ter apresentado saldos (trimestrais) negativos, ou seja, em nenhum trimestre houve maior saída do que entrada de capitais, sobretudo por conta dos fluxos em IDPAF, uma vez que os fluxos em IDPID apresentaram valores negativos em alguns trimestres.

Esses dados denotam a complexidade dos fluxos em ID, uma vez que esses têm peso importante sobre a variância da CF brasileira, mas, não apresentaram saídas (líquidas) de capitais em nenhum momento do período analisado.

Essa constatação vai ao encontro da hipótese trabalhada na tese, de que os fluxos de capitais entrantes por meio da rubrica IDP apresentam diferentes dinâmicas, contendo fluxos realmente mais estáveis, mas, também, fluxos de capitais ligados à esfera financeira/especulativa, que são mais instáveis.

Para o caso da China, na Tabela 4.5, vê-se que a variância da CF foi preponderantemente afetada pelos OI (70,62%), mas, também, que a segunda rubrica (desse nível) que mais impactou na variação total foi a ID (18,74%), com valores superiores ao dos IC.

**Tabela 4.5 – China: Volatilidade ponderada das subcontas da Conta Financeira**

Conta	Impacto na variância	Desvio Padrão	N <sup>1</sup>	Média Saldos <sup>1</sup>	N <sup>2</sup>	Média Saldos <sup>2</sup>
<b>Conta Financeira</b>	<b>100%</b>	<b>65.113</b>	<b>20</b>	<b>-60.760</b>	<b>14</b>	<b>-229.424</b>
<b>Investimento Direto</b>	<b>18,74%</b>	<b>22.564</b>	<b>6</b>	<b>-16.661</b>	<b>5</b>	<b>-18.978</b>
ID Passivo Líquidos	4,21%	19.875	0		0	
IDP - Ações e Fundos de Investimento	3,49%	17.578	0		0	
IDP – Instrumentos de Dívida	0,72%	4.842	2	-1.734	0	
ID Ativos Líquidos	14,52%	15.909	0		0	
IDA - Ações e Fundos de Investimento	7,06%	12.357	0		0	
IDA - Instrumentos de Dívida	7,46%	7.700	27	-2.214	20	-9.982
<b>Investimento em Carteira</b>	<b>10,34%</b>	<b>16.722</b>	<b>19</b>	<b>-13.359</b>	<b>18</b>	<b>-40.408</b>
IC Passivos Líquidos	3,64%	15.939	5		2	-25.285
ICP - Ações e Fundos de Investimento	1,26%	6.995	5		1	-64
ICP - Títulos de dívida	2,39%	13.025	12	-2.214	7	-10.365
IC Ativos Líquidos	6,69%	13.733	19	-4.565	12	-14.422
ICA - Ações e Fundos de Investimento	1,92%	5.870	17	-1.086	9	-1.805
ICA - Títulos de dívida	4,77%	12.021	20	-6.285	20	-18.183
<b>Outros Investimentos</b>	<b>70,62%</b>	<b>52.060</b>	<b>26</b>	<b>-24.921</b>	<b>36</b>	<b>-171.854</b>
OI Ativos líquidos	20,31%	37.521	8	-16.803	3	-23.083
OI Passivos líquidos	50,31%	45.484	16	-44.263	15	-124.370

\* Cálculos feitos a partir de valores trimestrais das subcontas. Média e Desvio-Padrão em US\$ milhões.

Fonte: FMI. Elaboração própria.

Todavia, no segundo nível de abertura, observa-se que a rubrica que mais impactou na variância da CF, para os ID e IC, foram os fluxos de Ativos, o que evidencia uma dinâmica distinta do que se espera da CF de um país periférico, ainda que a subconta mais relevante para esse nível de abertura foi a OIP.

No terceiro nível de abertura, chama a atenção o baixo percentual das rubricas ICA e ICP, no impacto da variância da CF, que são contas normalmente mais voláteis.

Essa dinâmica (particular) da variância da CF da China reflete suas restrições e controles sobre os fluxos de capitais, principalmente sobre os mercados de ações, que tem como consequência uma menor volatilidade dos fluxos que são mais ligados aos movimentos financeiros externos, o que denota uma menor fragilidade da economia chinesa aos ciclos de liquidez e aos movimentos de entradas e saídas abruptas de capitais.

Como a China apresentou uma pequena variância dos fluxos em IC e ID em relação aos OI, em específico os OIP, e esse último demonstrou fortes saídas de capitais (quinze saldos acumulados em quatro trimestres negativos com média de - US\$ 124,37 bilhões), somado ao fato dessa rubrica ter evidenciado dinâmica próxima a dos ciclos de liquidez e conter fluxos, também, de moedas e depósitos – que podem ser usados como canal especulativo –, estudos futuros específicos sobre essa rubrica podem ser interessantes.

Para o caso da Índia (Tabela 4.6), nota-se que a rubrica que mais impactou na variância da CF desse país, no primeiro nível de abertura, foi a OI (51,93%), seguida dos IC (32,42%) e ID (16,72%). No segundo nível, além dos OIP, destacam-se os maiores valores para os ICP (32,76%) e IDP (21,92%), ou seja, fluxos Passivos, ligados em sua maioria, à dinâmica de estrangeiros. No terceiro nível de abertura ressalta-se, além dos fluxos Passivos, o fato dos maiores valores estarem relacionados à dinâmica dos fluxos em Ações e Fundo de Investimento, tanto para os ICPAF (21,94%) quanto para os IDPAF (18,06%).

Por fim, também se constata que os fluxos de IDP na Índia apresentaram relevância sobre a variância da CF, sobretudo para a rubrica IDPAF, que demonstrou valor maior do que a rubrica em ICPTD, por exemplo, que também é reconhecida por apresentar fluxos voláteis e de curto prazo.

Todavia, como para o caso do Brasil e da China, é interessante observar que os fluxos em IDP não apresentaram nenhum período de maior saída do que entrada de capitais.

**Tabela 4.6 – Índia: Volatilidade ponderada das subcontas da Conta Financeira**

Conta	Impacto na variância	Desvio Padrão	N <sup>1</sup>	Média Saldos <sup>1</sup>	N <sup>2</sup>	Média Saldos <sup>2</sup>
<b>Conta Financeira</b>	<b>100%</b>	<b>9.195</b>	<b>2</b>	<b>-5.047</b>	<b>0</b>	<b>-760</b>
<b>Investimento Direto</b>	<b>16,72%</b>	<b>3.713</b>	<b>1</b>	<b>-760</b>	<b>0</b>	<b>-760</b>
ID Passivos Líquidos	21,92%	4.297	0	0		
IDP - Ações e Fundos de Investimento	18,06%	3.948	0	0		
IDP - Instrumentos de dívida	1,68%	409	2	-124	0	
ID Ativos Líquidos	-5,20%	1.957	3	-1.105	0	
IDA - Ações e Fundos de Investimento	-0,82%	1.718	5	-1.159	1	-1.349
IDA - Instrumentos de dívida	-3,43%	626	15	-76	16	-268
<b>Investimento em Carteira</b>	<b>32,42%</b>	<b>5.307</b>	<b>21</b>	<b>-2.733</b>	<b>9</b>	<b>-6.276</b>
IC Passivos Líquidos	32,76%	5.400	21	-1.105	9	-6.478
ICP - Ações e Fundos de Investimento	21,94%	4.151	22	-1.159	9	-5.230
ICP - Títulos de dívida	11,22%	3.924	15	-76	15	-5.264
IC Ativos Líquidos	-0,34%	355	21	-232	19	-292
ICA - Ações e Fundos de Investimento	-0,35%	355	21	-232	19	-292
ICA - Títulos de dívida	0,00%	0	0	0		
<b>Outros Investimentos</b>	<b>51,93%</b>	<b>6.635</b>	<b>18</b>	<b>-3.354</b>	<b>7</b>	<b>-10.031</b>
OI Ativos líquidos	-19,03%	7.754	18	-2.529	25	-4.135
OI Passivos líquidos	70,96%	9.718	9	-2.124	2	-6.532

\* Cálculos feitos a partir de valores trimestrais das subcontas. Média e Desvio-Padrão em US\$ milhões.

Fonte: FMI. Elaboração própria.

Em relação à variância da CF da Rússia (Tabela 4.7), nota-se o predomínio dos OI na dinâmica dessa, sendo responsável por 76,86%, seguidos dos IC (17,05%) e dos ID (4,84%). Para o segundo nível de abertura, os valores das rubricas em OI, tanto Passivo como Ativo, foram preponderantes, ainda que, destaca-se, também, o valor do impacto na variância da conta ICP (13,95%). Somam-se a esta estatística os fatos de os OIP terem apresentado o maior número de saídas acumuladas em quatro trimestres, e de terem demonstrado o maior valor médio (- US\$ 19,61 bilhões).

Para o terceiro nível de abertura, as subcontas dos ICP – ICPAF (7,67%) e ICPTD (6,28%) – também foram as mais representativas, comparativamente, e excluindo a OI.

O destaque para a análise da variância da CF da Rússia foi o baixo valor do indicador da rubrica IDP, em que esse foi inferior aos fluxos em IDA, por exemplo. Soma-se a essa diferença, o fato da rubrica IDP ter apresentado sete trimestres de fluxos negativos, com média de - US\$ 1,38 bilhões, sendo que os IDPID demonstraram vinte trimestres de saldos negativos, com média de - US\$ 2,18 bilhões, e 14 períodos de saldos acumulados em quatro trimestres negativos (média de - US\$ 4,16 bilhões).

**Tabela 4.7 – Rússia: Volatilidade ponderada das subcontas da Conta Financeira**

Conta	Impacto na variância	Desvio Padrão	N <sup>1</sup>	Média Saldos <sup>1</sup>	N <sup>2</sup>	Média Saldos <sup>2</sup>
<b>Conta Financeira</b>	<b>100%</b>	<b>21.174</b>	<b>54</b>	<b>-15.590</b>	<b>62</b>	<b>-45.315</b>
<b>Investimento Direto</b>	<b>4,84%</b>	<b>5.824</b>	<b>44</b>	<b>-4.341</b>	<b>45</b>	<b>-4.341</b>
ID Passivos Líquidos	0,09%	7.287	7	-1.377	0	
IDP - Ações e Fundos de Investimento	-1,81%	5.967	6	-3.183	0	
IDP - Instrumentos de dívida	1,91%	3.913	20	-2.183	14	-4.159
ID Ativos Líquidos	4,74%	8.570	2	-1.306	0	
IDA - Ações e Fundos de Investimento	3,91%	8.048	2	-833	0	
IDA - Instrumentos de dívida	0,83%	3.150	20	-1.668	9	-3.603
<b>Investimento em Carteira</b>	<b>17,05%</b>	<b>6.141</b>	<b>44</b>	<b>-5.167</b>	<b>47</b>	<b>-14.258</b>
IC Passivos Líquidos	13,95%	5.006	38	-1.306	36	-9.793
ICP - Ações e Fundos de Investimento	7,67%	3.053	46	-833	44	-6.237
ICP - Títulos de dívida	6,28%	3.441	33	-1.668	37	-5.465
IC Ativos Líquidos	3,10%	2.456	25	-1.177	16	-2.456
ICA - Ações e Fundos de Investimento	-0,29%	356	22	-186	18	-255
ICA - Títulos de dívida	3,39%	2.410	26	-1.230	18	-2.681
<b>Outros Investimentos</b>	<b>76,86%</b>	<b>18.178</b>	<b>52</b>	<b>-12.672</b>	<b>60</b>	<b>-32.116</b>
OI Ativos líquidos	41,34%	15.852	22	-7.496	21	-11.117
OI Passivos líquidos	35,52%	14.808	41	-6.397	38	-19.613

\* Cálculos feitos a partir de valores trimestrais das subcontas. Média e Desvio-Padrão em US\$ milhões.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI.

Em relação à África do Sul (Tabela 4.8), no primeiro nível de abertura, os IC foram a rubrica que mais impactou na variância da CF desse país, sendo responsável por 56,62% dessa. No segundo nível de abertura, destaca-se os ICP (53,97%), e no terceiro nível os fluxos em ICPTD (36,50%). Também para esse nível, ressalta-se os valores das rubricas IDPID (12,21%) e IDAAF (-16,75%), que apresentaram valores elevados para uma rubrica considerada estável. Interessante, também, é o fato da rubrica IDPAF ter exibido dezessete períodos de saldos acumulados em quatro trimestres negativos (valor médio de - US\$ 1,60 bilhão) e a rubrica IDPID dezenove saldos trimestrais negativos (média de - US\$ 415 milhões). Para o caso dos IDPAF, veja que o número de saldos negativos acumulados em quatro trimestres foi maior do que o ocorrente em ICPAF e ICPTD, e em valor médio superior a essa primeira e próximo à segunda.

Dessa forma, ao analisar as rubricas que mais impactaram na variância total da CF de cada um das economias que compõem os BRICS, vê-se que Brasil e Índia demonstraram uma dinâmica diferente para os fluxos em ID, uma vez que para esses dois países a rubrica IDPAF evidenciou pesos relativamente elevados sobre a variância das suas CF. Para o Brasil, nota-se que a variância ponderada dos IDPAF foi superior à da rubrica ICPAF, e, para a Índia, esse indicador para os IDPAF foi mais elevado que o dos ICPTD, ou seja, apresentaram maior

contribuição sobre a variância da CF do que rubricas caracteristicamente consideradas instáveis.

**Tabela 4.8 – África do Sul: Volatilidade ponderada das subcontas da Conta Financeira**

Conta	Impacto na variância	Desvio Padrão	N <sup>1</sup>	Média Saldos <sup>1</sup>	N <sup>2</sup>	Média Saldos <sup>2</sup>
<b>Conta Financeira</b>	<b>100%</b>	<b>2.903</b>	<b>12</b>	<b>-865</b>	<b>10</b>	<b>-1.065</b>
<b>Investimento Direto</b>	<b>-4,31%</b>	<b>2.091</b>	<b>30</b>	<b>-1.191</b>	<b>26</b>	<b>-1.153</b>
ID Passivos Líquidos	12,89%	1.401	12	-559	2	-468
IDP - Ações e Fundos de Investimento	0,68%	1.426	18	-880	17	-1.601
IDP - Instrumentos de dívida	12,21%	989	19	-415	5	-82
ID Ativos Líquidos	-17,20%	1.415	18	-922	18	-1.907
IDA - Ações e Fundos de Investimento	-16,75%	1.220	11	-1.255	13	-2.204
IDA - Instrumentos de dívida	-0,44%	649	34	-390	39	-838
<b>Investimento em Carteira</b>	<b>56,62%</b>	<b>3.136</b>	<b>22</b>	<b>-1.946</b>	<b>16</b>	<b>-5.107</b>
IC Passivos Líquidos	53,97%	2.802	16	-922	9	-2.976
ICP - Ações e Fundos de Investimento	17,46%	1.711	17	-1.255	15	-1.317
ICP - Títulos de dívida	36,50%	2.085	25	-390	15	-1.794
IC Ativos Líquidos	2,65%	1.426	12	-1.307	13	-1.690
ICA - Ações e Fundos de Investimento	5,38%	1.376	17	-1.055	15	-2.406
ICA - Títulos de dívida	-2,74%	348	15	-172	5	-178
<b>Outros Investimentos</b>	<b>44,83%</b>	<b>2.657</b>	<b>30</b>	<b>-1.707</b>	<b>31</b>	<b>-2.163</b>
OI Ativos líquidos	24,30%	2.266	36	-1.575	26	-3.201
OI Passivos líquidos	20,53%	1.930	27	-782	16	-1.423

\* Cálculos feitos a partir de valores trimestrais das subcontas. Média e Desvio-Padrão em US\$ milhões.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI.

Para o caso específico da África do Sul, dentro dos ID, foi a rubrica IDPID que demonstrou peso relativamente elevado sobre a variância da sua CF. Outro fator relevante foi essa rubrica ter apresentado saldos negativos em dezenove trimestres (média de - US\$ 415 milhões). Também para o caso da rubrica IDPID, o valor da variância ponderada para o Brasil foi representativo, o que evidencia a dinâmica particular dos IDP nesse país, que se apresentou mais volátil do que para os demais países.

Em relação à China e à Rússia, os IDP não apresentaram valores significativos sobre a variância da CF desses, assim como os ICP, em que para ambos, também, a rubrica OI foi a que demonstrou maior peso. O caso da China foi ainda específico pelo fato das suas rubricas de Ativos (em sua maioria de residentes), tanto para os IC quanto para os ID, terem maior peso sobre a variância da CF do que os Passivos. Também foi maior o impacto dos Ativos do que o dos Passivos para o caso dos ID da Rússia.

Ainda, chama a atenção o fato dos países que tiveram uma inserção externa mais passiva, ou seja, com menor controle sobre a movimentação dos capitais internacionais, como o caso do Brasil e da África do Sul, terem a volatilidade das suas CF mais atreladas à conta de

ICP, que possuem dinâmica mais instável e imprevisível, enquanto os demais países apresentaram um maior valor para os OIP.

## Considerações sobre o Capítulo 4

Assim, para todas as análises neste capítulo, foi possível observar que a estrutura do BP, sobretudo das CF desses, é heterogênea, e que alguns pontos são interessantes de se destacar:

- i) Enquanto Brasil, Índia e África do Sul apresentaram contas de TC deficitárias, e BP financiado pela CF, China e Rússia demonstraram-se diferentes desses, com constantes superávits em TC, ainda que a China tenha obtido, na maior parte do período estudado, superávits, também, na CF.
- ii) O maior crescimento das reservas internacionais dos países do BRICS no período analisado ocorreu entre, aproximadamente, 2003 e 2007, tanto em valores nominais (US\$) como em relação ao PIB, em que para a maioria das rubricas, o maior influxo anual de capitais (em relação ao PIB) ocorreu em 2006, 2007 ou 2008, ou seja, imediatamente anterior à crise financeira do *subprime*, sobretudo para os fluxos envolvendo ações (ICP e IDP) e a Rússia.
- iii) Todos os países do BRICS, exceto a China<sup>75</sup> (país o qual não havia dados para esse cálculo), apresentaram-se em *Episódio de capital* entre, aproximadamente, 2005/2006 e final de 2008, em que apenas Brasil e Índia voltaram a atrair fortes entradas de capitais (em *Episódio de capital*) após a crise financeira, e apenas Índia permaneceu em *Episódio de capital* a partir de 2015 – ainda que com interrupção dos períodos em *Episódio* em 2012, na crise europeia, e em 2015, com a reversão da taxa de juros dos EUA.
- iv) Enquanto China, Índia e Rússia exibiram maior dinâmica e volume de capitais na conta OI, a principal rubrica do Brasil foi a ID, e a IC para a África do Sul.
- v) Em relação aos ID, enquanto Brasil e Índia apresentaram predomínio dos fluxos Passivos, China e África do Sul tiveram momentos em que os IDA foram mais expressivos, sobretudo após 2014, enquanto no caso da Rússia os IDA foram comparativamente mais relevantes em quase todo o período. Isso se deve, em partes, à influência econômica regional de Rússia e África do Sul, e movimento de expansão da China para o resto do mundo.

---

<sup>75</sup> Não foi possível calcular esse indicador para a China antes de 2009 por falta de dados.

- vi) Para os IDP em Brasil, China, Índia e Rússia, os fluxos em IDPAF foram predominantes, enquanto a África do Sul apresentou volume transacionado próximo para as duas rubricas, mas com destaque para os IDPID após 2008.

Por fim, as Contas Financeiras de todos os países do BRICS demonstraram estar sujeitas aos acontecimentos externos/internacionais mais relevantes e aos ciclos de liquidez, mesmo aqueles países considerados com maiores restrições sobre a mobilidade de capital, como o caso da China, evidenciando-se a vulnerabilidade financeira externa dessas economias.

Em específico aos ID, Brasil, Índia e África do Sul apresentaram uma dinâmica mais instável dessa rubrica em relação aos demais países, sobretudo o Brasil, e os fluxos em IDPAF (para todos os países) também se mostraram mais instáveis e susceptíveis às mudanças externas (pela análise gráfica). Complementarmente, viu-se que o peso dos fluxos em IDP (e suas subcontas) no PIB sobre cada uma das economias dos BRICS é heterogêneo, sendo que se destaca o maior peso dos IDP, IDPAF e IDPAFS sobre o BP do Brasil.

Outro fato interessante foram os fluxos em IDP sem Lucros Reinvestidos e/ou Investimento Reverso apresentarem-se mais conectados aos ciclos de liquidez do que a rubrica IDP total. Na verdade, para os fluxos de IDP totais em alguns países, houve momentos em que esses pareceram não estar relacionados aos eventos internacionais críticos, mas, que, quando analisados sem Lucros Reinvestidos e/ou Investimento Reverso a relação é encontrada. O que faz todo sentido, uma vez que os fluxos em Lucros Reinvestidos não estão associados a entradas de capitais de fato, mas, na verdade, a não saída de capitais, enquanto os Investimentos Reversos estão associados à lógica dos investidores nacionais/internos, que é diferente da lógica envolvendo os investidores estrangeiros. Assim, o mais interessante seria analisar os fluxos em IDPAF sem Lucros Reinvestidos e os IDPID sem Investimento Reverso, mas, infelizmente, no momento de elaboração dessa tese, não havia informações nesse nível de desagregação para China, África do Sul e Índia (apenas para Investimento Reverso, para esse último). Todavia, a necessidade de extrair os Lucros Reinvestidos dos IDPAF foi uma constatação importante, que ressalta à relevância da metodologia de análise utilizada (abertura da CF em subníveis), e possibilita uma análise econométrica mais apurada, como a realizada no capítulo seguinte.

Para a análise das rubricas que mais impactaram na **variância/volatilidade** da CF de cada uma das economias que compõem os BRICS, chama a atenção o fato de que os países que tiveram uma inserção externa mais passiva e contundente, como o caso do Brasil e da África do Sul, apresentaram a volatilidade das suas CF mais atreladas a conta de ICP – que contém capitais mais instáveis e imprevisíveis, por envolverem negociação de títulos e ações –,

enquanto os demais países apresentaram um maior peso dos OIP – que envolvem capitais mais estáveis e previsíveis, como o caso dos empréstimos, mas, também, pode conter capitais mais instáveis, como a movimentação e moedas e depósitos.

Para a análise dos países que os ID tiveram impacto relevante na variância/volatilidade da CF, destaca-se os casos de Brasil e Índia, para os IDPAF, e África do Sul, para os IDPID. Para o Brasil, vê-se que a variância ponderada dos IDPAF foi superior à da rubrica ICPAF, e, para a Índia, esse indicador para os IDPAF foi mais elevado que o dos ICPTD, ou seja, apresentaram maior contribuição sobre a variância da CF do que rubricas characteristicamente consideradas instáveis. Todavia, para o caso da Índia, cabe destacar a ampliação do seu processo de abertura financeira externa nos anos 2000, como, por exemplo, a retirada do imposto de 10% sobre os ganhos de capitais em 2003, que impulsionou uma entrada excessiva de capitais, que possivelmente estavam represados, sobretudo para a compra de ações, o que fomentou um *boom* da bolsa de valores indiana nesse interim (PRATES e CINTRA, 2009), e provavelmente também impactou na entrada de IDPAF. Para a África do Sul, foi a rubrica IDPID que demonstrou peso relativamente elevado sobre a variância da sua CF. Em relação a China e a Rússia, os IDP não apresentaram valores significativos sobre a variância da CF desses, assim como os ICP, em que para ambos, também, a rubrica OI foi a que demonstrou maior peso.

Destarte, para todas as análises neste Capítulo, a África do Sul e o Brasil demonstraram ser mais **susceptíveis e vulneráveis** do que as demais economias analisadas, sobretudo por apresentarem persistentes déficits em TC e, por consequência, dependerem dos fluxos financeiros para o “fechamento” dos seus BP, somado ao fato da variância/volatilidade das suas CF serem mais afetadas pela rubrica ICP. O caso da África do Sul é ainda mais problemático pelo fato desse país ter uma maior dependência das entradas de capitais via ICP para fechar o BP, sendo aquela rubrica a mais instável. E o caso do Brasil é amenizado por esse ter apresentado uma maior dependência dos IDP para fechar o BP, que mesmo contendo capitais ligados à dinâmica financeira (como a negociação de ações), são comparativamente mais estáveis. Acrescenta-se à problemática (ou, explica-se essa) o fato de Brasil e África do Sul apresentarem maior liberdade sobre as transações nas suas CF, menos controles de capitais e bolsas de valores mais dinâmicas (como visto no Capítulo 2).

## Capítulo 5

### OS DETERMINANTES FINANCEIROS DOS INVESTIMENTOS DIRETOS NOS BRICS: UMA ANÁLISE POR MEIO DE MODELOS ARDL

Nesse capítulo apresenta-se uma análise econométrica dos determinantes do IDP para cada país do BRICS, nos anos 2000, analisando, em específico, a rubrica IDPAF(S). O intuito de estudar os ID nesse nível de abertura é por entender que cada uma das suas rubricas apresenta especificidades, e que o IDPAF é a conta relacionada à movimentação de ações (acima de 10% das ações com direito a voto). Ainda assim, os fluxos em IDPAF sem Lucros Reinvestidos foram os que se apresentaram mais ligados aos ciclos de liquidez e mais susceptíveis aos eventos externos, ainda que, também, proporcionam um maior rigor da análise, por conter, em sua maioria, apenas novas entradas de capitais. Todavia, no momento de elaboração dessa tese, não havia dados para esse nível de desagregação para China e África do Sul, e, por conta disso, as análises econométricas para esses dois países foram feitas com os fluxos IDPAF totais. Entende-se que essa maior abertura poderá nos dar melhores informações a respeito da dinâmica dos ID para os BRICS.

Para se ter uma ideia do peso da rubrica IDPAF(S) nos IDP totais dos países do BRICS – além da análise feita no Capítulo 4 –, pelo somatório dos saldos trimestrais dessa rubrica (valores reais, para 2019Q3) de 2005Q1 a 2019Q3, vê-se que 59,76% dos saldos acumulados dos IDP para o Brasil foram via IDPAFS, em que 12,27% foram via Lucros Reinvestidos. Aquela relação foi de 67,52% para a Índia (e de 28,27% via Lucros Reinvestidos) e 29,17% para a Rússia (46,94% de Lucros Reinvestidos). No caso da China e da África do Sul, que não registraram os fluxos de Lucros Reinvestidos, a porcentagem dos saldos acumulados em IDPAF em relação aos IDP foi de 87,82% e 36,81%, respectivamente.

Para os casos da Rússia e África do Sul, há a especificidade do elevado volume de fluxos negativos na rubrica IDPAF, o que pressiona a estatística analisada para baixo. Assim, enquanto o somatório dos saldos (valores reais) de IDP para a África do Sul foi de US\$ 112,88 bilhões, o somatório dos saldos positivos (em valores reais) dos IDPAF foi de US\$ 63,90 bilhões, e o somatório dos saldos negativos igual a US\$ 22,35 bilhões, enquanto o somatório dos saldos negativos dos IDPID foi de US\$ 10,74 bilhões. Para a Rússia, esses valores foram: US\$ 1,01 trilhão para o somatório dos saldos de IDP; US\$ 365,30 bilhões para os fluxos em IDPAFS positivos; US\$ 69,34 bilhões para os fluxos em IDPAFS negativos e; US\$ 59,61 bilhões para os fluxos negativos em IDPID.

Já em relação à Balança Comercial (BC) desses países, o somatório dos saldos em IDPAF foi -1.212,36% no caso da África do Sul; 118,62% para o Brasil; 50,50% para a China; 18,25% para o caso da Índia e; 7,84% para a Rússia.

O peso dos fluxos em IDPAF(S) é relevante e heterogêneo em relação às transações internacionais desses países, com destaque para a maior relevância dessa rubrica nos casos do Brasil, China e Índia, e menor peso para a Rússia e África do Sul. No caso da Rússia, tem-se a especificidade do elevado volume de Lucros Reinvestidos contabilizados, que no comparado dos somatórios dos fluxos (em valores reais) de 2005Q1 a 2019Q3, representou 46,94% dos IDP.

Enfim, o que se quer mostrar é que a rubrica IDPAF(S) constitui a maior parte do que se costuma chamar de ID de estrangeiros, e que essa rubrica tem um peso elevado sobre os BP dos países do BRICS.

**Tabela 5.1** – Relação entre os somatórios dos saldos em IDPAF, IDPAFS, IDP, Lucros Reinvestidos e Balança Comercial de 2005Q1 a 2019Q3 – valores reais para 2019Q3

	BR	CH	IN	RS	AS
<b>IDPAFS/IDP</b>	59,76%		67,52%	29,17%	
<b>IDPAF/IDP</b>	72,03%	87,82%	95,79%	76,11%	36,81%
<b>Lucros Reinvestidos/IDP</b>	12,27*	**	28,27%	46,94%	**
<b>IDPAF(S)/BC</b>	118,62%	50,50%	-18,25%***	7,84%	-1.212,36%***

Nota: \*Começou a contabilizar os Lucros Reinvestidos em 2010. \*\* Não contabilizavam os Lucros Reinvestidos. \*\*\* Saldo acumulado da BC é negativo.

Fonte: FMI. Elaboração própria.

No estudo econométrico dessa tese utiliza-se a metodologia dos modelos Autorregressivos de Defasagens Distribuídas (ARDL) aplicados ao arcabouço da cointegração (ARDL *Bounds-Testing Approach to Cointegration*), propostos por Pesaran e Shin (1998) e Pesaran et al. (2001). A intenção é averiguar se há relações significativas de longo prazo entre os fluxos de IDPAF (exceto Lucros Reinvestidos, para os países que apresentam tal desagregação) e variáveis financeiras selecionadas.

Para a escolha das variáveis ligadas à dinâmica financeira dos fluxos de capitais, fez-se um levantamento dos trabalhados empíricos que trataram dos determinantes dos IC para os países EED, e, quando possível, dos BRICS em específico. Assim, as principais variáveis encontradas para explicar os determinantes dos fluxos de capitais em carteira (IC) para os países periféricos, que são capitais reconhecidamente de curto prazo, especulativos e fortemente ligados à dinâmica financeira, serão testadas nos modelos a respeito dos determinantes dos IDPAF(S) para os BRICS.

Assim, como será visto à frente, as variáveis encontradas estão de acordo com o referencial teórico e demais análises trabalhadas na tese, sejam elas, principalmente, o índice VIX, a taxa de juros dos EUA e o índice da bolsa de valores local. Somado a essas, utilizou-se, de forma inovadora, a variável liquidez internacional (países em *Episódios de capitais*), que foi desenvolvida no Capítulo 3.

Em complemento, para a construção dos modelos propostos, também foi feito um levantamento dos estudos econométricos que trataram dos determinantes dos ID para os países em periféricos, especialmente os BRICS, a fim de encontrar as variáveis mais relevantes.

Dessa forma, serão utilizadas as variáveis já consolidadas na literatura a respeito dos determinantes dos ID (para os países em desenvolvimento), e testadas as “variáveis financeiras” ligadas aos determinantes dos IC, para averiguar se os ID, assim como proposto na hipótese e demonstrado nessa tese, também têm ligação com a dinâmica financeira e externa às economias, o que os coloca como fluxos de capitais que impactam na vulnerabilidade externa das economias, propondo um novo olhar para os pesquisadores e *policy makers* a respeito do papel dos ID nas economias .

A proposta inovadora do trabalho é a de identificar os determinantes financeiros dos ID (IDPAF[S]), uma vez que, dado o fato dessa rubrica também envolver a compra de ações ordinárias (acima de 10% do capital social), a perspectiva é de que essas transações englobam tanto a compra de ações que geram controle e ingresso mais estável de capital (buscando os lucros do negócio), como, também, a compra e venda de ações de forma mais conjuntural, buscando ganhos financeiro/especulativos. Ou seja, a concepção é a de que parte dos fluxos que compõem o ID tem um viés essencialmente igual ao dos IC, e essa parte será tanto maior quanto mais complexo for o mercado de capitais interno, maior for a abertura da CF; enfim, quanto mais avançado for o processo de financeirização nas economias receptoras dos ID.

A tese também tem como inovadora o uso de modelos ARDL para o estudo da referida variável e países estudados – que tem a capacidade de verificar relações de longo prazo –, e a construção dos modelos de forma separada para cada um dos países que constitui o grupo, além de analisar países que têm poucos estudos econôméticos em relação aos determinantes do ID, como é o caso, mais evidente, da África do Sul e da Rússia, ainda que também sejam escassos os trabalhos relacionados aos demais países.

## **5.1 – Estudo dos determinantes financeiros dos Investimentos Diretos e dos Investimentos em Carteira Passivos para os BRICS**

Para a construção dos modelos a respeito dos determinantes dos ID foi abordado , no Capítulo 1, o clássico trabalho de pesquisa realizado por Agarwal (1980), na identificação e classificação dos estudos, que trataram dos ID, em correntes e hipóteses, e na indicação das variáveis que apresentaram os melhores resultados na tentativa de explicar a dinâmica dessa rubrica.

Todavia, é preciso ponderar as conclusões dos estudos apresentados pelo autor, uma vez que são artigos que tratam de períodos anteriores à década de 1980, período no qual a lógica e institucionalidade do sistema financeiro internacional eram outras, a destacar a menor mobilidade dos capitais e o início do processo de securitização.

Ainda assim, Agarwal (1980) identifica que, mesmo com uma vasta literatura sobre os determinantes dos ID, uma única corrente parece ser insuficiente para entender e explicar os movimentos do ID a todo o tempo e em todos os lugares, assim como observado por Nonnemberg (2002) e Blonigen (2005), em outros esforços de pesquisa importantes sobre os determinantes do ID, identificando que a maioria das hipóteses ainda estão em aberto.

Dada a diversidade das explicações e dos resultados encontrados para os determinantes dos ID, a seção também apresenta uma pesquisa mais específica a respeito dos determinantes desses, que nos interessa, o caso dos BRICS e no período mais recente.

Para a grande maioria dos trabalhos analisados, de forma direta ou indireta (citações e referências dos textos analisados), é visto que os ID são tratados pelos autores, em sua maioria, como um fluxo ligado puramente às atividades produtivas, o que leva a um viés na escolha das suas variáveis explicativas. Além disso, conforme destacado desde o início dessa tese, o propósito do presente trabalho é o de incorporar a dinâmica financeira como um dos componentes importantes do movimento dos ID, fato geralmente negligenciado por grande parte da literatura que trata desses fluxos.

Nesse sentido, as referências citadas no Capítulo 1 e abaixo também darão base para a escolha das variáveis de controle dos modelos econométricos testados, ou seja, as variáveis que se apresentaram importantes na determinação dos ID em outros trabalhos – foram estatisticamente significantes e com o mesmo sinal/relação –, mas não são o foco da presente tese, também serão utilizadas nas regressões, reduzindo o viés de seleção e os efeitos de variáveis omitidas nos modelos que serão propostos e aumentando o grau de confiança sobre as variáveis testadas.

### 5.1.1 – Literatura empírica a respeito dos determinantes dos Investimentos Direto

Revisando a literatura a respeito dos trabalhos empíricos mais recentes (a partir do ano 2000) que analisaram os determinantes do ID para o grupo do BRICS, grupo de países periféricos e países, em separado, que compõem esses grupos (Quadro A.1), quinze trabalhos foram analisados. A partir da pesquisa realizada neste grupo de trabalhos, pode-se perceber que as variáveis explicativas utilizadas variam, mas, com a manutenção, mais frequente, de três delas: PIB (valor absoluto total ou per capital); abertura comercial (exportações + importações, dividido pelo PIB) e inflação (*proxy* para estabilidade econômica).

O PIB (em valores absolutos), como variável explicativa, está presente em quase todos os trabalhos analisados, e sua relação com o ID se apresentou significante e positivamente correlacionada nos seguintes trabalhos: Vijayakumar, Sridharan, Rao, 2010; Kishor e Singh, 2015; Jadhav, 2012; Akpan, Isihak, Asongu, 2014; Ranjan, Agrawal, 2011; Nonnenberg e Mendonça, 2005; Ho, 2004; Kaur e Sharma, 2013; Nunes, Oscátegui Arteta e Peschiera, 2006; Bittencourt, 2016; Labanca, 2016; Agrawal, 2015<sup>76</sup>. Todavia, quando utilizada a taxa de crescimento do PIB como variável explicativa dos ID, como em Nonnenberg e Mendonça (2005) e Asiedu (2002), a relação apresentou-se não significante.

O uso do PIB como variável explicativa tem como intuito expressar a importância do tamanho do mercado na atracação dos ID. Todavia, é importante observar que essa relação, *ceteris paribus*, não indica que os ID têm a capacidade de impactar no PIB de forma significativa, mas, apenas o contrário, ou seja, elevações na renda/produção total dos países tem como efeito estimular as entradas de ID, conforme os estudos econométricos citados evidenciaram para muitas economias e períodos diferentes.

Nos casos em que o PIB é utilizado em valores absolutos, esse acaba refletindo, também, o tamanho da população, e não só a renda. No entanto, quando utilizado em valores per capita, o estudo tende a subestimar o efeito dessa variável para países com populações maiores.

A segunda variável mais utilizada nas pesquisas analisadas foi a abertura comercial, mensurada pela soma das importações (M) e exportações (X), dividida pelo PIB. Oito trabalhos apresentaram relação positiva e significante entre essa variável e os ID, sejam eles: Jadhav (2012); Akpan, Isihak, Asongu (2014); Ranjan, Agrawal (2011); Nunes, Oscátegui Arteta e

---

<sup>76</sup> Alguns desses trabalhos não utilizam especificamente o PIB bruto, como em Nunes, Oscátegui Arteta & Peschiera (2006); Bittencourt (2016) e Labanca (2016), que utilizaram, respectivamente, indicador não-pobres multiplicado pelo PIB, PIB do país analisado multiplicado pelo PIB do país parceiro, e tendência de crescimento do PIB.

Peschiera (2006); Nonnenberg e Mendonça (2005); Kaur e Sharma (2013); Asiedu (2002); Labanca (2016). E apenas um apresentou relação não significante: Vijayakumar, Sridharan, Rao (2010).

Outra variável bastante utilizada nos trabalhos analisados, mas que em sua maioria se mostrou não significante foi a inflação (*proxy* para estabilidade econômica). Assim, quatro trabalhos não encontraram relação dessa variável com os ID (VIJAYAKUMAR, SRIDHARAN, RAO, 2010; JADHAV, 2012; AKPAN, ISIHK, ASONGU, 2014; ASIEDU, 2002), e 3 encontraram relação negativa (NONNENBERG e MENDONÇA, 2005; NUNES, OSCÁTEGUI ARTETA e PESCHIERA, 2006; KAUR e SHARMA, 2013), sendo que no trabalho de Nonnenberg e Mendonça (2005), estes evidenciaram uma fraca relação entre inflação e ID.

Em relação à infraestrutura, seis trabalhos apresentaram relação significante e positivamente relacionada com essa variável explicativa (VIJAYAKUMAR, SRIDHARAN, RAO, 2010; KISHOR e SINGH, 2015; AKPAN, ISIHK, ASONGU, 2014; RANJAN, AGRAWAL, 2011; NUNES, OSCÁTEGUI ARTETA e PESCHIERA, 2006; ASIEDU, 2002), e um apresentou não significância (NONNENBERG e MENDONÇA, 2005). Note-se que a variável utilizada para “medir” a infraestrutura é diferente a depender do trabalho. Na verdade, foram utilizadas variadas *proxies* para essa mensuração – por exemplo: quantidade de linhas telefônicas, volume de consumo de energia etc. –, o que acaba dificultando a escolha de uma das *proxies* para representar a variável “infraestrutura”.

Outros trabalhos também utilizaram diversas *proxys* a fim de captar a importância da qualidade institucional na atração de ID, mas a maioria dos resultados indicaram a não significância dessa como variável explicativa dos ID, por exemplo, em Jadhav (2012); Akpan, Isihak, Asongu (2014) e; Asiedu (2002). Algumas das variáveis utilizadas foram: *Rule of Law*; qualidade regulatória; estabilidade política; controle da corrupção; qualidade institucional; heterogeneidade institucional político-social etc. Isso não, necessariamente, indica que a “qualidade” das instituições dos países não seja relevante para influenciar a atração de qualquer tipo de capital, seja ele produtivo ou financeiro. Mas que, talvez, seja mais complicado mensurar esse aspecto.

Blonigen (2005) também observa que os resultados encontrados na sua pesquisa (*survey*), para a relação entre ID e instituições, foram ambíguos. Mas, adverte que os trabalhos que analisou não trataram essas variáveis como foco, além de chamar a atenção para a dificuldade de utilizar variáveis relacionadas às instituições e mensurá-las.

A taxa de câmbio foi uma variável pouco utilizada nos modelos dos trabalhos tratados, entretanto, pelo grande uso dessa nas análises econômicas, principalmente, macroeconômicas, é importante frisar que os resultados da sua relação, na condição de variável explicativa na determinação dos ID, foram ambíguos. Nos trabalhos de Vijayakumar, Sridharan, Rao (2010) e Kaur & Sharma (2013), ela apresentou significância e inversamente relacionada (nesses, a variável utilizada foi a taxa de câmbio real efetiva), enquanto em Kishor & Singh (2015) a taxa de câmbio apresentou não significância no modelo. No *survey* realizado por Blonigen (2005), a relação entre taxa de câmbio (atual e futura) e ID apresentou-se ambígua e com espaço para pesquisas futuras.

Uma vez que a presente tese busca demonstrar a importância das variáveis financeiras na determinação do ID, também é interessante ressaltar os resultados encontrados em Kishor e Singh (2015) e Labanca (2016), que também encontraram essa relação. Para o primeiro, foi constatado uma relação positiva e significante da capitalização no mercado de ações como variável explicativa dos ID para o BRICS. Ou seja, um aumento do índice do mercado de capitais estimula a entrada de ID, o que indica que esse tipo de fluxo pode ser estimulado a partir de possíveis ganhos com a valorização das ações no mercado. No segundo trabalho, o autor evidencia que a entrada de ID no Brasil é estimulada com a elevação do índice Bovespa – que mensura a variação média dos valores das ações –, com o aumento da taxa de juros interna, redução da taxa de juros dos EUA e elevação do risco-país residual, em que todos esses indicadores estão relacionados à possibilidade de ganhos financeiros.

Complementarmente, Souza (2017) constatou, através de modelos VAR e VEC, que os fluxos de IDP (Participação no Capital) para o Brasil apresentaram significativa relação com os fluxos de ICP (Ações e Títulos de Renda Fixa, negociados no país) e com o índice VIX.

Um comentário adicional é o de que os trabalhos citados acima (exceto SOUZA, 2017) consideraram a conta dos ID agregada (total), o que pode prejudicar as análises e conclusões, dado que, como visto no capítulo anterior, os ID têm diferentes componentes e distintas dinâmicas, a depender da sua subconta.

### **5.1.2 – Literatura empírica a respeito dos determinantes dos Investimentos em Carteira**

O trabalho seminal de Calvo, Leiderman e Reinhart (1993) analisou a dinâmica dos influxos de capitais para a América Latina e encontrou evidências de que ela também pode ser explicada pela conjuntura externa, como, principalmente, pelas condições da economia e taxa de juros dos EUA. Nesse sentido, a reversão das condições externas pode proporcionar uma saída de recursos que impacta as economias receptoras, o que caracteriza uma maior vulnerabilidade das economias latinas.

A história da América Latina justifica essa preocupação: os principais episódios de entrada de capital, durante as décadas de 1920 e 1978-81, foram seguidos por grandes crises econômicas e saídas de capital, como na década de 1930 e a crise da dívida em meados da década de 1980 (Calvo, Leiderman e Reinhart, 1993, p. 110).

Os autores também enfatizaram o co-movimento das reservas internacionais e das taxas reais de câmbio dos países da América Latina, que evidencia a susceptibilidade comum desses países a movimentos externos.

Baek (2006), através do uso da nomenclatura *push* e *pull*, também buscou encontrar a relevância dos fatores internos (*pull*) e externos (*push*) na determinação dos fluxos de capitais para os países da América Latina e Ásia. Os fatores *pull*, ou de atração, estão mais vinculados aos fatores internos às economias, como o PIB, a dívida bruta, a inflação etc.; enquanto os fatores *push*, ou de empurrão, estão mais atrelados aos fatores externos, como taxa de juros internacional, crescimento mundial etc. Através de dados trimestrais, de 1989 a 2002, Baek (2006) encontrou evidências de que os IC para os países asiáticos foram mais pressionados pelo apetite dos investidores ao risco e outros fatores externos, enquanto os IC para a América Latina responderam mais a fatores financeiros estrangeiros, concluindo que os IC para a Ásia são mais instáveis, voláteis e especulativos.

Outra constatação interessante do autor foi a de que os IC para aqueles países têm relação tanto com a taxa de juros dos EUA quanto com o retorno no seu mercado acionário (relação positiva para esse último). Muitos trabalhos demonstraram essa relação negativa entre taxa de juros dos EUA e fluxos de capitais para os países periféricos. Mas, o que aqueles resultados em conjunto indicam, é que a relação negativa entre taxa de juros internacional e fluxos de capitais para periféricos não se caracteriza em uma simples troca de mercado por conta do diferencial de rentabilidade, mas num movimento “comum”, de maior apetite pelo risco, ou, menor preferência pela liquidez – enfatizado nas teses a respeito dos ciclos de liquidez internacional –, que pode ser confirmado pelo fato de que também houve uma relação positiva

entre o retorno no mercado de capitais dos EUA e os fluxos em IC para os países periféricos. Ou seja, se a ida de capitais para os países periféricos nos momentos de redução da taxa de juros dos EUA fosse apenas pelo diferencial de rentabilidade dessa, a relação entre maior retorno no mercado acionário norte-americano e fluxos de capitais para os países periféricos deveria ser negativa, uma vez que o maior retorno no mercado de capitais dos EUA levaria os capitais a permanecer nesse país, e não sair para os periféricos.

Canela, Collazo e Santiso (2006), analisaram os fluxos de capitais em Carteira para os BRIC, através de dados trimestrais em painel, de 1995 a 2005. Os resultados encontrados apontam que tanto os fatores *pull* como os fatores *push* foram relevantes na análise, com destaque para a variação do *spread* soberano global e a aversão ao risco dos investidores como fatores de empurrão, e o retorno total e dos dividendos do mercado como fatores de atração.

Brana e Lahet (2010), focando nos países asiáticos e nos fluxos de ICP, fazem uma análise diferenciada ao tratar da relevância dos fatores de contágio. Seus resultados, através da construção de três modelos econométricos em dados em painel, apontaram que os fluxos estrangeiros em ações e títulos, para Tailândia, Filipinas, Indonésia, Malásia são, predominantemente, determinados por fatores externos, e menos por fatores internos. As variáveis que se apresentaram relevantes na determinação dos ICP para os países selecionados da Ásia foram: liquidez (agregado monetário M3 nos países da OCDE); *carry trade* (*spread* entre taxa de juros dos países asiáticos e Japão); crescimento industrial dos países da OCDE; taxa de juros dos EUA; ICP defasado em um período; efeito contágio (soma dos fluxos de IC recebidos pelos países asiáticos estudados); risco de inadimplência geral e risco de liquidez.

Srinivasan e Kalaivani (2015), na busca dos determinantes dos investimentos institucionais na Índia, através de abordagem ARDL, encontraram evidências de que aqueles são afetados pela taxa de câmbio, inflação, retornos no mercado acionário doméstico e risco e retorno associado ao mercado acionário dos EUA.

O trabalho de Pereira (2015) também reforça a maior importância dos mercados globais, sobretudo o índice VIX (“índice do medo”), sobre a determinação dos fluxos internacionais de capitais para o Brasil.

Weiss e Prates (2017), ao analisarem os determinantes dos fluxos de capitais (IC + OI + DR) para os países em desenvolvimento, também corroboraram as evidências de que os fatores externos predominam em relação aos fatores internos na dinâmica dos fluxos financeiros internacionais para aqueles países. Dentre esses, os autores destacaram o papel da preferência internacional pela liquidez, captada pelo índice VIX, na determinação dos fluxos, em que os capitais tenderam a se dirigir aos países em desenvolvimento em momentos de menor

preferência pela liquidez. Para esse trabalho, os autores também fizeram a revisão de outros importantes trabalhos relacionados à temática, em que a maioria deles também enfatizou os fatores externos na determinação dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento.

Koepke (2019), ao fazer o levantamento e análise de 34 trabalhos empíricos a respeito dos determinantes dos fluxos de capitais para os países periféricos, com foco nos fluxos em Carteira e bancário (OI), evidenciou que a análise baseada nos fatores *pull* e *push*, ainda que passíveis de falhas, permanece muito útil no estudo dos fluxos de capitais. No mesmo sentido, alerta para o fato de que os principais *drivers pull* e *push* dos fluxos de capitais variam a depender da periodicidade, do tipo de capital/conta analisada, do tipo de investidor, moeda etc., além do fato de os fatores *push* e *pull* serem inter-relacionados. Uma limitação relevante dessa análise, colocada pelo autor, é a dificuldade de qualificar os efeitos relacionados ao investidor – como o efeito contágio – dentro de uma aquelas classificações.

Nesse estudo, Koepke (2019) evidenciou que os fatores *push*, como a aversão ao risco e a taxa de juros das economias maduras, foram os principais determinantes dos fluxos em Carteira em ações e títulos de dívida, e em menor proporção para os fluxos bancários para as economias periféricas. Enquanto os fatores “*pull*” (atração) mais relevantes encontrados – ainda que mais importantes para os fluxos bancários do que os em Carteira – foram o crescimento do produto interno, o retorno dos ativos e o risco-país.

A partir dos textos citados, evidencia-se que há diversas variáveis indicadas como explicativas para a dinâmica dos fluxos em IC, em que ambos os fatores, *push* ou *pull*, podem ser considerados relevantes. Todavia, a partir da perspectiva teórica da tese e evidências empíricas apresentadas<sup>77</sup>, considera-se que os fatores externos (*push*) são mais relevantes na determinação dos fluxos, ou seja, as condições dos fatores externos sobrepõem as condições internas. Não que as condições internas não sejam relevantes na atração de capitais, mas é que mesmo que os países apresentem bons indicadores internos, os capitais se afugentariam caso haja perspectiva de piora no cenário externo. Assim, os fundamentos macroeconômicos são relevantes para definir o destino e quantidade desses capitais apenas nos momentos em que a liquidez internacional esteja favorável à ida de capitais do centro, países avançados, de moeda forte, para os países da periferia, de moeda fraca, e, ainda que estes fundamentos permaneçam consistentes, nada impedirá a reversão dos capitais nos momentos de mudanças no “humor” dos mercados e queda da liquidez.

---

<sup>77</sup> Capítulos 1, 3 e 4.

Destarte, conforme encontrado por Calvo, Leiderman e Reinhart (1993) e Baek (2006), e apresentado como forte evidência no estudo bibliográfico feito por Koepke (2019), a taxa de juros dos EUA (ou das economias maduras), apresentou-se como relevante variável explicativa dos fluxos em IC. Assim, uma redução (aumento) da taxa de juros dos EUA tende a aumentar (reduzir) os fluxos de capitais para os países periféricos. Conforme já observado, a relação não é de simples troca de mercado por conta do diferencial de rentabilidade, mas entende-se que reduções da taxa de juros norte-americana, por exemplo, têm como consequência a elevação da liquidez mundial e estímulo aos ciclos de liquidez, incitando o aumento do influxo de capitais para os países periféricos (BIANCARELLI, 2007; REY, 2013; SOUZA, 2017). Essa perspectiva é testada e demonstrada em Baek (2006). Por outro lado, um aumento na taxa de juros dos EUA poderia provocar uma reversão de recursos dos periféricos para os títulos do Tesouro Americano, que são “quase moedas”, no que se refere à divisa internacionalmente aceita.

Outro indicador muito utilizado para explicar os fluxos de capitais tem sido o índice de volatilidade VIX, também chamado de índice do medo. Rey (2013), Pereira (2015), Weiss e Prates (2017) e Souza (2017) são alguns dos trabalhos que demonstram que esse indicador é uma das variáveis que melhor explica a dinâmica dos fluxos internacionais de capitais pós anos 1990. No mesmo sentido, Koepke (2019) também indica que há fortes evidências empíricas entre a aversão ao risco e os IC dirigidos a países periféricos, além de também colocar o VIX com um dos principais determinantes dos IC.

Dessa forma, o índice VIX será utilizado nos modelos propostos à frente como um indicador de conjuntura, que afeta à preferência pela liquidez. O seu aumento indica uma perspectiva de conjuntura desfavorável, de crescimento da percepção de incerteza dos agentes, conceitos que permitem a análise a partir de uma perspectiva (pós)keynesiana. O sentido é o de que o aumento do índice VIX gera um aumento da demanda por liquidez e direcionamento dos recursos para ativos mais líquidos e aceitos internacionalmente – como as moedas dos países centrais e os ativos líquidos relacionados a elas, especialmente, os títulos do tesouro norte-americano, que são quase moedas internacionais –, em contraposição da saída de recursos dos países periféricos, que possuem moedas que estão num nível inferior na hierarquia das moedas.

Outra variável que Koepke (2019) classificou como presente em algumas evidências sobre os determinantes dos IC, mas também validada por Canela, Collazo e Santiso (2006) e Srinivasan e Kalaivani (2015), é o mercado de ações do país periférico em questão. Assim, também será testado sua relevância sobre a determinação dos fluxos em ID.

Os principais resultados dos trabalhos citados podem ser observados no Quadro A.2.

## 5.2 – Metodologia e dados

### 5.2.1 - Método ARDL e *Bound Testing Approach*

Com o intuito de encontrar/demonstrar o parcial caráter especulativo dos fluxos de ID para os BRICS, faz-se um estudo econométrico utilizando a abordagem ARDL (Modelos Autorregressivos de Defasagens Distribuídas) e *Bound Testing Approach*, segundo trabalhos desenvolvidos por Pesaran e Shin (1998) e Pesaran et al. (2001). A ideia é testar se há relações estatisticamente significantes entre os fluxos em IDPAF(S) (para cada economia dos BRICS), com: PIB local; corrente de comércio; taxa de câmbio; mercado acionário local; índice VIX; taxa de juros norte-americana e ciclos de liquidez (países em *Episódio de capital*).

Dentre alguns trabalhos que utilizaram essa metodologia, pode-se citar: Srinivasan e Kalaivani (2015); Santos (2016); Faro e Silva (2017); Silva (2016); Odhiambo (2010); Van Treeck (2008); Othman; Salleh; Sarmidi (2012); Prado e Da Silva (2018).

Escolheu-se a abordagem ARDL por essa ter a capacidade de trabalhar séries temporais e encontrar relações de curto e longo-prazo para modelos que mesclam variáveis I(0) e I(1), sem a necessidade de transformá-las, o que reduz a perda de informação do modelo e o torna menos restrito, entretanto, variáveis I(2) invalidam o modelo. Essa abordagem também tem a vantagem de reduzir o viés de endogenia com a admissão de defasagens, tanto em relação às variáveis explicativas como à dependente.

Assim, os modelos ARDL são estruturados de forma linear, conjugando variáveis contemporâneas e defasadas, ainda que não seja necessário que essas tenham o mesmo número de *lags*. A escolha das defasagens (ordem do ARDL) pode ser encontrada com o auxílio dos critérios de informação (Akaike, Schwarz and Hannan-Quinn etc.).

Os coeficientes de curto prazo são encontrados a partir do ECM (Modelo de Correção de Erros), de forma que é possível, também, descobrir a velocidade de ajuste do modelo a desvios da relação de longo-prazo (FARO e SILVA, 2017).

Assim, o modelo pode ser especificado a partir de uma equação genérica dos modelos ARDL, como demonstrada abaixo.

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \alpha_1 \tau + \theta_1 y_{t-1} + \theta_2 x_{t-1} + \sum_{i=1}^p \varphi_i \Delta y_{t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_i \Delta x_{t-i} + u_i \quad (1)$$

Nessa,  $\alpha_0$  e  $\alpha_1$  correspondem a constante e tendência,  $\theta_1$  e  $\theta_2$  são parâmetros de longo prazo,  $\varphi_i$  e  $\beta_i$  os parâmetros de curto prazo e  $u_i$  o termo de erro.

O procedimento para verificar a existência das relações de longo prazo é feito através do teste de *Wald* (estatística F). A hipótese nula do teste é de que não há cointegração (relação de longo prazo) em nível entre as variáveis. Assim, a interpretação do teste é feita da seguinte forma: se o F-estatístico encontrado for maior que o limite superior crítico, há relação de longo prazo; se ele ficar entre os limites críticos, nada pode se inferir; e se o valor do teste for menor que o limite inferior, não se pode rejeitar a hipótese nula de não cointegração e o resultado é inconclusivo (SANTOS, 2016; SILVA, 2016).

### **5.2.2 - Descrição das variáveis e modelos trabalhados**

Os dados serão trabalhados em periodicidade trimestral, do primeiro trimestre (Q1) do ano de 2005 ao primeiro trimestre (Q1) de 2019 para todos os países do BRICS, em virtude da disponibilidade de dados para a China. Conforme observado anteriormente, serão utilizadas variáveis comumente indicadas como determinantes dos ID – como aquelas explicitadas no levantamento da literatura empírica –, que estão relacionadas à visão de que esses capitais estão ligados a decisão de Investimento, no sentido da Formação Bruta de Capital Fixo. Ou seja, decisões de ID tendo como objetivo a obtenção de rentabilidade do próprio negócio, envolvendo remessas de lucros futuras. Agrega-se essa à perspectiva apresentada ao longo da tese, de que a análise do ID é mais complexa, pois esse fluxo também envolve a compra de ações ordinárias (acima de 10% do capital social), que pode estar relacionada a expectativa de ganhos com as variações de preço, ou seja, parte dos fluxos em ID pode estar relacionada a elementos financeiros-especulativos. Nesse sentido, também se agrega aos modelos variáveis vinculadas à dinâmica financeira – constatadas no levantamento da literatura empírica sobre os IC –, como: o nível de liquidez internacional (índice construído no Capítulo 3); a expectativa dos agentes quanto à conjuntura da economia (índice VIX); a situação dos mercados acionários (índice do mercado acionário do país em questão), a taxa de juros norte-americana, somadas a taxa de câmbio do país em análise (em relação ao dólar), que é considerada relevante nas duas visões apresentadas.

Um comentário também importante, que segue o que foi desenvolvido nos capítulos anteriores da Tese, é o de que se considera os dados dos ID do lado do Passivo e, mais especificamente, os relativos à compra de ações, sem Lucros Reinvestidos (exceto para os casos da China e África do Sul). Ou seja, nesses dados não entram a rubrica Instrumentos de Dívida – vinculada, sobretudo, as operações de empréstimos – que, juntamente com os Lucros Reinvestidos, têm uma dinâmica distinta.

Levando em conta esses aspectos, as variáveis consideradas nos modelos para os países sob análise estão descritas no Quadro 5.1, e os modelos construídos são os especificados no Quadro 5.2. Em suma, a estratégia adotada na escolha dos modelos estimados foi a de utilizar as variáveis que já demonstraram significância estatística em vários estudos sobre os determinantes dos ID, juntamente com as que demonstraram significância estatística em vários estudos sobre os IC (“variáveis financeiras”), mesclando essas variáveis e alternando no seu uso, com a perspectiva de que essas modificações fornecerão maiores informações sobre os determinantes dos IDPAF(S) para os países estudados. Ou seja, variáveis que podem ser importantes para alguns países, pode não ser para outros – muitos dos trabalhos utilizados como referências são painéis, que trabalham com os países em conjunto –, e a alternância do uso das variáveis nos modelos pode enriquecer a análise.

**Quadro 5.1 – Descrição das variáveis utilizadas no modelo**

continua

Variáveis	Descrição	Unidade	Sigla	Fonte	Periodicidade
Investimento Direto – Passivos: a) Ações e Fundos de Investimento	<i>Direct investment – liabilities:</i> <i>a) Equity and investment fund shares</i>	US\$ bilhões	IDP: a) IDPAF	FMI <sup>78</sup>	Trimestral: 2005Q1-2019Q4
Investimento Direto – Passivos - em Ações e Fundos de investimento – Sem Lucros Reinvestidos	<i>Direct investment – liabilities – Equity and investment fund shares – Equity other than reinvestment of earnings</i>	US\$ bilhões	IDPAFS	FMI	Trimestral: 2005Q1-2019Q4
Índice do mercado acionário do BR	Índice Bovespa <sup>79</sup>	Índice (Média trimestral)	BVBR	SGS – Banco Central	Mensal: 2005jan – 2019mar
Taxa de juros EUA	Taxa de juros dos <i>Federal Funds</i> - fixada pelo FOMC	Média trimestral das taxas (% a.a.)	TJ_EUA	IpeaDat a	Diária: 2000jan – 2019dez
Índice do mercado acionário da ZA	FTSE/JSE <sup>80</sup> All Share	Índice (Média trimestral)	BVZA	Investing <sup>81</sup>	Diário: 2000fev – 2019mar

<sup>78</sup> FMI (2020).

<sup>79</sup> “[...] indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro” (BM&FBOVESPA, 2015, p.02). Dados disponíveis em SGS (2020).

<sup>80</sup> O índice FTSE (*The Financial Times e do London Stock Exchange*) JSE (Johannesburg Stock Exchange) é um índice ponderado pela capitalização de mercado, em que as empresas incluídas neste, somadas, representam 99% do total capitalizado pela Bolsa de Joanesburgo.

<sup>81</sup> Dados disponíveis em INVESTING (2020a).

**Quadro 5.1 – Descrição das variáveis utilizadas no modelo**

continuação

Índice do mercado acionário da IN	Índice NIFTY <sup>82</sup> 500	Índice (Média trimestral)	BVIN	NSE <sup>83</sup>	Mensal: 2005jan – 2019mar
Índice do mercado acionário da RU	Índice <i>Russia Trading System</i> (IRTS) <sup>84</sup>	Índice (Média trimestral)	BVRU	MOEX	Mensal: 2005jan – 2019mar
Índice do mercado acionário da CN	<i>China Securities Index</i> (CSI 300) <sup>85</sup>	Índice (Média trimestral)	BVCN	Investing	Diário: 2005jan – 2019mar
Índice VIX	Cboe Volatility Index <sup>86</sup>	Média trimestral dos índices de fechamento	VIX	Cboe <sup>87</sup>	Mensal: 2005jan – 2019mar
PIB Brasil	<i>National currency, constant prices, national base year, quarterly levels, seasonally adjusted</i>	Real brasileiro (R\$) em bilhões – ref. 1995	PIBBR	OECD STATS	Trimestral: 2005Q1 - 2019Q4
PIB Índia	<i>National currency, constant prices, national base year, quarterly levels, seasonally adjusted</i>	Rúpia Indiana (₹ ou INR) em bilhões – ref. 2011-12	PIBIN	OECD STATS	Trimestral: 2005Q1 - 2019Q4
PIB Rússia	<i>National currency, constant prices, national base year, quarterly levels, seasonally adjusted</i>	Rublo russo (₽ ou RUB) em bilhões – ref. 2016	PIBRS	OECD STATS	Trimestral: 2005Q1 - 2019Q4
PIB África do Sul	<i>National currency, constant prices, national base year, quarterly levels, seasonally adjusted</i>	Rand sul-africano (R ou ZAR) em bilhões – ref. 2010	PIBAS	OECD STATS	Trimestral: 2005Q1 - 2019Q4

<sup>82</sup> *National Stock Exchange Fifty* (NIFTY). Um dos principais índices da Bolsa Nacional de Valores da Índia (NSE), ele “[r]epresenta as 500 maiores empresas com base na capitalização total de mercado do universo elegível. O índice NIFTY 500 representa cerca de 96,1% da capitalização de mercado do *free float* das ações listadas na NSE em 29 de março de 2019 (NSE, 2020).

<sup>83</sup> *National Stock Exchange of India* (NSE). Dados disponíveis em NSE (2020).

<sup>84</sup> “O Índice Russo da Bolsa de Moscou e o Índice RTS são índices compostos ponderados por capitalização, calculados com base nos preços das ações russas mais líquidas e, dos maiores e dinamicamente desenvolvidos emissores russos com atividades econômicas relacionadas aos principais setores da economia russa apresentados na Bolsa” (MOEX, 2020, tradução nossa).

<sup>85</sup> O índice CSI 300, compilado pela *China Securities Index Company*, é um índice ponderado pela capitalização de mercado, representante das 300 principais ações negociadas nas bolsas de Xangai e Shenzhen. Disponível em INVESTING (2020b).

<sup>86</sup> Explicação do índice VIX na nota de rodapé nº 4.

<sup>87</sup> Índice disponível em CBOE (2020).

**Quadro 5.1 – Descrição das variáveis utilizadas no modelo**

continuação

PIB China	Total ( <i>at Constant Price, 2015</i> )	CNY(¥ ou RMB) em bilhões – ref. 2015	PIBCH	Macrobond	Trimestral: 2005Q1 - 2019Q1
PIB do Brasil, Índia, Rússia e África do Sul	Volume estimates (2015), fixed PPPs, OECD reference year, annual levels, seasonally adjusted	US\$ milhões	PIBBR*; PIBIN*; PIBRS*; PIBAS*	OECD STATS	Trimestral: 2005Q1 - 2019Q1
Corrente de Comércio do Brasil, China, Rússia e África do Sul	IMP e EXP: <i>National Currency, quarterly</i> (SEM ajuste sazonal) PIB: <i>National currency, current prices, quarterly levels</i>	% (IMP+EXP /PIB) – valores correntes sem ajuste sazonal	CIBR; CICH; CIRS; CIAS	OECD	Trimestral: 2005Q1 - 2019Q1
Corrente de Comércio da Índia	IMP e EXP: <i>National Currency</i> (COM ajuste sazonal) PIB: <i>National currency, current prices, quarterly levels, seasonally adjusted</i>	% (IMP+EXP /PIB) – valores correntes com ajuste sazonal	CIIN	OECD	Trimestral: 2005Q1 - 2019Q1
Taxa de câmbio nominal BR; IN; RU; ZA; CN	R\$/US\$; ₹/US\$; P/US\$; R/US\$; ¥/US\$	Média trimestral das taxas (unidades monetárias por dólar norte-americano)	CBR; CIN; CRU; CZA; CCN	FMI	Mensal: 2003maio - 2019jan
Liquidez Interacional		% dos países EED em <i>Episódio de capital</i> <sup>88</sup>	LIQ	Elaboração própria e FMI (2011)	Trimestral: 2000Q1 - 2019Q4

Fonte: elaboração própria.

Assim, conforme demonstra o Quadro 5.2, seis modelos são testados para cada um dos cinco países (com exceção da China, para a qual foi testado cinco modelos, em virtude da falta de dados em relação ao seu PIB trimestral em valores constantes e em dólares). Em todos os modelos consta a variável **IDPAF(S)**, que se refere aos “**Investimentos Diretos Passivo em Ações e Fundos de Investimento (sem Lucros Reinvestidos)**”, que é o foco do presente estudo e é a variável explicada em todos os modelos. Outras variáveis que estão em todos os modelos são o PIB (PIB<sub>i</sub><sup>89</sup>) e o índice da bolsa de valores (BV<sub>i</sub>) dos países em análise, dado que os modelos em que essas não foram incorporadas não apresentaram relação de longo prazo

<sup>88</sup> Variável construída no Capítulo 3 a partir de metodologia utilizada em FMI (2007, p.127; 2011, p.55) e Mehigan (2018).

<sup>89</sup> PIB do país *i*, em que *i* pode ser Brasil, China, Índia, Rússia ou África do Sul.

(inexistência de vetores de cointegração pelo *Bounds Testing*). A partir daí, foram construídos seis modelos com as três variáveis citadas, em conjunto com as demais variáveis levantadas, em composições distintas.

**Quadro 5.2 – Modelos econométricos estimados**

Países e Periodicidades	Variáveis
1) <u>Brasil</u> (2005Q1-2019Q1)	M1) IDPAFS – PIBBR; CIBR; VIX; BVBR; CBBR M2) IDPAFS – PIBBR; CIBR; VIX; LIQ; BVBR; CBBR M3) IDPAFS – PIBBR*; CIBR; VIX; LIQ; BVBR; CBBR M4) IDPAFS – PIBBR; CIBR; VIX; BVBR; TJEUA M5) IDPAFS – PIBBR; LIQ; BVBR; CBBR M6) IDPAFS – PIBBR; VIX; BVBR; CBBR
2) <u>China</u> (2005Q1-2019Q1)	M1) IDPAF – PIBCH; CICH; VIX; BVCH; CBCH M2) IDPAF – PIBCH; CICH; VIX; LIQ; BVCH; CBCH M4) IDPAF – PIBCH; CICH; VIX; BVCH; TJEUA M5) IDPAF – PIBCH; LIQ; BVCH; CBCH M6) IDPAF – PIBCH; VIX; BVCH; CBCH
3) <u>Índia</u> (2005Q1-2019Q1)	M1) IDPAFS – PIBIN; CIIN; VIX; BVIN; CBIN M2) IDPAFS – PIBIN; CIIN; VIX; LIQ; BVIN; CBIN M3) IDPAFS – PIBIN*; CIIN; VIX; LIQ; BVIN; CBIN M4) IDPAFS – PIBIN; CIIN; VIX; BVIN; TJEUA M5) IDPAFS – PIBIN; LIQ; BVIN; CBIN M6) IDPAFS – PIBIN; VIX; BVIN; CBIN
4) <u>Rússia</u> (2005Q1-2019Q1)	M1) IDPAFS – PIBRS; CIRS; VIX; BVRS; CBRS M2) IDPAFS – PIBRS; CIRS; VIX; LIQ; BVRS; CBRS M3) IDPAFS – PIBRS*; CIRS; VIX; LIQ; BVRS; CBRS M4) IDPAFS – PIBRS; CIRS; VIX; BVRS; TJEUA M5) IDPAFS – PIBRS; LIQ; BVRS; CBRS M6) IDPAFS – PIBRS; VIX; BVRS; CBRS
5) <u>África do Sul</u> (2005Q1-2019Q1)	M1) IDPAF – PIBAS; CIAS; VIX; BVAS; CBAS M2) IDPAF – PIBAS; CIAS; VIX; LIQ; BVAS; CBAS M3) IDPAF – PIBAS*; CIAS; VIX; LIQ; BVAS; CBAS M4) IDPAF – PIBAS; CIAS; VIX; BVAS; TJEUA M5) IDPAF – PIBAS; LIQ; BVAS; CBAS M6) IDPAF – PIBAS; VIX; BVAS; CBAS

Fonte: elaboração própria.

- i) Nos Modelos 1, além da variável dependente, os IDPAF(S), propôs-se uma configuração mais baseada na literatura empírica apresentada, seja a relacionada aos ID, com o uso das variáveis  $PIB_i$  e  $CI_i$ , seja a envolvendo os IC (variáveis financeiras), como o VIX e a  $BV_i$ , somadas a  $CB_i$ , que é considerada em ambas as literaturas.
- ii) Os Modelos 2 tomam as mesmas variáveis do Modelo 1, acrescidas da LIQ, que é a variável novidade do presente trabalho.
- iii) Os Modelos 3 apresentam a mesma configuração dos Modelos 2, só que com a especificidade do PIB em dólares. O intuito é verificar se há significativa

diferença entre esses modelos e, se o fato de se utilizar o PIB em moeda local está interferindo muito nos resultados, dada que a maioria dos trabalhos utilizam o PIB em dólares e não se tinha esse dado para todos os países do BRICS.

- iv) Os Modelos 4 tomam as mesmas variáveis dos Modelos 1, acrescidos da variável TJ\_EUA. A TJ\_EUA foi incorporada por ser bastante utilizada em outros trabalhos, sobretudo com visão (pós)keynesiana, na determinação dos fluxos de capitais, principalmente por essa ser uma variável que indica a situação da liquidez internacional. Todavia, como foi proposto um indicador para essa questão, a variável TJ\_EUA foi utilizada apenas nos Modelos 4. A  $CB_i$  foi retirada (como estava presente nos Modelos 1) por conta de, com ela, os modelos não apresentarem relação de longo prazo (inexistência de vetores de cointegração pelo *Bounds Testing*).
- v) Nos Modelos 5 e 6, testaram-se modelos próximos a estrutura do Modelo 1, alternando o uso das variáveis VIX e LIQ em cada um desses, com o intuito de verificar se os resultados destoavam dos outros modelos, a depender da variável utilizada. A intenção era também alternar no uso das variáveis  $PIB_i$  e  $CI_i$ , todavia, os modelos que incorporaram a variável  $CI_i$  sem o  $PIB_i$  não apresentaram relação de longo prazo.

Ainda que os modelos ARDL possibilitem a visão dos impactos de curto prazo, a presente tese concentra-se nos resultados de longo prazo, que são mais relevantes e contundentes para as economias.

No caso dos países estudados, a expectativa inicial é a de que os IDPAF(S) para o Brasil, a África do Sul e, em menor grau, para Rússia respondam mais fortemente às variáveis financeiras testadas, na medida em que esses têm, naquela ordem, menor nível de restrição sobre as transações financeiras internacionais (maior abertura financeira e menos controles de capitais) e mercado de capitais dinâmicas, sobretudo pela movimentação de não-residentes.

No caso da Índia, ainda que essa também tenha um mercado financeiro desenvolvido, seu processo de abertura financeira foi mais lento e ainda há restrições sobre a movimentação de capitais internacionais, sendo que foi só no início dos anos 2000 que a abertura para a compra de ações por estrangeiros se aprofundou. Nesse sentido, grande parte do ingresso de capitais via ID, por meio da compra de ações, pode estar relacionado ao ingresso de capitais que estavam reprimidos, pertinente a uma dinâmica particular, ou seja, que não é captada nos modelos pelas variáveis explicativas utilizadas.

Para o caso da China espera-se que os impactos financeiros sobre os fluxos de IDPAF, a longo prazo, não sejam tão fortes, pois esse país ainda apresenta elevado nível de restrição sobre as transações financeiras internacionais (baixa abertura financeira e uso de controles de capitais)

Outro comentário importante que deve ser considerado na análise dos dados, refere-se ao fato de que no ano de 2014 a Rússia passou por forte pressão e risco de crise financeira, que impactou profundamente sobre a sua taxa de câmbio, com forte desvalorização.

Já para as relações esperadas entre as variáveis explicativas e a explicada (IDPAF[S]) naqueles modelos tem-se:

- i) Para o caso do **PIB<sub>i</sub>** em moeda nacional, espera-se que haja uma relação positiva e estatisticamente significante entre esse e os fluxos em IDPAF(S), como nos trabalhos citados no início desse capítulo (VIJAYAKUMAR, SRIDHARAN, RAO, 2010; KISHOR e SINGH, 2015; JADHAV, 2012; AKPAN, ISIHAK, ASONGU, 2014; RANJAN, AGRAWAL, 2011; NONNENBERG e MENDONÇA, 2005; HO, 2004; KAUR e SHARMA, 2013; NUNES, OSCÁTEGUI ARTETA e PESCHIERA, 2006; BITTENCOURT, 2016; LABANCA, 2016; AGRAWAL, 2015). O entendimento é que o PIB manifesta a importância do tamanho do mercado na atração de capitais em ID.

Um comentário adicional é o de que a variável PIB será utilizada como variável de controle, por apresentar significância estatística e ser amplamente utilizada nos estudos econométricos relacionados aos ID.

Dada a indisponibilidade dos dados do PIB trimestral em dólares da China para todo o período estudado, usou-se o PIB em moeda nacional para a maioria das regressões. Assim, em um modelo para cada país (exceto China) utilizou-se o PIB em dólares (PIB\*), a fim de averiguar se os parâmetros e significâncias se mantém próximos aos demais modelos. A relação esperada é a mesma que para o PIB em moeda nacional.

- ii) Em relação a **corrente de comércio** ( $CI_i - [Exportações + Importações]/PIB$ ) variável também nomeada como abertura econômica em muitos estudos, espera-se que sua relação tenha sinal positivo com os IDPAF(S), como encontrado nos trabalhos citados no início desse capítulo (JADHAV, 2012; AKPAN, ISIHAK e ASONGU, 2014; RANJAN e AGRAWAL, 2011; NUNES, OSCÁTEGUI ARTETA e PESCHIERA, 2006; NONNENBERG e

MENDONÇA, 2005; KAUR e SHARMA, 2013; ASIEDU, 2002; LABANCA, 2016). O entendimento é que essa relação pode ser positiva pelo fato de um maior acesso/relação da economia analisada com o mercado externo (exportações e importações) estimular as entradas em IDPAF(S), como no caso das empresas que necessitam desse comércio para viabilizar seus negócios (dada as cadeias globais de valor, por exemplo). Para os países que essa variável tenha sinal negativo, isso pode ocorrer para os casos em que os IDPAF(S) desejam substituir o comércio internacional – ofertando produtos/serviços no mercado doméstico que antes eram importados –, ou seja, maiores restrições sobre o comércio internacional interessam a esses agentes. Outra explicação para essa relação negativa pode ser o fato de que quando o PIB cresce mais que proporcionalmente a soma das exportações e importações, ou seja, um forte crescimento da economia interna, isso estimule as entradas de IDPAF(S).

- iii) Para a **taxa de câmbio** ( $CB_i$ ) ainda que essa tenha apresentado resultados ambíguos nos estudos apontados, entende-se que essa é uma variável chave para a dinâmica dos fluxos de capitais, por alterar significativamente o preço relativo dos ativos, somado ao fato de que ela complementa a variável PIB, que está em moeda local. Ou seja, ao invés de utilizar o PIB em dólares, desmembra-se essa variável em duas – ainda que essa escolha tenha sido feita por conta da falta de dados do PIB para todos os países com as especificações necessárias –, o que pode enriquecer a análise. Além disso, o fato de se utilizar de uma abordagem que capta o longo prazo pode amenizar a possível ambiguidade nos resultados da variável taxa de câmbio. Assim, a relação da taxa de câmbio com os fluxos em IDPAF(S) pode ter sinal negativo, quando os capitais predominantes envolvem aqueles que pretendem ganhar com o “carregamento” da moeda nacional (e ativos atrelados a essa) e sua valorização (chamado de *forward premium*<sup>90</sup>), ou pode ter uma relação com sinal positivo, quando os capitais estrangeiros (predominantemente) buscam ativos internos por estarem mais baratos, com a desvalorização das moedas, ou por conta desse movimento elevar a competitividade dos produtores internos, que desestimula

---

<sup>90</sup> De forma mais clara, o *forward premium* consiste nos ganhos (perdas) esperados com a valorização (desvalorização) da moeda, quando o preço futuro da moeda, ou o preço esperado da moeda local para o futuro é maior (menor) que o preço à vista.

- as importações e estimula investimentos produtivos internos e/ou para exportação.
- iv) Em relação aos índices das **bolsas de valores** locais ( $BV_i$ ), adota-se a análise utilizada por Srinivasan e Kalaivani (2015), que incorporam nesse estudo a noção de *feedback* positivo e negativo. Assim, os investidores externos podem apresentar comportamento especulativo ou/e de manada, uma vez que podem “ingressar” nos países quando o preço das ações estiver subindo, engendrando um comportamento de manada (*feedback* positivo), ou podem aumentar seus investimentos em momentos que o preço das ações está caindo, de forma que a pretensão dos investidores seja comprar na baixa e vender na alta (*feedback* negativo). Desta forma, movimentos de *feedback* negativo tendem a suavizar os ciclos de valorização/desvalorização dos ativos, enquanto os movimentos de manada tendem a potencializar os ciclos. Na pesquisa (*survey*) realizada em Koepke (2019), o retorno dos ativos locais demonstrou-se estatisticamente significante e positivamente relacionado aos influxos internacionais bancários e em IC, assim como para Kishor e Singh (2015), e Labanca (2016), no caso dos ID.
  - v) Para a **taxa de juros dos EUA** (TJ\_EUA), espera-se que essa variável apresente relação negativa com os fluxos de capitais estudados (IDPAF[S]), uma vez que reduções da taxa de juros norte-americana elevam a liquidez mundial e estimulam os ciclos de liquidez, incitando o aumento do influxo de capitais para os países periféricos. A taxa de juros dos EUA é amplamente aceita como explicativa nos modelos relacionados aos fluxos em IC (BAEK, 2006; BIANCARELLI, 2007; REY, 2013; SOUZA, 2017; WEISS e PRATES, 2017; KOEPKE, 2019), mas, também, em estudos recentes relacionados aos ID (PEREIRA, 2015; LABANCA, 2016; SOUZA, 2017).
  - vi) Em relação ao **índice VIX**, conhecido como índice do medo, a perspectiva é de que esse apresente relação contrária (sinal negativo) com os IDPAF(S) no longo prazo, uma vez que uma menor volatilidade (menor valor do índice VIX) indica uma menor percepção de risco (preferência pela liquidez mais baixa), que proporciona a ida de mais recursos para a periferia do sistema financeiro internacional, no nosso caso, elevando os fluxos de capitais para os BRICS. Nessa tese, também foi mostrado que o índice VIX esteve fortemente correlacionado com os principais choques externos ocorridos nos anos 2000, e

que esses afetam os fluxos em IDPAF(S). Essa variável, do mesmo modo, é amplamente utilizada e aceita para explicar a dinâmica dos IC (BIANCARELLI, 2007; REY, 2013; SOUZA, 2017; WEISS e PRATES, 2017; KOEPKE, 2019), mas, também, vem sendo usada para explicar a dinâmica dos ID, como em Corrêa et al. (2012), Corrêa e Almeida Filho (2014), Pereira (2015) e Souza (2017).

- vii) Para a **liquidez internacional** (LIQ) – porcentagem de países EED em situação de *Episódio* de capitais (recebendo entradas significativas de capital) –, o esperado é que haja uma relação positiva entre essa e os IDPAF(S) para os BRICS, uma vez que grandes entradas de capitais nos periféricos ocorrem em momentos comuns, chamado de ciclo de liquidez, mesmo para o caso dos ID, como visto no Capítulo 4. Ainda que vários estudos também relacionem os fluxos de IC com a liquidez internacional, o nosso trabalho inova em utilizar uma variável específica para esse caso – construída a partir da metodologia proposta em FMI (2007 e 2011) e MEHIGAN (2018) –, e testar sua relação com os fluxos em ID.

Enquanto a relação entre essa última variável (LIQ) e os IDPAF(S) demonstraria que esses capitais têm ligação com um movimento mais geral, que não é de curto prazo mais retrata a vulnerabilidade dessas economias a condicionantes externos, as economias que os fluxos em IDPAF(S) são afetados pelo índice VIX evidenciariam uma forte ligação e afetação desses capitais com movimentos expectacionais e de curto prazo, que também são externos a essas economias e afetam sua vulnerabilidade financeira externa.

Enfim, por conta das últimas quatro variáveis (BV, TJ\_EUA, VIX e LIQ) serem reconhecidas em vários trabalhos como determinantes dos fluxos em IC, considera-se que sua relação com os fluxos em IDPAF(S) indicará que esses também contêm capitais com dinâmica próxima a dos IC, ou seja, financeira, especulativa e de curto prazo, e que esses prejudicam essas economias e afetam sua vulnerabilidade financeira externa.

Ou seja, para além de serem consideradas as variáveis como o PIB e a corrente de comércio, que têm mais ligação com a dinâmica produtiva do país na atração dos ID, a intenção é reforçar as análises que destacam a existência de estreita relação entre os fluxos em ID com a dinâmica financeira, sobretudo em países periféricos que: apresentem elevada abertura financeira; poucos controles de capitais e mercados de capitais altamente dinâmicos. Nesse sentido, espera-se encontrar uma relação significativa de longo prazo entre os fluxos de IDPAF(S) (conforme especificado nos modelos) e as variáveis financeiras, de forma mais

intensa, para os casos do Brasil e a África do Sul e, de forma menos intensa, para a Rússia. O caso da Índia deve apresentar resultados divergentes por sua maior abertura apenas a partir do início dos anos 2000, e o caso da China deve ser visto de forma distinta, por seu maior controle sobre o câmbio e os fluxos financeiros.

### **5.2.3 – Testes de estacionariedade**

Modelos ARDL permitem o uso de variáveis I(0) (estacionárias) e I(1) (não estacionárias), mas não I(2). Assim, as tabelas abaixo possibilitam uma noção dessa característica sobre as variáveis trabalhadas, a partir dos testes ADF, PP e KPSS.

Para os dois primeiros, ADF e PP, a hipótese nula é de que a série apresenta raiz unitária (não estacionária), enquanto para o teste KPSS a hipótese nula é de estacionariedade da série. Devido às possíveis discrepâncias de resultados entre esses, consideram-se os resultados que se apresentarem em dois ou três testes. O período retratado refere-se ao primeiro trimestre de 2005 ao primeiro trimestre de 2019.

Assim, para o Brasil (Tabela 5.2), as variáveis IDPAFS, PIB, PIB\*, BV e CB mostraram-se não estacionárias em nível, ainda que todas demonstraram-se estacionárias em primeira diferença. Para esse país a única variável estacionária em nível e primeira diferença foi o CI.

**Tabela 5.2 – Testes de raiz unitária: variáveis Brasil**

<b>Variáveis</b>	<b>Testes</b>					
	<b>ADF</b>	<b>PP</b>	<b>KPSS</b>	<b>ADF</b>	<b>PP</b>	<b>KPSS</b>
<b>IDPAFSBR</b>	-0.129123	-6.286971	0.220515	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-9.253145	-25.89988
1%	-2.606163	-4.127338	0.216000		-2.606163	-2.606163
5%	-1.946654	-3.490662	0.146000		-1.946654	-1.946654
10%	-1.613122	-3.173943	0.119000		-1.613122	0.347000
R i,t	n c	e* a	n* a	e* c	e* c	e b
<b>PIBBR</b>	-2.086595	-2.086595	0.218332	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-5.426402	-5.426402
1%	-3.550396	-3.550396	0.216000		-4.127338	-4.127338
5%	-2.913549	-2.913549	0.146000		-3.490662	-3.490662
10%	-2.594521	-2.594521	0.119000		-3.173943	0.119000
R i,t	n b	n b	n* a	e* a	e* a	e a
<b>CIBR</b>	-3.875330	-3.578037	0.184260	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-3.478404	-8.842211
1%	-3.550396	-3.550396	0.739000		-2.606163	-2.606163
5%	-2.913549	-2.913549	0.463000		-1.946654	-1.946654
10%	-2.594521	-2.594521	0.347000		-1.613122	0.347000
R i,t	e* b	e* b	e b	e* c	e* c	e b
<b>BVBR</b>	-2.114362	1.260509	0.124492	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-5.525474	-5.379659
1%	-4.127338	-2.606163	0.216000		-2.606163	-2.606163
5%	-3.490662	-1.946654	0.146000		-1.946654	-1.946654
10%	-3.173943	-1.613122	0.119000		-1.613122	0.347000
R i,t	n a	n c	n*** a	e* c	e* c	e b
<b>CBBR</b>	0.241801	0.471908	0.233880	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-4.931636	-4.792654
1%	-2.606163	-2.606163	0.216000		-2.606163	-2.606163
5%	-1.946654	-1.946654	0.146000		-1.946654	-1.946654
10%	-1.613122	-1.613122	0.119000		-1.613122	0.119000
R i,t	n c	n c	n* a	e* c	e* c	e a
<b>PIBBR*</b>	-2.086597	-2.223578	0.218332		-5.426414	-5.445829
1%	-3.550396	-3.550396	0.216000		-4.127338	-4.127338
5%	-2.913549	-2.913549	0.146000		-3.490662	-3.490662
10%	-2.594521	-2.594521	0.119000		-3.173943	0.119000
R i,t	n b	n b	n* a	e* a	e* a	e a

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%.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 10.

Para a China (Tabela 5.3), as variáveis IDPAS, PIB e CB apresentaram-se não estacionárias em nível, e estacionárias em primeira diferença. Já as variáveis CI e BV demonstraram-se estacionárias em nível e em primeira diferença.

**Tabela 5.3 – Testes de raiz unitária das variáveis referentes a China**

<b>Variáveis</b>	<b>Testes</b>					
	<b>ADF</b>	<b>PP</b>	<b>KPSS</b>	<b>ADF</b>	<b>PP</b>	<b>KPSS</b>
<b>IDPAFCH</b>	-2.070167	-4.592375	0.237852	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-4.295571	-19.09061
1%	-3.562669	-3.552666	0.216000		-2.610192	-2.607686
5%	-2.918778	-2.914517	0.146000		-1.947248	-1.946878
10%	-2.597285	-2.595033	0.119000		-1.612797	-1.612999
R i,t	n b	e* b	n* a		e* c	e* c
<b>PIBCH</b>	-3.014149	-1.773932	0.255138	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	2.714885	4.064416
1%	-4.127338	-4.127338	0.216000		-3.550396	-4.127338
5%	-3.490662	-3.490662	0.146000		-2.913549	-3.490662
10%	-3.173943	-3.173943	0.119000		-2.594521	-3.173943
R i,t	n a	n a	n* a		e*** b	e** a
<b>CICH</b>	-3.815566	-3.850304	0.086066	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-3.478404	-8.842211
1%	-4.127338	-4.127338	0.216000		-2.606163	-2.606163
5%	-3.490662	-3.490662	0.146000		-1.946654	-1.946654
10%	-3.173943	-3.173943	0.119000		-1.613122	-1.613122
R i,t	e** a	e** a	e a		e* c	e* c
<b>BVCH</b>	-3.398854	-2.574882	0.071758	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-4.996200	-5.025759
1%	-3.550396	-3.550396	0.216000		-2.606163	-2.606163
5%	-2.913549	-2.913549	0.146000		-1.946654	-1.946654
10%	-2.594521	-2.594521	0.119000		-1.613122	-1.613122
R i,t	e** b	n b	e a		e* c	e* c
<b>CBCH</b>	-2.289579	-2.398141	0.227809	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-5.469617	-4.130047
1%	-3.550396	-3.550396	0.216000		-4.127338	-4.127338
5%	-2.913549	-2.913549	0.146000		-3.490662	-3.390662
10%	-2.594521	-2.594521	0.119000		-3.173943	-3.173943
R i,t	n b	n b	n* a		e* a	e* a

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%.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do *EViews* 10.

No caso da Índia (Tabela 5.4), as variáveis PIB, CI, BV, PIB\* e CB mostraram-se não estacionárias em nível, mas estacionárias em primeira diferença. Assim, apenas a variável IDPAFS foi estacionária em nível e em primeira diferença.

**Tabela 5.4 – Testes de raiz unitária das variáveis referentes a Índia**

<b>Variáveis</b>	<b>Testes</b>					
	<b>ADF</b>	<b>PP</b>	<b>KPSS</b>	<b>ADF</b>	<b>PP</b>	<b>KPSS</b>
<b>IDPAFSIN</b>	-5.823033	-5.756550	0.096070	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-10.25277	-22.93613
1%	-4.127338	-4.127338	0.216000		-2.606163	-2.606163
5%	-3.490662	-3.490662	0.146000		-1.946654	-1.946654
10%	-3.173943	-3.173943	0.119000		-1.613122	-1.613122
R i,t	e* a	e* a	e a		e* c	e* c
						n*** b
<b>PIBIN</b>	16.66156	14.95786	0.220770	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-6.953642	-6.995440
1%	-2.606163	-2.606163	0.216000		-4.127338	-4.127338
5%	-1.946654	-1.946654	0.146000		-3.490662	-3.490662
10%	-1.613122	-1.613122	0.119000		-3.173943	-3.173943
R i,t	n c	n c	n* a		e* a	e* a
						e a
<b>CIIN</b>	-1.955840	-1.975451	0.247768	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-6.381350	-6.310296
1%	-3.550396	-3.550396	0.739000		-2.606163	-2.606163
5%	-2.913549	-2.913549	0.463000		-1.946654	-1.946654
10%	-2.594521	-2.594521	0.347000		-1.613122	-1.613122
R i,t	n b	n b	e b		e* c	e* c
						e b
<b>BVIN</b>	-2.661181	-2.245850	0.184203	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-5.555614	-5.555614
1%	-4.127338	-4.127338	0.216000		-3.550396	-3.550396
5%	-3.490662	-3.490662	0.146000		-2.913549	-2.913549
10%	-3.173943	-3.173943	0.119000		-2.594521	-2.594521
R i,t	n a	n a	n** a		e* b	e* b
						e b
<b>CBIN</b>	-2.758659	-2.385424	0.145241	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-5.671980	-5.657382
1%	-4.127338	-4.127338	0.216000		-2.606163	-2.606163
5%	-3.490662	-3.490662	0.146000		-1.946654	-1.946654
10%	-3.173943	-3.173943	0.119000		-1.613122	-1.613122
R i,t	n a	n a	n*** a		e* c	e* c
						e b
<b>PIBIN*</b>	16.66189	14.95749	0.220770	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-6.953259	-6.995084
1%	-2.606163	-2.606163	0.216000		-4.127338	-4.127338
5%	-1.946654	-1.946654	0.146000		-3.490662	-3.490662
10%	-1.613122	-1.613122	0.119000		-3.173943	-3.173943
R i,t	n c	n c	n* a		e* a	e* a

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%.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 10.

Para Rússia (Tabela 5.5), as variáveis PIB, PIB\* e CB demonstraram-se não estacionárias em nível e estacionárias em primeira diferença, enquanto IDPAFS, CI e BV demonstraram-se estacionárias em nível e em primeira diferença.

**Tabela 5.5 – Testes de raiz unitária das variáveis referentes a Rússia**

<b>Variáveis</b>	<b>Testes</b>						
	<b>ADF</b>	<b>PP</b>	<b>KPSS</b>	<b>ADF</b>	<b>PP</b>	<b>KPSS</b>	
<b>IDPAFSRS</b>	-7.653475	-7.653094	0.064419	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-7.008425	-44.06069	0.247958
1%	-4.127338	-4.127338	0.216000		-2.606163	-2.606163	0.739000
5%	-3.490662	-3.490662	0.146000		-1.946654	-1.946654	0.463000
10%	-3.173943	-3.173943	0.119000		-1.613122	-1.613122	0.347000
R i,t	e* a	e* a	e a		e* c	e* c	e b
<b>PIBRS</b>	-3.040471	-2.543650	0.152770	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-1.734257	-2.605472	0.059851
1%	-4.127338	-3.550396	0.216000		-2.606163	-2.606163	0.216000
5%	-3.490662	-2.913549	0.146000		-1.946654	-1.946654	0.146000
10%	-3.173943	-2.594521	0.119000		-1.613122	-1.613122	0.119000
R i,t	n a	n b	n** a		e*** c	e** c	e a
<b>CIRS</b>	-3.875330	-3.578037	0.184260	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-10.03110	-11.83503	0.359614
1%	-3.550396	-3.550396	0.739000		-2.606163	-2.606163	0.739000
5%	-2.913549	-2.913549	0.463000		-1.946654	-1.946654	0.463000
10%	-2.594521	-2.594521	0.347000		-1.613122	-1.613122	0.347000
R i,t	e* b	e* b	e b		e* c	e* c	n*** b
<b>BVRS</b>	-3.050117	-2.590319	0.087519	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-5.745986	-5.678803	0.145043
1%	-3.550396	-3.550396	0.216000		-2.606163	-2.606163	0.739000
5%	-2.913549	-2.913549	0.146000		-1.946654	-1.946654	0.463000
10%	-2.594521	-2.594521	0.119000		-1.613122	-1.613122	0.347000
R i,t	e** b	n b	e a		e* c	e* c	e b
<b>CBRS</b>	1.095511	1.095511	0.179470	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-7.754039	-7.751355	0.163232
1%	-2.606163	-2.606163	0.216000		-2.606163	-2.606163	0.739000
5%	-1.946654	-1.946654	0.146000		-1.946654	-1.946654	0.463000
10%	-1.613122	-1.613122	0.119000		-1.613122	-1.613122	0.347000
R i,t	n c	n c	n** a		e* c	e* c	e b
<b>PIBRS*</b>	-3.040470	-2.543650	0.152770	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-1.734257	-2.605473	0.059851
1%	-4.127338	-3.550396	0.216000		-2.606163	-2.606163	0.216000
5%	-3.490662	-2.913549	0.146000		-1.946654	-1.946654	0.146000
10%	-3.173943	-2.594521	0.119000		-1.613122	-1.613122	0.119000
R i,t	n a	n b	n** a		e** c	e* c	e a

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%.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 10.

Em relação a África do Sul (Tabela 5.6), apenas BV e CB demonstraram-se não estacionárias em nível e estacionárias em primeira diferença. Por outro lado, as variáveis IDPAFS, PIB, PIB\* e CI confirmaram-se estacionárias em nível e primeira diferença.

**Tabela 5.6 – Testes de raiz unitária das variáveis referentes a África do Sul**

<b>Variáveis</b>	<b>Testes</b>					
	<b>ADF</b>	<b>PP</b>	<b>KPSS</b>	<b>ADF</b>	<b>PP</b>	<b>KPSS</b>
<b>IDPAFAS</b>	-7.399173	-7.421569	0.227734	<b>1ºdif</b>	-7.509590	-45.85348
1%	-3.550396	-3.550396	0.739000		-2.606163	-2.606163
5%	-2.913549	-2.913549	0.463000		-1.946654	-1.946654
10%	-2.594521	-2.594521	0.347000		-1.613122	0.347000
R i,t	e* b	e* b	e b		e* c	e* c
<b>PIBAS</b>	-2.780994	-3.241841	0.179563	<b>1ºdif</b>	-5.091363	-5.047830
1%	-3.550396	-3.550396	0.216000		-4.127338	-4.127338
5%	-2.913549	-2.913549	0.146000		-3.490662	-3.490662
10%	-2.594521	-2.594521	0.119000		-3.173943	0.119000
R i,t	e*** b	e** b	e** a		e* a	e* a
<b>CIAS</b>	-2.787814	-2.638147	0.089646	<b>1ºdif</b>	-6.576654	-7.162593
1%	-3.550396	-3.550396	0.216000		-2.606163	-2.606163
5%	-2.913549	-2.913549	0.146000		-1.946654	-1.946654
10%	-2.594521	-2.594521	0.119000		-1.613122	0.347000
R i,t	e*** b	e*** b	e a		e* c	e* c
<b>BVAS</b>	-1.159019	-1.156895	0.095721	<b>1ºdif</b>	-6.317719	-6.318247
1%	-3.550396	-3.550396	0.216000		-3.550396	-3.550396
5%	-2.913549	-2.913549	0.146000		-2.913549	0.463000
10%	-2.594521	-2.594521	0.119000		-2.594521	0.347000
R i,t	n b	n b	e a		e* b	e* b
<b>CBAS</b>	-2.029964	-2.029964	0.147354	<b>1ºdif</b>	-6.240572	-6.198408
1%	-4.127338	-4.127338	0.216000		-2.606163	-2.606163
5%	-3.490662	-3.490662	0.146000		-1.946654	-1.946654
10%	-3.173943	-3.173943	0.119000		-1.613122	0.347000
R i,t	n a	n a	n** a		e* c	e* c
<b>PIBAS*</b>	-2.780974	-2.780974	0.179564	<b>1ºdif</b>	-5.091181	-5.047637
1%	-3.550396	-3.550396	0.216000		-4.127338	-4.127338
5%	-2.913549	-2.913549	0.146000		-3.490662	-3.490662
10%	-2.594521	-2.594521	0.119000		-3.173943	0.119000
R i,t	e** b	e** b	n** a		e* a	e* a

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%.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 10.

Em relação às demais variáveis (Tabela 5.7), vê-se que a TJ\_EUA não se demonstrou estacionária em nível, mas apenas em primeira diferença, e VIX e LIQ mostraram-se estacionárias nos dois casos.

**Tabela 5.7 – Testes de raiz unitária das variáveis externas (taxa de juros dos EUA, VIX e liquidez)**

<b>Variáveis</b>	<b>Testes</b>					
	<b>ADF</b>	<b>PP</b>	<b>KPSS</b>	<b>ADF</b>	<b>PP</b>	<b>KPSS</b>
<b>TJ EUA</b>	-3.172839	-1.071765	0.182809	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-3.080874	-2.892659
1%	-3.550396	-2.606163	0.216000		-2.606163	-2.606163
5%	-2.913549	-1.946654	0.146000		-1.946654	-1.946654
10%	-2.594521	-1.613122	0.119000		-1.613122	-1.613122
R i,t	e** b	n c	n** a		e* c	e* c
<b>VIX</b>	-3.113963	-3.145437	0.229493	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-7.221978	-10.29090
1%	-3.550396	-3.550396	0.739000		-2.606163	-2.606163
5%	-2.913549	-2.913549	0.463000		-1.946654	-1.946654
10%	-2.594521	-2.594521	0.347000		-1.613122	-1.613122
R i,t	e** b	e** b	e b		e* c	e* c
<b>LIQ</b>	-3.888634	-3.542266	0.052707	<b>1<sup>a</sup>dif</b>	-6.017748	-5.941718
1%	-4.127338	-4.127338	0.216000		-2.606163	-2.606163
5%	-3.490662	-3.490662	0.146000		-1.946654	-1.946654
10%	-3.173943	-3.173943	0.119000		-1.613122	-1.613122
R i,t	e** a	e** a	e a		e* c	e* c

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%.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do *EViews* 10.

Desta forma, constata-se que nenhuma das variáveis trabalhadas demonstraram-se I(2), o que viabiliza a utilização dos modelos ARDL.

### 5.3 – Resultados dos modelos econometríticos testados

#### 5.3.1 – Estimação dos modelos ARDL

Para a estimação dos modelos ARDL, o primeiro passo é definir o número de defasagens. Para tanto, utilizou-se o software *EViews* 10, que possibilita a opção de se escolher o número máximo de defasagens e o próprio *software* determinar qual o melhor número dessas, por variável, através do critério de informação de Akaike (AIC). Desta forma, o número de defasagem de cada modelo e para cada país está reportado abaixo, juntamente com o resultado dos testes de autocorrelação (*Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test* – LM), heterocedasticidade (*Heteroskedasticity Test*: *Breusch-Pagan-Godfrey* – BPG) e cointegração/relação de longo prazo (*Bounds Test*).

O número máximo de defasagens escolhido para os modelos ARDL do Brasil foi quatro para os modelos de 2 a 4, e três para o modelo 1 (por apresentar autocorrelação com quatro lags máximos), em que as defasagens foram determinadas pelo critério AIC, enquanto os modelos 5 e 6, pelo fato desses terem apresentado autocorrelação, o problema foi resolvido

com a definição de quatro defasagens fixas para todos as variáveis explicativas e uma defasagem para a variável explicada. Os números de defasagens relatados na última coluna da Tabela 5.8 estão de acordo com a sequência das variáveis nos modelos propostos (Quadro 5.2).

Para os testes LM, vê-se que os seus resultados (Prob. F e Prob. *Chi-Square*) em todos os modelos estimados para o Brasil não rejeitaram a hipótese nula de ausência de autocorrelação, do mesmo modo que não rejeitaram a hipótese nula de ausência de heterocedasticidades em todos os testes BPG. Quanto a existência de vetores de cointegração pelo *Bounds Testing*, constata-se que todos os modelos para o Brasil apresentaram relação de longo prazo estatisticamente significantes, uma vez que a hipótese nula de ausência de vetores de cointegração foi rejeita para todos esses (ao nível de significância estatística de pelo menos 5%), uma vez que a estatística F (Est. F) foi superior ao Valor Crítico Superior (V.C.S.) em todos os casos.

**Tabela 5.8 – Testes modelos ARDL Brasil: Autocorrelação, Heterocedasticidade, Cointegração (*Bounds Testing*) e escolha das defasagens**

Teste	BPG			LM		<i>Bounds Testing</i>			Defasagens
	Prob. F	Prob. Chi- Square (1)	Prob. Chi- Square (2)	Prob. F	Prob. Chi- Square	Est. F	V.C.I.	V.C.S.	Critério de Akaike (AIC) <sup>#</sup>
M1	0,907	0,843	0,989	0,721	0,539	5,715	2,82*	4,21*	(3, 3, 0, 3, 3, 3) <sup>S</sup>
M2	0,955	0,912	0,999	0,523	0,259	4,202	2,86***	4,01***	(4, 3, 3, 3, 3) <sup>C</sup>
M3	0,887	0,822	0,965	0,878	0,750	3,712	2,26***	3,48***	(4, 3, 2, 3, 3) <sup>S</sup>
M4	0,889	0,820	0,999	0,828	0,641	4,203	2,96**	4,18**	(4, 3, 3, 1, 4, 0) <sup>C</sup>
M5	0,847	0,718	1,000	0,522	0,114	11,606	2,66*	4,05*	(1,4,4,4,4,4,4) <sup>S</sup>
M6	0,847	0,718	1,000	0,522	0,114	11,606	2,66*	4,05*	(1,4,4,4,4,4,4) <sup>S</sup>

Nota: 1% (\*), 2,5% (\*\* ) e 5% (\*\*\*).

Constante (C); Tendência (T); Constante Restrita (R); sem Constante e sem Tendência (S).

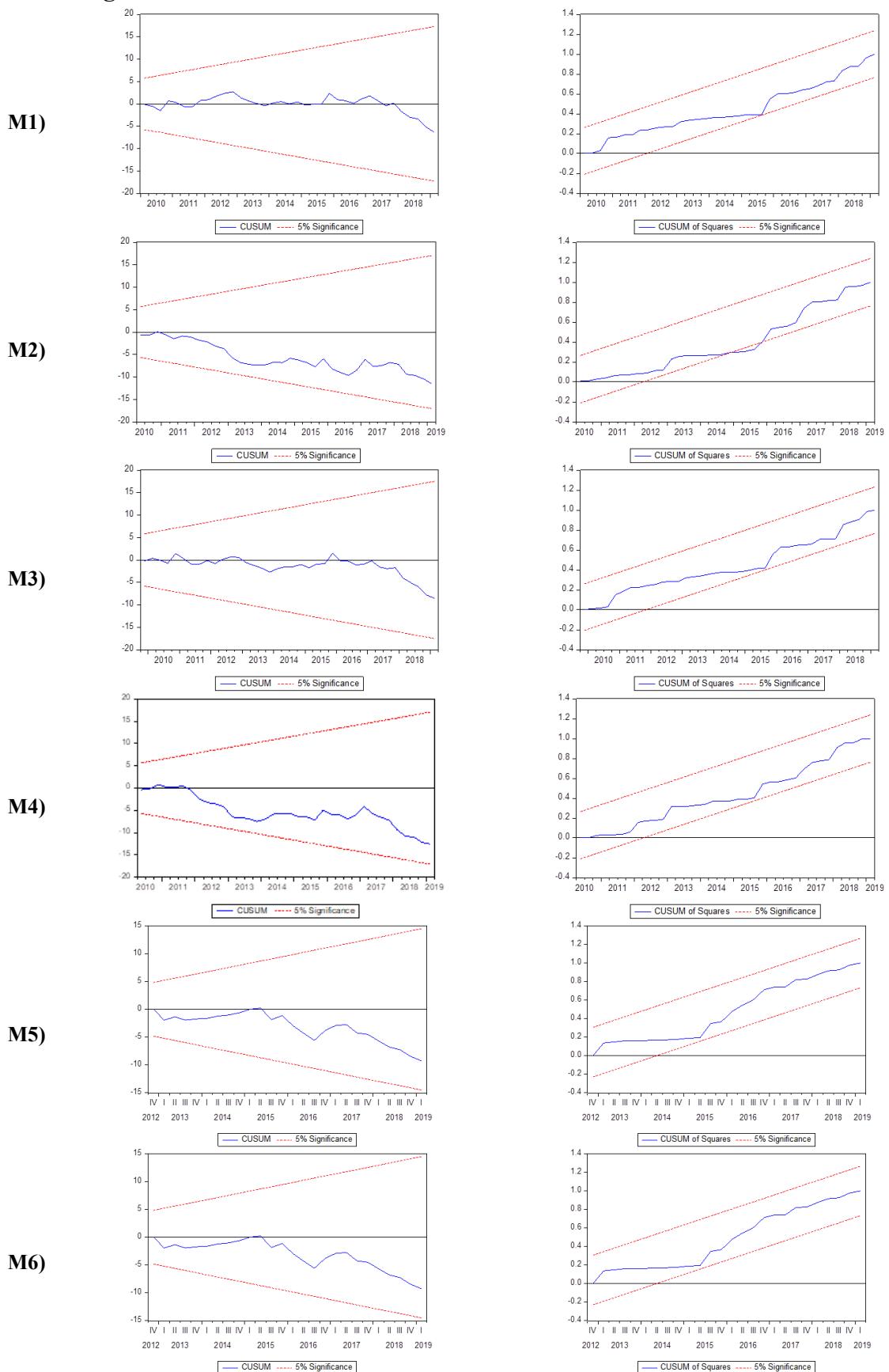
Est. F – Estatística F; V.C.I – Valor Crítico Inferior; V.C.S – Valor Crítico Superior.

# – Nos modelos 5 e 6 as defasagens foram escolhidas sem uso do critério, para resolver problema de auto.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 10.

Em relação aos testes de estabilidade (Figura 5.1) de Soma Cumulativa Recursiva dos Resíduos (CUSUM) e Soma Cumulativa Recursiva dos Resíduos ao Quadrado (CUSUMS), nota-se que em todos os modelos os valores dos testes estão entre as bandas de valores críticos (a 5% de significância), o que indica que a hipótese nula de estabilidade dos coeficientes não pode ser rejeitada, ou seja, há indícios de que os parâmetros estimados para estes modelos são estáveis.

**Figura 5.1 – Modelos ARDL Brasil: Testes de Estabilidade dos Parâmetros**



Fonte: Elaboração própria a partir de saída do Eviews 10.

O número máximo de defasagens inicialmente escolhido para os modelos ARDL da China também foi quatro, mas foram modificados de acordo com os problemas de autocorrelação surgidos (Tabela 5.9). Assim, para o modelo 2, o número máximo de defasagens escolhido foi 5, e 3 para os modelos 1, 3 e 5, em que o número de defasagens por variável foi determinado pelo critério AIC. Já para o modelo 4, o problema de autocorrelação foi resolvido com a definição de quatro defasagens fixas para todos as variáveis explicativas e uma defasagem para a variável explicada.

Para os testes LM, nota-se que todos os modelos estimados para a China não rejeitaram a hipótese nula de ausência de autocorrelação, do mesmo modo que não rejeitaram a hipótese nula de ausência de heterocedasticidades em todos os testes BPG, com exceção do modelo 5, que rejeitou a hipótese nula de ausência de autocorrelação do teste LM (Prob. *Chi-Square*), mas apenas a 10%. Quanto a existência de vetores de cointegração pelo *Bounds Testing*, constata-se que todos os modelos para a China apresentaram relação de longo prazo estatisticamente significantes, uma vez que a hipótese nula de ausência de vetores de cointegração foi rejeita para todos esses (ao nível de significância estatística de 1%).

**Tabela 5.9 – Testes modelos ARDL China: Autocorrelação, Heterocedasticidade, Cointegração (*Bounds Testing*) e escolha das defasagens**

Teste	BPG			LM		<i>Bounds Testing</i>			Defasagens
	Prob. F	Prob. Chi- Square (1)	Prob. Chi- Square (2)	Prob. F	Prob. Chi- Square	Est. F	V.C.I.	V.C.S.	Critério de Akaike (AIC) <sup>#</sup>
M1	0,8820	0,8281	0,9383	0,2848	0,1403	10,50372	3,41*	4,68*	(3, 2, 3, 0, 0, 2) <sup>C</sup>
M2	0,7004	0,6100	0,9987	0,4048	0,1101	7,093893	3,29*	4,37*	(4, 5, 5, 3, 0) <sup>R</sup>
M3	0,9952	0,9893	0,9992	0,7124	0,5629	12,95553	3,74*	5,06*	(3, 2, 4, 0, 2) <sup>C</sup>
M4	0,9817	0,9411	0,9997	0,8455	0,5880	7,580071	2,82*	4,21*	(1,4,4,4,4,4) <sup>S</sup>
M5	0,9488	0,9061	0,9886	0,2524	0,0972	8,459700	3,15*	4,43*	(2, 3, 0, 1, 3, 0, 3) <sup>C</sup>

Nota: 1% (\*), 2,5% (\*\* e 5% (\*\*\*)).

Constante (C); Tendência (T); Constante Restrita (R); sem Constante e sem Tendência (S).

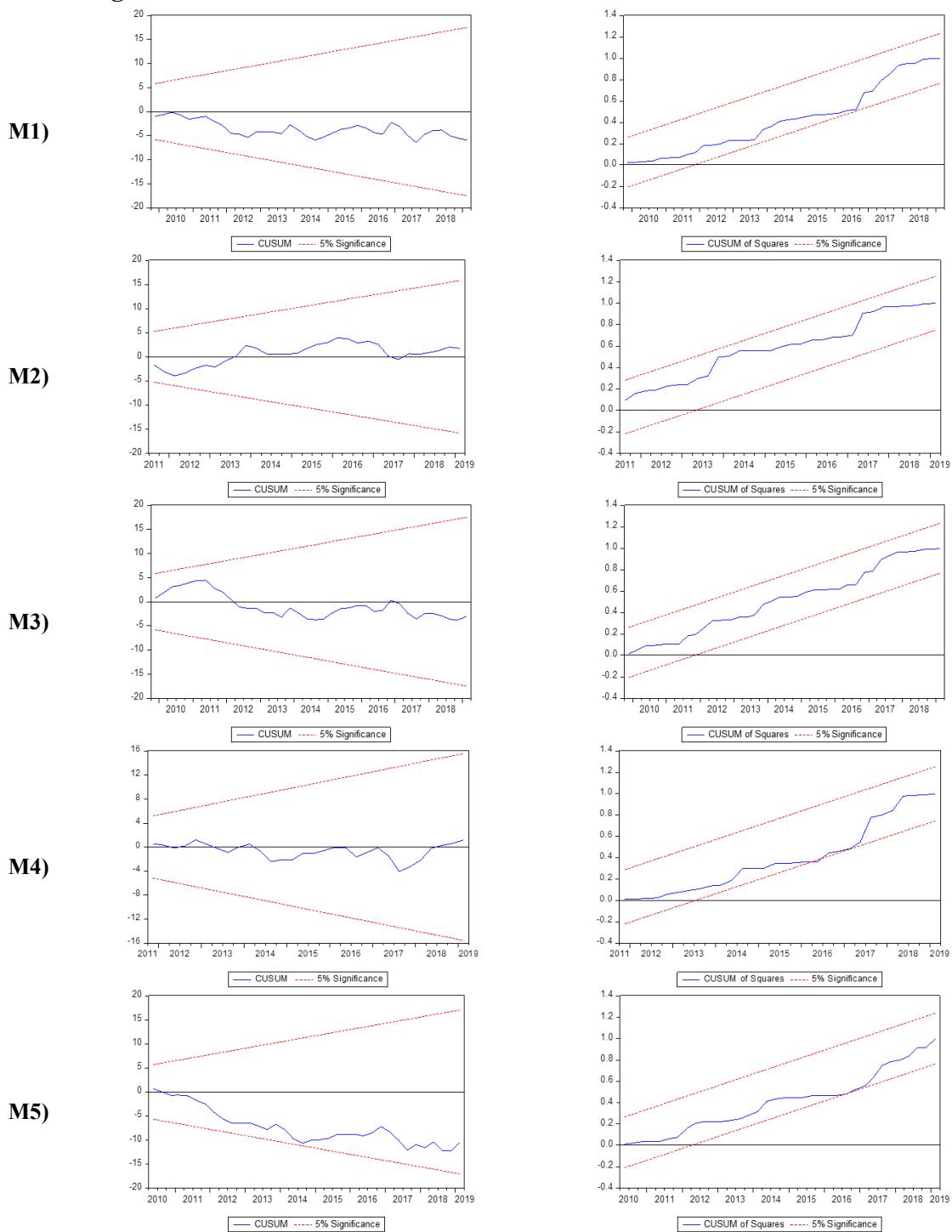
Est. F – Estatística F; V.C.I – Valor Crítico Inferior; V.C.S – Valor Crítico Superior.

# – No modelo 4 as defasagens foram escolhidas sem uso do critério, para resolver problema de auto.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 10.

Para os testes de estabilidade (Figura 5.2) CUSUM e CUSUMS, observa-se que em todos os modelos os valores dos testes não ultrapassam as bandas de valores críticos (a 5% de significância) – com exceção do CUSUMS do modelo 4, que ultrapassa a banda em um período –, o que indica que a hipótese nula de estabilidade dos coeficientes não pode ser rejeitada na maioria desses, ou seja, há indícios de que os parâmetros estimados para estes modelos são estáveis.

**Figura 5.2 – Modelos ARDL China: Testes de Estabilidade dos Parâmetros**



Fonte: Elaboração própria a partir de saída do Eviews 10.

Para os modelos ARDL da Índia, o número máximo de defasagens escolhido foi quatro, com exceção dos modelos 2 e 3, em que foram escolhidas seis defasagens para os modelos 2, e cinco para o modelo 3, dado os problemas de autocorrelação, sendo que o número de defasagens por variável foi determinado pelo critério AIC.

Nos testes LM para a Índia, observa-se que os modelos de 1 a 4 estimados não rejeitaram a hipótese nula de ausência de autocorrelação, enquanto os modelos 5 e 6 rejeitaram

a hipótese nula de ausência de autocorrelação (Prob. *Chi-Square*) a 5% – e esse problema não pode ser resolvido com a alteração do número de defasagens<sup>91</sup> – ainda que para o teste F a hipótese não foi rejeitada. Para o teste BPG, todos os modelos não rejeitaram a hipótese nula de ausência de heterocedasticidade, com exceção do modelo 5. Para esse último também foi feito o teste de Harvey, e não houve rejeição da hipótese nula de ausência de heterocedasticidade. Quanto a existência de vetores de cointegração pelo *Bounds Testing*, todos os modelos da Índia demonstraram relação de longo prazo estatisticamente significantes, uma vez que a hipótese nula de ausência de vetores de cointegração foi rejeita para todos esses (ao nível de significância estatística de 1%).

**Tabela 5.10** – Testes modelos ARDL Índia: Autocorrelação, Heterocedasticidade, Cointegração (*Bounds Testing*) e escolha das defasagens

<b>Teste</b>	<b>BPG</b>			<b>LM</b>		<b>Bounds Testing</b>			<b>Defasagens</b>
	<b>Prob. F</b>	<b>Prob. Chi- Square (1)</b>	<b>Prob. Chi- Square (2)</b>	<b>Prob. F</b>	<b>Prob. Chi- Square</b>	<b>Est. F</b>	<b>V.C.I.</b>	<b>V.C.S.</b>	<b>Critério de Akaike (AIC)</b>
<b>M1</b>	0,9412	0,9036	0,999	0,7130	0,5279	5,266211	3,93*	5,23*	(3, 0, 3, 0, 4, 0) <sup>CT</sup>
<b>M2</b>	0,8719	0,8078	0,9971	0,5879	0,3099	10,60196	3,07*	4,44*	(2, 6, 6, 0, 0) <sup>S</sup>
<b>M3</b>	0,8783	0,803	0,9982	0,9670	0,8973	8,155353	3,07*	4,44*	(1, 4, 5, 5, 2) <sup>S</sup>
<b>M4</b>	0,8105	0,7586	0,9531	0,5721	0,4733	10,94122	2,82*	4,21*	(2, 0, 4, 0, 0, 2) <sup>S</sup>
<b>M5</b>	0,0223	0,0766	1,0000	0,1017	0,0054	11,94052	3,6*	4,9*	(2, 3, 3, 4, 4, 4, 0) <sup>CT</sup>
<b>M6</b>	0,3959	0,3658	0,9099	0,0867	0,0186	4,354877	2,66*	4,05*	(3, 0, 4, 3, 3, 0, 0) <sup>S</sup>

Nota: 1% (\*), 2,5% (\*\*) e 5% (\*\*\*)

Constante (C); Tendência (T); Constante Restrita (R); sem Constante e sem Tendência (S).

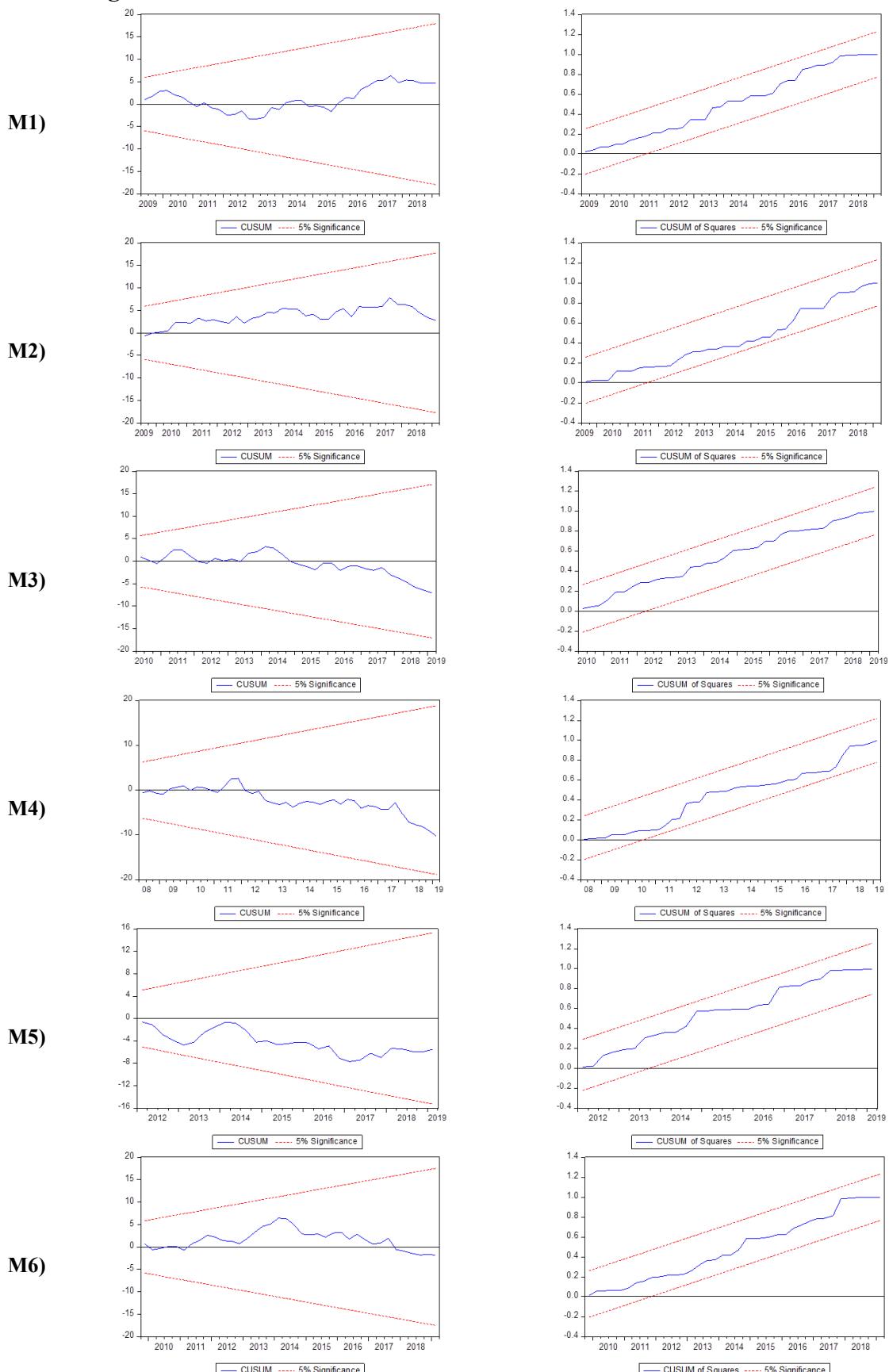
Est. F – Estatística F; V.C.I – Valor Crítico Inferior; V.C.S – Valor Crítico Superior.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 10.

Para os testes de estabilidade CUSUM e CUSUMS dos modelos da Índia (Figura 5.3), em todos esses os valores dos testes não ultrapassam as bandas de valores críticos (a 5% de significância), o que indica que a hipótese nula de estabilidade dos coeficientes não pode ser rejeitada, ou seja, há indícios de que os parâmetros estimados para esses modelos são estáveis.

<sup>91</sup> Todavia, uma vez que nesses modelos também há variáveis com defasagens, a presença de autocorrelação é amenizada, ainda que, também, após utilizar a matriz de covariância consistente à autocorrelação e heterocedasticidade (HAC) os resultados mantiveram-se próximos (sem alteração de sinal ou significância estatística dos parâmetros).

**Figura 5.3 – Modelos ARDL Índia: Testes de Estabilidade dos Parâmetros**



Fonte: Elaboração própria a partir de saída do Eviews 10.

Para os modelos ARDL da Rússia, o número máximo de defasagens escolhido foi quatro nos modelos 1, 2 e 4. No modelo 3, o número máximo de defasagens escolhido foi cinco, e para o modelo 5, três defasagens máximas, para resolver o problema de autocorrelação nesses, sendo que o número de defasagens por variável foi determinado pelo critério AIC em todos os modelos para esse país.

Nos testes LM para a Rússia, vê-se que em todos os modelos estimados a hipótese nula de ausência de autocorrelação não foi rejeitada (para a estatística F e *Chi-Square*), com exceção do modelo 6, em que a hipótese nula de ausência de autocorrelação foi rejeitada a 10% para a estatística *Chi-Square*<sup>92</sup>, mas não para a estatística F. Já em relação ao teste BPG, todos os modelos não rejeitaram a hipótese nula de ausência de heterocedasticidades. Quanto a existência de vetores de cointegração pelo *Bounds Testing*, todos os modelos da Rússia demonstraram relação de longo prazo estatisticamente significantes, uma vez que a hipótese nula de ausência de vetores de cointegração foi rejeita para todos esses (ao nível de significância estatística de 1%).

**Tabela 5.11 – Testes modelos ARDL Rússia: Autocorrelação, Heterocedasticidade, Cointegração (*Bounds Testing*) e escolha das defasagens**

Teste	BPG			LM		<i>Bounds Testing</i>			Defasagens
	Prob. F	Prob. <i>Chi- Square</i> (1)	Prob. <i>Chi- Square</i> (2)	Prob. F	Prob. <i>Chi- Square</i>	Est. F	V.C.I.	V.C.S.	Critério de Akaike (AIC)
M1	0,9828	0,9686	0,8106	0,6714	0,5004	12,93066	3,41*	4,68*	(1, 0, 2, 2, 2, 4) <sup>C</sup>
M2	0,9652	0,9508	0,6624	0,5009	0,3820	16,98450	3,07*	4,44*	(1, 0, 2, 0, 3) <sup>S</sup>
M3	0,5534	0,5019	0,6281	0,3131	0,1382	7,171219	2,66*	4,05*	(3, 2, 0, 0, 5) <sup>CT</sup>
M4	0,9664	0,9487	0,5637	0,7844	0,6694	14,97943	3,41*	4,68*	(1, 1, 0, 2, 0, 3) <sup>C</sup>
M5	0,9741	0,9456	0,6905	0,2508	0,1014	7,171219	2,66*	4,05*	(2, 1, 2, 3, 3, 0, 2) <sup>S</sup>
M6	0,9296	0,881	0,5821	0,1805	0,0585	14,77765	2,66*	4,05*	(1, 0, 4, 0, 3, 0, 4) <sup>S</sup>

Nota: 1% (\*), 2,5% (\*\*) e 5% (\*\*\*)

Constante (C); Tendência (T); Constante Restrita (R); sem Constante e sem Tendência (S).

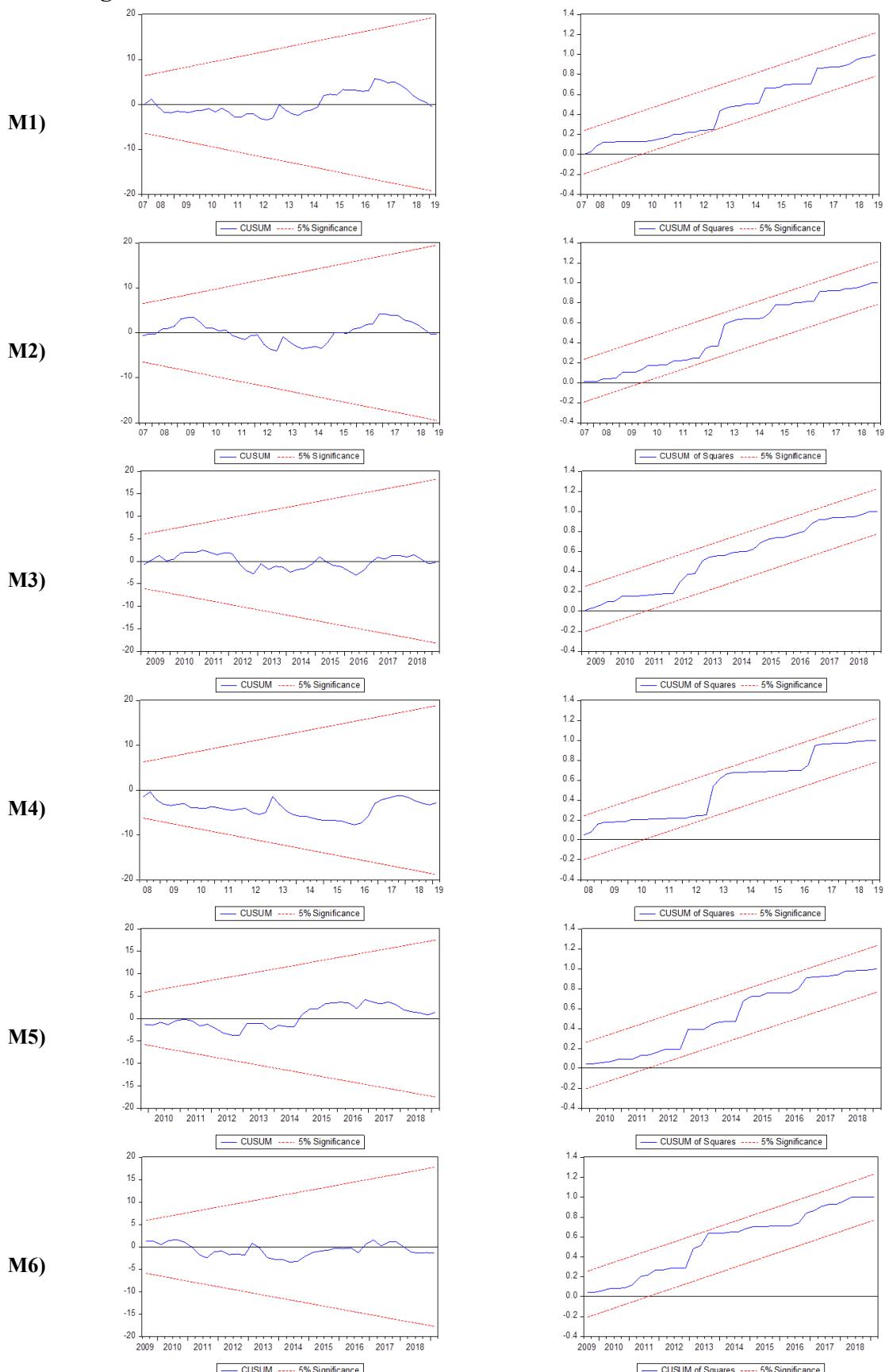
Est. F – Estatística F; V.C.I. – Valor Crítico Inferior; V.C.S. – Valor Crítico Superior.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 10.

Para os testes de estabilidade CUSUM e CUSUMS dos modelos da Rússia (Figura 5.4), em todos esses os valores dos testes não ultrapassam as bandas de valores críticos (a 5% de significância), o que indica que a hipótese nula de estabilidade dos coeficientes não pode ser rejeitada, ou seja, há indícios de que os parâmetros estimados para esses modelos são estáveis.

<sup>92</sup> O mesmo que a nota 93.

**Figura 5.4 – Modelos ARDL Rússia: Testes de Estabilidade dos Parâmetros**



Fonte: Elaboração própria a partir de saída do Eviews 10.

Para a África do Sul, o número máximo de defasagens escolhido para os modelos 1, 4 e 6 foi quatro, para os modelos 3 e 5 foi cinco e, para o modelo 2, seis defasagens máximas, em que em todos os números de defasagens por variável foram determinadas pelo critério AIC (Tabela 5.12).

Para os testes LM, nota-se que os seus resultados (Prob. F e Prob. *Chi-Square*) em todos os modelos estimados para a África do Sul não rejeitaram a hipótese nula de ausência de autocorrelação, do mesmo modo que não rejeitaram a hipótese nula de ausência de heterocedasticidades em todos os testes BPG. Quanto a existência de vetores de cointegração pelo *Bounds Testing*, vê-se que todos os modelos para a África do Sul apresentaram relação de longo prazo estatisticamente significantes, uma vez que a hipótese nula de ausência de vetores de cointegração foi rejeita para todos esses (ao nível de significância estatística de 1%).

**Tabela 5.12** – Testes modelos ARDL África do Sul: Autocorrelação, Heterocedasticidade, Cointegração (*Bounds Testing*) e escolha das defasagens

<b>Teste</b>	<b>BPG</b>			<b>LM</b>		<b>Bounds Testing</b>			<b>Defasagens</b>
	<b>Prob. F</b>	<b>Prob. Chi- Square (1)</b>	<b>Prob. Chi- Square (2)</b>	<b>Prob. F</b>	<b>Prob. Chi- Square</b>	<b>Est. F</b>	<b>V.C.I.</b>	<b>V.C.S.</b>	<b>Critério de Akaike (AIC)</b>
<b>M1</b>	0,8376	0,7891	0,5924	0,9337	0,8841	7,569019	3,41*	4,68*	(4, 4, 0, 4, 0, 0) <sup>C</sup>
<b>M2</b>	0,2945	0,2858	0,6418	0,7271	0,4673	6,752358	3,07*	4,44*	(6, 5, 0, 2, 1) <sup>S</sup>
<b>M3</b>	0,9426	0,8552	1,000	0,9223	0,6471	5,137601	2,66*	4,05*	(5, 5, 5, 4, 5) <sup>CT</sup>
<b>M4</b>	0,3979	0,3683	1,000	0,8982	0,5763	10,12679	2,82*	4,21*	(5, 4, 4, 5, 3, 4) <sup>S</sup>
<b>M5</b>	0,9045	0,8360	0,9985	0,5757	0,3096	5,137601	2,66*	4,05*	(4, 4, 3, 4, 0, 0, 0) <sup>S</sup>
<b>M6</b>	0,9047	0,8362	0,9985	0,5759	0,3098	5,137590	2,66*	4,05*	(4, 4, 3, 4, 0, 0, 0) <sup>S</sup>

Nota: 1% (\*), 2,5% (\*\*\*) e 5% (\*\*\*\*).

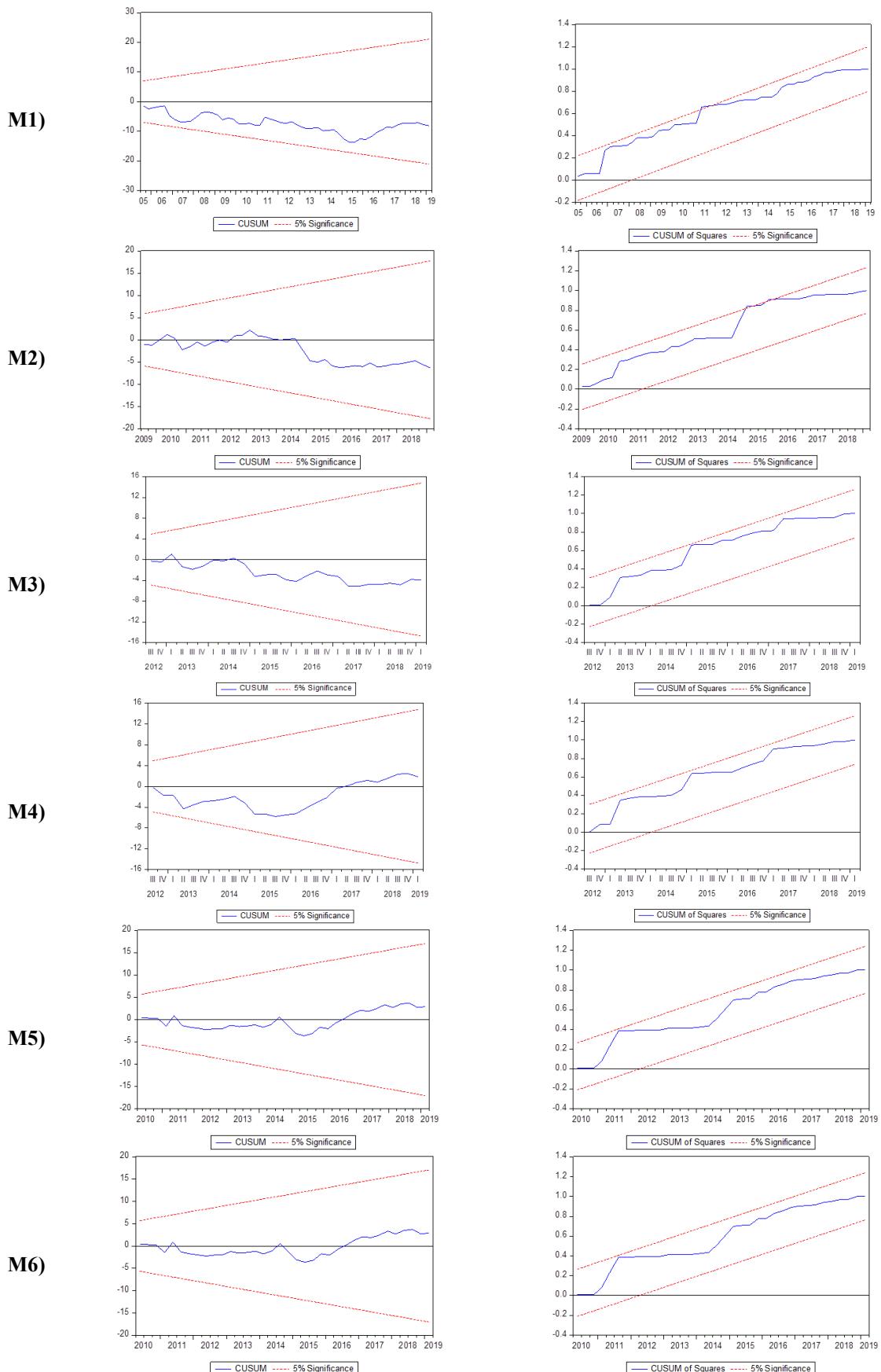
Constante (C); Tendência (T); Constante Restrita (R); sem Constante e sem Tendência (S).

Est. F – Estatística F; V.C.I – Valor Crítico Inferior; V.C.S – Valor Crítico Superior.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 10.

Para os testes de estabilidade CUSUM e CUSUMS (Figura 5.5) dos modelos ARDL para a África do Sul, observa-se que em quase todos esses os valores dos testes não ultrapassam as bandas de valores críticos (a 5% de significância) – com exceção do CUSUMS nos modelos 1 e 2, que ultrapassa a banda em um e dois pontos, respectivamente –, o que indica que a hipótese nula de estabilidade dos coeficientes não pode ser rejeitada na maioria deles, ou seja, há indícios de que os parâmetros estimados para estes modelos são estáveis.

**Figura 5.5 – Modelos ARDL África do Sul: Testes de Estabilidade dos Parâmetros**



Fonte: Elaboração própria a partir de saída do Eviews 10.

### 5.3.2 – Resultados de Longo Prazo

Confirmada a existência de cointegração em todos os modelos apresentados, foram estimados os coeficientes de longo prazo desses, apresentados e analisados abaixo.

#### 5.3.2.1 – Resultados de Longo Prazo dos modelos ARDL para o Brasil

Em relação aos modelos ARDL estimados para o Brasil (Tabela 5.13), em que a variável explicada é o IDPAFS, o PIB (**PIBBR**) apresentou-se estatisticamente significante e com sinal positivo (relação direta) em quatro dos seis modelos, assim como observou-se na revisão da literatura empírica sobre os ID, em que aumentos no PIB/produção/renda tende a estimular as entradas de IDPAFS no longo prazo. No Modelo 5, por exemplo, o aumento de R\$ 1 bilhão do PIB brasileiro acarretaria o aumento de US\$ 51,52 milhões dos seus IDPAFS.

Para a corrente de comércio (**CIBR**), essa apresentou sinal negativo (relação inversa) e estatisticamente significante em três modelos (de quatro em que essa variável foi utilizada), de fato que um aumento da corrente de comércio (em relação ao PIB) tenderia a reduzir os capitais entrantes via IDPAFS. Pelo Modelo 5, o aumento de 1 ponto percentual da CI ( $X+M/PIB$ ) brasileira proporcionaria a redução de US\$ 555,00 milhões dos IDPAFS para esse país. Assim, essa relação indica que os capitais entrantes via IDPAF(S) no Brasil podem estar interessados em economias mais fechadas, por visarem substituírem as importações pela produção interna, por exemplo, ou pelo fato do crescimento da economia interna – crescimento mais expressivo do PIB frente as exportações e importações – estimular esses investidores a entrarem no país. Outra interpretação para o sinal contrário apresentado, em relação aos trabalhos empíricos revisados, é o fato desses últimos não incorporarem variáveis que abarcam a dinâmica financeira, como, principalmente, o VIX e/ou LIQ, que como viu-se e será confirmado, são importantes determinantes dos ID.

O índice **VIX** apresentou significância estatística e sinal negativo em três dos cinco modelos utilizados, demonstrando que aumentos desse índice tende a reduzir as entradas de IDPFAS no longo prazo para o Brasil. Note-se que esse índice não apresentou significância estatística apenas nos modelos em que ele aparece em conjunto com a LIQ, indicando, de certa forma, uma sobreposição de efeitos. Pelo Modelo 4, vê-se que o aumento em 1 ponto do VIX causaria a redução de US\$ 361,69 milhões dos IDPAFS, o equivalente a 0,2159% do PIB brasileiro (no primeiro trimestre de 2019). Assim, elementos conjunturais/financeiros, como a percepção de risco dos agentes aos choques externos, impactam nos IDPAFS para o Brasil.

Quanto ao indicador de liquidez internacional (**LIQ**), esse apresentou sinal positivo e estatisticamente significante nos três modelos que foi utilizado. Assim, pelo Modelo 5, o

aumento de 1 ponto percentual da porcentagem de países em desenvolvimento em *Episódio* de capital (LIQ) ocasionaria o aumento de US\$ 128,60 milhões dos IDPAFS no Brasil, o equivalente a 0,0768% do PIB brasileiro (no primeiro trimestre de 2019). Dessa forma, o movimento mais geral dos fluxos de capitais para as economias periféricas também impacta nos fluxos de IDPAFS para o Brasil.

Para o índice da bolsa de valores brasileira (**BVBR**), esse demonstrou-se estatisticamente significante e positivo em quatro dos seis modelos que foi utilizado. Pelo Modelo 4, por exemplo, um aumento de 1.000 pontos no índice da bolsa de valores acarretaria o aumento de US\$ 0,18 milhões nos IDPAFS. Assim, para o caso do Brasil, os fluxos em IDPAFS têm “comportamento de manada” em relação ao seu mercado acionário, por ingressarem no país nos momentos de subida e sair nos momentos de queda dos preços das ações.

Em relação a taxa de câmbio (**CBBR**), nota-se que essa apresentou significância estatística em apenas um modelo para o Brasil, de cinco em que ela foi utilizada, e sinal negativo nesse, sendo que a redução em 1 dólar na taxa de câmbio acarretaria o aumento de US\$ 1,97 bilhões dos IDPAFS (Modelo 6). Ou seja, a valorização da moeda nacional tende a elevar as entradas desses fluxos de capitais, que proporcionaria aos investidores (também) um prêmio extra por estarem aplicados nessa moeda.

A taxa de juros dos EUA (**TJ\_EUA**), utilizada em apenas um modelo para o Brasil, não apresentou significância estatística nesse.

**Tabela 5.13** – Coeficientes de longo prazo dos modelos ARDL Brasil – variável explicada: IDPAFS

	M1	M2	M3	M4	M5	M6
<b>PIBBR</b>	<b>0,03799*</b> [0,0079]	<b>0,05152**</b> [0,0467]	<b>0,00509**</b> [0,0467]	-0,06600 [0,3102]	0,05490 [0,2241]	<b>0,0334**</b> [0,0127]
<b>CIBR</b>	-0,15761 [0,3495]	<b>-0,55500**</b> [0,0285]	<b>-0,55500**</b> [0,0285]	<b>-1,47781**</b> [0,012]		
<b>VIX</b>	<b>-0,19907*</b> [0,0004]	-0,07436 [0,3317]	-0,07436 [0,3317]	<b>-0,36169*</b> [0,0064]		<b>-0,24290*</b> [0,0004]
<b>LIQ</b>		<b>0,12860**</b> [0,0331]	<b>0,12860**</b> [0,0331]		<b>0,19604***</b> [0,0901]	
<b>BVBR</b>	<b>0,00018*</b> [0,0001]	0,00009 [0,2919]	0,00009 [0,2919]	<b>0,00018**</b> [0,0393]	<b>0,00033**</b> [0,0313]	<b>0,00021*</b> [0,0001]
<b>CBBR</b>	-1,12597 [0,2298]	-0,28700 [0,853]	-0,28700 [0,853]		0,81616 [0,6504]	<b>-1,97451**</b> [0,0439]
<b>TJ_EUA</b>				-0,51078 [0,3919]		

Nota: coeficientes estatisticamente significantes a 1% (\*), 5% (\*\*) e 10% (\*\*\*) . P-valores entre colchetes.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 10.

Assim, viu-se que os resultados para o Brasil confirmam a hipótese da presente tese, de que parte dos IDPAFS também são afetados pela dinâmica financeira e externa, curtoprazista e especulativa, sobretudo por eles se mostrarem determinados pelas variáveis: VIX – que apreende as mudanças nas expectativas dos agentes sobre a conjuntura –; LIQ – que captura os grandes movimentos internacionais dos capitais (para as economias EED) –; e a BVBR – que capta a dinâmica do mercado de capitais brasileiro.

### **5.3.2.2 – Resultados de Longo Prazo dos modelos ARDL para a China**

A respeito dos modelos ARDL estimados para a China (Tabela 5.14), a variável explicada foi o IDPAF (sem a exclusão dos Lucros Reinvestidos).

Nesses, o PIB chinês (**PIBCH**) apresentou-se estatisticamente significante e com sinal negativo (relação indireta) em quatro dos cinco modelos estimados, indicando que um aumento do PIB tenderia a reduzir os fluxos de IDPAF para a China no longo prazo. No Modelo 5, por exemplo, o aumento de ¥ 1 bilhão do PIB chinês ocasionaria a redução de US\$ 1,85 milhões dos IDPAF. Assim, para a China, essa relação demonstrou-se diferente da literatura empírica apresentada. Uma interpretação para esse resultado é a que o período estudado (2005-2019) contempla uma mudança estrutural do crescimento chinês, que passa a ter maior pujança, e dependência do PIB, da sua economia interna, de modo que esse interim é de crescimento econômico mesmo com a redução dos IDPAF (a partir de 2011).

Para a corrente de comércio (**CICH**), essa variável apresentou-se estatisticamente significante em apenas um modelo (de três estimados), e com sinal negativo. Pelo modelo 5, o aumento de 1 ponto percentual da CI (X+M/PIB) chinesa proporcionaria a redução de US\$ 1,36 bilhões dos IDPAF para esse país. Assim, como para o Brasil, esse resultado pode indicar que os capitais entrantes via IDPAF estão interessados em economias mais fechadas, por visarem substituir as importações pela produção interna, por exemplo.

Outra interpretação para o sinal contrário aos trabalhos empíricos estudados apresentados nos resultados do PIBCH e CICH é o fato desses estudos não incorporarem variáveis que abarcam a dinâmica financeira, como, principalmente, o VIX e/ou LIQ, que como viu-se, e será confirmado, são importantes determinantes dos ID, além de estudarem os países em grupos, não considerando as especificidades desses.

O índice **VIX** apresentou significância estatística e sinal negativo em todos os quatro modelos estimados para a China. No Modelo 4, vê-se que o aumento em 1 ponto do VIX ocasionaria a redução de US\$ 1,14 bilhões dos IDPAF para a China, valor igual a 0,0112% do seu PIB (no primeiro trimestre de 2019). Assim, também para a China, os fluxos em IDPAF

demonstraram-se impactados por elementos conjunturais/financeiros externos, como a percepção de risco dos agentes aos choques externos, que quando aumentada, tendem a reduzir os fluxos em IDPAF para esse país.

Quanto ao indicador de liquidez internacional (**LIQ**), esse apresentou-se não estatisticamente significante nos dois modelos que foi utilizado, demonstrando que os fluxos de IDPAF para a China não confirmaram relação de longo prazo com os ciclos de liquidez internacional.

Para o índice da bolsa de valores (**BVCH**), esse demonstrou-se estatisticamente significante e sinal negativo em quatro dos cinco modelos que foi utilizado. Pelo Modelo 5, por exemplo, um aumento de 1.000 pontos do índice da bolsa de valores acarretaria a redução de US\$ 5,53 milhões dos IDPAF para a China. Ou seja, os fluxos em IDPAF para a China, em relação ao seu mercado acionário, têm comportamento especulativo, por entrarem nos momentos de queda e saírem nos momentos de elevação dos preços das ações.

Em relação a taxa de câmbio (**CBCH**), constata-se que essa apresentou significância estatística em todos os quatro modelos que foi utilizada, e sinal negativo nesses, sendo que a redução de 1 dólar na taxa de câmbio, de acordo com o Modelo 5, ocasionaria o aumento de US\$ 19,35 bilhões dos IDPAF para a China. Ou seja, para o caso desse país, como para o Brasil, a valorização da moeda nacional tende a elevar as entradas desses fluxos de capitais, que proporcionaria aos investidores (também) um prêmio extra por estarem aplicados nessa moeda.

A taxa de juros dos EUA (**TJ\_EUA**), utilizada em apenas um modelo, demonstrou significância estatística e sinal negativo nesse, de modo que o aumento em um ponto percentual dessa taxa provocaria à redução de US\$ 9,37 bilhões dos IDPAF, o equivalente a 0,0919% do PIB chinês (no primeiro trimestre de 2019). Assim, os fluxos em IDPAF para a China também apresentaram relação com a variável **TJ\_EUA**, que como demonstrado na revisão da literatura empírica, é um importante indicador da dinâmica financeira (externa) e na determinação dos fluxos de IC.

Assim, para o caso da China, ainda que essa apresente fortes controles sobre os capitais estrangeiros, principalmente sobre os ID, sua rubrica IDPAF também demonstrou-se afetada pelas variáveis financeiras (VIX, **TJ\_EUA** e **BVCH**) – ainda que não tenha demonstrado relação com os movimentos mais gerais dos fluxos de capitais, captado pelo indicador de liquidez (**LIQ**) –, de fato que a hipótese da presente tese, de que parte dos fluxos em ID estão ligados a dinâmica financeira (externa), especulativa e de curto prazo, por serem determinados por variáveis que são reconhecidamente determinantes dos fluxos em IC, foi verificada para esse país.

**Tabela 5.14 – Coeficientes de longo prazo dos modelos ARDL China – variável explicada: IDPAF**

	M1	M2	M4	M5	M6
<b>PIBCH</b>	-0,000445 [0,1373]	<b>-0,00185*</b> [0,0004]	<b>-0,00088**</b> [0,0144]	<b>-0,000844*</b> [0,0000]	<b>-0,00098*</b> [0,0032]
<b>CICH</b>	0,655703 [0,1344]	<b>-1,36347**</b> [0,0309]	0,32526 [0,1873]		
<b>VIX</b>	<b>-0,338443***</b> [0,0605]	<b>-1,22566*</b> [0,0010]	<b>-1,14753*</b> [0,0228]	<b>-0,584899*</b> [0,0006]	
<b>LIQ</b>		-0,05627 [0,8655]			-0,45697 [0,1437]
<b>BVCH</b>	<b>-0,004392***</b> [0,0094]	<b>-0,00553**</b> [0,0116]	-0,00370 [0,4426]	<b>-0,004221*</b> [0,0027]	<b>-0,00461**</b> [0,0402]
<b>CBCH</b>	<b>-2494045***</b> [0,0000]	<b>-19,35556*</b> [0,0000]		<b>-27,56700*</b> [0,0000]	<b>-22,65705*</b> [0,0000]
<b>TJ_EUA</b>			<b>-9,37934*</b> [0,0000]		
<b>C</b>					191,2486 [0,0000]

Nota: coeficientes estatisticamente significantes a 1% (\*), 5% (\*\*) e 10% (\*\*\*) . P-valores entre colchetes.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 10.

### 5.3.2.3 – Resultados de Longo Prazo dos modelos ARDL para a Índia

Em relação aos modelos ARDL estimados para a Índia (Tabela 5.15), a variável explicada foi o IDPAFS.

Nesses, o PIB (**PIBIN**) apresentou-se estatisticamente significante em três dos seis modelos estimados, mas com sinais diferentes nesses, demonstrando relação inconclusiva com os IDPAFS no caso da Índia, nos nossos modelos.

Para a corrente de comércio (**CHIN**), essa variável apresentou sinal negativo e estatisticamente significante em três dos cinco modelos trabalhados. No Modelo 5, por exemplo, vê-se que o aumento de 1 ponto percentual da CI (X+M/PIB) na Índia proporcionaria a redução de US\$ 168,68 milhões dos seus IDPAFS. Assim, como para o caso do Brasil e China, os IDPAFS para a Índia podem estar interessados em economias mais fechadas, por visarem substituir as importações pela produção interna, por exemplo, ou pelo fato do crescimento da economia interna – crescimento mais expressivo do PIB frente as exportações e importações – estimular esses investidores a “entrarem” no país. Outra interpretação para o sinal contrário apresentado, em relação aos trabalhos empíricos revisados, é o fato desses últimos não incorporarem variáveis que abarcam a dinâmica financeira, como, principalmente, o VIX e/ou LIQ, que como visto, são importantes determinantes dos ID.

O índice VIX não apresentou significância estatística em nenhum dos modelos ARDL para a Índia.

Para a liquidez internacional (**LIQ**), essa variável apresentou-se estatisticamente significante e positiva nos três modelos em que ela foi testada. Pelo Modelo 5, por exemplo, o aumento de 1 ponto percentual da porcentagem de países em desenvolvimento em *Episódio* de capital (LIQ) ocasionaria o aumento de US\$ 196,59 milhões dos IDPAFS na Índia, o equivalente a 0,0239% do PIB trimestral indiano (em relação ao primeiro trimestre de 2019). Assim, os fluxos em IDPAFS também confirmaram ser determinados pelos movimentos mais gerais dos fluxos de capitais para as economias periféricas, de fato que quando essas economias recebem mais capitais, os IDPAFS para a Índia também se elevam, a despeito dos condicionantes internos.

Em relação ao índice da sua bolsa de valores (**BVIN**), esse demonstrou-se estatisticamente significante e sinal positivo em três dos seis modelos que foi utilizado. No Modelo 5, por exemplo, um aumento de 1.000 pontos no BVIN acarretaria o aumento de US\$ 1,89 milhões nos IDPAFS para esse país. Desta forma, os fluxos em IDPAFS para a Índia comportam-se como os para o Brasil, para sua relação com o mercado de capitais, em que essa se efetiva em “comportamento de manada”, por haver entradas de IDPAFS no país nos momentos de subida dos preços das ações e saída nos momentos de queda.

A taxa de câmbio (**CBIN**) da Índia, entretanto, apresentou significância estatística em apenas um modelo, dos cinco que foi utilizada, e sinal positivo. Para essa variável, no Modelo 5, o aumento em 1 dólar na taxa de câmbio proporcionaria o aumento de US\$ 149,40 milhões dos IDPAFS para a Índia. Dessa forma, desvalorizações na sua moeda incentivariam as entradas em IDPAFS, que pode estar atrelado ao fato dos ativos internos ficarem mais baratos para os investidores estrangeiros, ou por conta desse movimento elevar a competitividade dos produtores internos (desestimula importações e estimula investimentos produtivos internos e exportações).

A taxa de juros dos EUA (**TJ\_EUA**), utilizada em apenas um modelo, demonstrou significância estatística e sinal positivo nesse, de modo que o aumento em um ponto percentual nessa taxa acarretaria o aumento de US\$ 266,99 milhões dos IDPAF para a Índia, valor igual a 0,0324% do PIB trimestral indiano (no primeiro trimestre de 2019). A interpretação é que esse resultado, assim como para o VIX e o PIB, pode ter sido influenciado pelo fato de o período estudado coincidir com o momento em que se intensificou a abertura financeira externa na Índia.

**Tabela 5.15 – Coeficientes de longo prazo dos modelos ARDL Índia – variável explicada: IDPAF**

	<b>M1</b>	<b>M2</b>	<b>M3</b>	<b>M4</b>	<b>M5</b>	<b>M6</b>
<b>PIBIN</b>	<b>-0,007094*</b> [0,0021]	<b>-0,003305*</b> [0,0011]	0,000915 [0,5869]	<b>0,000303**</b> [0,0363]	-0,000327 [0,1512]	0,000607 [0,3559]
<b>CIIN</b>	<b>-0,413775**</b> [0,0185]	<b>-0,5643*</b> [0,0000]	<b>-0,319524**</b> [0,0102]	-0,02989 [0,3872]		
<b>VIX</b>	-0,147948 [0,1792]	0,021686 [0,6136]	-0,010498 [0,8855]	0,021019 [0,5173]		0,076984 [0,1718]
<b>LIQ</b>		<b>0,196593*</b> [0,0000]	<b>0,188203*</b> [0,0032]		<b>0,067685*</b> [0,0000]	
<b>BVIN</b>	<b>0,006548*</b> [0,0034]	<b>0,001892***</b> [0,0993]	-0,00054 [0,5566]	-0,000257 [0,5568]	<b>0,000883***</b> [0,0579]	-0,001242 [0,4462]
<b>CBIN</b>	0,08038 [0,5832]	<b>0,149409**</b> [0,0436]	0,101479 [0,3832]		0,015451 [0,7978]	-0,1181 [0,4219]
<b>TJ_EUA</b>				<b>0,266987**</b> [0,0371]		

Nota: coeficientes estatisticamente significantes a 1% (\*), 5% (\*\*) e 10% (\*\*\*) . P-valores entre colchetes.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 10.

Desta forma, para o caso da Índia, vê-se que os fluxos em IDPAFS também demonstraram relação de longo prazo (estatisticamente significantes) com as variáveis financeira testadas, sejam elas: LIQ e BVIN. Todavia, os fluxos em IDPAFS não apresentaram relação estatisticamente significante com o VIX e sinal positivo com a TJ\_EUA, que eram resultados não esperados por esse trabalho. Entende-se que esses últimos resultados foram impactados pelo fato de que a Índia intensificou seu processo de abertura financeira externa nos anos 2000, sobretudo para a compra de ações, o que impulsionou a entrada excessiva de capitais, que estavam represados, o que fomentou um *boom* da bolsa de valores indiana nesse interim (PRATES e CINTRA, 2009), e provavelmente também impactou na entrada de IDPAFS, e que as expressivas entradas de capitais decorrentes desse movimento ocorreram a despeito dos demais indicadores. Esse argumento é reforçado pelo fato da Índia ser o único país, dentre os BRICS, que se apresentou em *Episódio de capital* em todo o período analisado (2005 a 2019), com interrupção desse na crise de 2008, aprofundamento da crise na Zona do Euro no final de 2011 e início do processo de (reversão) elevação da taxa de juros dos EUA.

#### 5.3.2.4 – Resultados de Longo Prazo dos modelos ARDL para a Rússia

Em relação aos modelos ARDL estimados para a Rússia (Tabela 5.16), a variável explicada também foi o IDPAFS.

Nesses modelos, o PIB (**PIBRS**) demonstrou significância estatística em dois dos seis modelos que foi utilizado, ainda que sinal negativo em um e positivo no outro, de fato que não se pôde concluir qual sua relação com os IDPAFS no caso da Rússia.

Para a corrente de comércio (**CIRS**), essa variável foi estatisticamente significante em apenas um modelo (de quatro), e com sinal negativo nesse. Pelo Modelo 1, um aumento de 1 ponto percentual da CI ( $X+M/PIB$ ) russa proporcionaria a redução de US\$ 634,68 milhões dos IDPAFS nesse país.

Ou seja; tanto o indicador da corrente de comércio quanto o PIB foram menos importantes para explicar a dinâmica dos ID na Rússia, e isso tem a ver com a particularidade da crise financeira que o país atravessou em 2014, que, dentre outros efeitos, causou uma forte desvalorização da sua moeda.

O índice **VIX** apresentou significância estatística e sinal negativo em apenas um modelo, dos cinco modelos que o utilizaram, demonstrando que aumentos desse índice tende a reduzir as entradas de IDPAFS no longo prazo na Rússia. No Modelo 4, o aumento em 1 ponto do VIX acarretaria a redução de US\$ 248,37 milhões dos IDPAFS, valor próximo a 0,0316% do PIB russo no primeiro trimestre de 2019. Assim, como para o caso do PIB e da CI, a fraca evidência da determinação dos IDPAFS pelo VIX pode estar atrelada a crise financeira que esse país passou em 2014/2015.

Quanto ao indicador de liquidez internacional (**LIQ**), esse apresentou sinal positivo e estatisticamente significante em todos os três modelos que foi utilizado. Pelo Modelo 5, o aumento de 1 ponto percentual da porcentagem de países em desenvolvimento em *Episódio de capital* (LIQ) ocasionaria o aumento de US\$ 408,85 milhões dos IDPAFS na Rússia, o equivalente a 0,0520 % do PIB russo no primeiro trimestre de 2019. Dessa forma, os fluxos em IDPAFS para a Rússia também seguem uma dinâmica mais geral dos movimentos internacionais de capitais para os países periféricos (ciclos de liquidez), de forma que as entradas e saídas de IDPAFS para esse país podem ocorrer a despeito dos seus indicadores internos.

Para o índice da bolsa de valores russa (**BVRS**), esse demonstrou estatisticamente significante em três – em dois com o sinal negativo e em um com sinal positivo – dos seis modelos que foi utilizado. De tal modo, essa relação foi inconclusiva.

Em relação a taxa de câmbio (**CBRS**), vê-se que essa apresentou significância estatística em três dos cinco em que ela foi utilizada, com sinal positivo em todos esses, sendo que o aumento em 1 dólar na taxa de câmbio proporcionaria o aumento de US\$ 91,99 milhões dos IDPAFS na Rússia, pelo Modelo 5. Assim, como para a Índia, desvalorizações na sua

moeda incentivariam entradas em IDPAFS, que pode estar relacionado ao fato de os ativos internos ficarem mais baratos para os investidores estrangeiros, ou por conta desse movimento elevar a competitividade dos produtores internos (desestimula importações e estimula investimentos produtivos internos).

A taxa de juros dos EUA (**TJ\_EUA**), utilizada em apenas um modelo para a Rússia, não apresentou significância estatística nesse.

**Tabela 5.16** – Coeficientes de longo prazo dos modelos ARDL Rússia – variável explicada: IDPAFS

	<b>M1</b>	<b>M2</b>	<b>M3</b>	<b>M4</b>	<b>M5</b>	<b>M6</b>
<b>PIBRS</b>	<b>-0,00220*</b> [0,009]	-0,00017 [0,5466]	-0,00139 [0,3927]	-0,00075 [0,1041]	-0,000339 [0,1494]	<b>0,00399*</b> [0,000]
<b>CIRS</b>	<b>-0,63468***</b> [0,0767]	-0,14266 [0,2547]	-0,01211 [0,9297]	-0,18287 [0,4327]		
<b>VIX</b>	-0,16233 [0,1837]	-0,01021 [0,8886]	-0,09102 [0,2394]	<b>-0,24837***</b> [0,0559]		0,00760 [0,855]
<b>LIQ</b>		<b>0,40885*</b> [0,000]	<b>0,29458*</b> [0,0015]		<b>0,168891**</b> [0,0115]	
<b>BVRS</b>	<b>0,01107*</b> [0,0023]	<b>-0,00801*</b> [0,005]	<b>-0,00449***</b> [0,0626]	-0,00126 [0,5619]	-0,000625 [0,7727]	-0,00096 [0,4887]
<b>CBRS</b>	<b>0,16873***</b> [0,0511]	<b>0,09199***</b> [0,0806]	0,05635 [0,2828]		0,074933 [0,2096]	<b>0,31577*</b> [0,000]
<b>TJ_EUA</b>				-0,04869 [0,9163]		

Nota: coeficientes estatisticamente significantes a 1% (\*), 5% (\*\*) e 10% (\*\*\*) . P-valores entre colchetes.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 10.

Assim, para a Rússia, os fluxos em IDPAFS também demonstraram relação de longo prazo e sinal esperado com as variáveis financeiras VIX e LIQ – ainda que em apenas um modelo para o VIX –, ou seja, os IDPAFS para esse país são susceptíveis, principalmente, aos grandes movimentos (comuns) dos fluxos de capitais para os países periféricos, confirmando a hipótese da presente tese, de que parte dos ID tem relação com variáveis financeiras e tipicamente determinantes dos IC, o que caracteriza aqueles, também, como fluxos ligados a dinâmica financeira, especulativa de curto prazo. Também é importante ressaltar que os resultados para a Rússia, principalmente para as variáveis PIBRS, CIRS, VIX e BVRS, possivelmente foram afetados pela crise financeira que esse país passou em 2014/2015, que não foi abarcada pelos modelos propostos, ou seja, para o caso da Rússia, provavelmente há necessidade de inclusão de mais variáveis nos modelos para se obter resultados mais conclusivos.

### 5.3.2.5 – Resultados de Longo Prazo dos modelos ARDL para a África do Sul

Em relação aos modelos ARDL para a África do Sul (Tabela 5.17), a variável explicada foi o IDPAF sem exclusão dos Lucros Reinvestidos, como no caso da China.

Nesses, o PIB sul-africano (**PIBAS**) apresentou-se estatisticamente significante e com sinal positivo em apenas dois dos seis modelos estimados para a África do Sul. Assim, consoante com o apresentado na revisão da literatura empírica sobre os ID, e no caso do Brasil, aumentos no PIB/produção/renda tendem a estimular as entradas de IDPAF na África do Sul no longo prazo. No Modelo 4, por exemplo, o aumento de R 1 bilhão do PIB sul-africano ocasionaria o aumento de US\$ 28,71 milhões dos seus IDPAF.

Para a corrente de comércio (**CIAS**), essa variável apresentou resultado ambíguo para o caso da África do Sul, em que ela foi estatisticamente significante em dois modelos (de quatro estimados), em que para cada um desses o sinal foi diferente, de fato que sua relação com os IDPAF foi inconclusiva por esses modelos.

O índice **VIX** apresentou significância estatística e sinal negativo em quatro modelos estimados (de cinco). Assim, como visto pelo Modelo 5, o aumento em 1 ponto do VIX acarretaria a redução de US\$ 97,13 milhões dos IDPAF para a África do Sul, o equivalente a 0,0780% do PIB trimestral sul-africano (no primeiro trimestre de 2019). Desse modo, para a África do Sul, os modelos testados demonstraram forte evidência dos IDPAF serem determinados pelo índice VIX, que abrange elementos conjunturais/financeiros externos, a partir da percepção de risco dos agentes.

Quanto ao indicador de liquidez internacional (**LIQ**), esse apresentou não estatisticamente significante nos três modelos que foi utilizado, demonstrando que os fluxos de IDPAF para a África do Sul não evidenciaram relação de longo prazo com os ciclos de liquidez internacional. Ou seja, os fluxos em IDPAF para a África do Sul não apresentaram ligação com os movimentos mais gerais dos fluxos de capitais para os países periféricos.

Para o índice da bolsa de valores sul-africana (**BVAS**), esse demonstrou-se estatisticamente significante e sinal negativo em quatro dos seis modelos que foi utilizado. Pelo Modelo 5, por exemplo, um aumento de 1.000 pontos do BVAS acarretaria a redução de US\$ 0,06 milhões dos IDPAF para a África do Sul. Ou seja, os fluxos em IDPAF para a África do Sul, em relação ao seu mercado acionário, têm comportamento especulativo, por entrarem nos momentos de queda e saírem nos momentos de elevação dos preços das ações.

Em relação a taxa de câmbio (**CBAS**), nota-se que essa apresentou significância estatística em dois dos cinco modelos que foi utilizada, e sinal diferente nesses dois, demonstrando resultados ambíguos para o caso da África do Sul.

A taxa de juros dos EUA (**TJ\_EUA**), utilizada em apenas um modelo, demonstrou significância estatística e sinal negativo nesse, de modo que o aumento em um ponto percentual nessa taxa provocaria a redução de US\$ 193,67 milhões dos IDPAF para a África do Sul, o equivalente a 0,1556% do PIB trimestral sul-africano (no primeiro trimestre de 2019). Assim, os fluxos em IDPAF para a África do Sul também apresentaram relação com a variável **TJ\_EUA**, que como demonstrado na revisão da literatura empírica, é um importante indicador da dinâmica financeira e na determinação dos fluxos em IC.

**Tabela 5.17** – Coeficientes de longo prazo dos modelos ARDL África do Sul – variável explicada: IDPAFS

	<b>M1</b>	<b>M2</b>	<b>M3</b>	<b>M4</b>	<b>M5</b>	<b>M6</b>
<b>PIBAS</b>	-0,00335 [0,5548]	0,00527 [0,2939]	0,00582 [0,2938]	<b>0,02871*</b> <b>[0,0043]</b>	0,00048 [0,7333]	<b>0,04977**</b> <b>[0,0108]</b>
<b>CIAS</b>	<b>0,08496*</b> <b>[0,0022]</b>	0,05847 [0,1962]	0,05847 [0,1962]	<b>-0,12567***</b> <b>[0,0745]</b>		
<b>VIX</b>	<b>-0,08520**</b> <b>[0,0139]</b>	<b>-0,09713***</b> <b>[0,0527]</b>	<b>-0,09713***</b> <b>[0,0527]</b>	<b>-0,22879*</b> <b>[0,0024]</b>		-0,08783 [0,1747]
<b>LIQ</b>		0,005817 [0,7136]	0,00581 [0,7136]		0,02402 [0,3818]	
<b>BVAS</b>	-0,00001 [0,6697]	<b>-0,00006**</b> <b>[0,0205]</b>	<b>-0,00006**</b> <b>[0,0205]</b>	<b>-0,00021*</b> <b>[0,0004]</b>	-0,00001 [0,3165]	<b>-0,00026*</b> <b>[0,0046]</b>
<b>CBAS</b>	<b>-0,23441**</b> <b>[0,025]</b>	-0,12280 [0,3275]	-0,12280 [0,3275]		0,01744 [0,8297]	<b>0,47607**</b> <b>[0,0366]</b>
<b>TJ_EUA</b>				<b>-0,19367**</b> <b>[0,042]</b>		

Nota: coeficientes estatisticamente significantes a 1% (\*), 5% (\*\*) e 10% (\*\*\*) . P-valores entre colchetes.

Fonte: Elaboração própria a partir de saída do EViews 10.

Para a África do Sul, assim como as demais economias do BRICS, viu-se que os fluxos em IDPAF também apresentaram relação de longo prazo com as variáveis financeiras, como o VIX, **TJ\_EUA** e **BVAS**, ainda que não tenham demonstrado relações com significância estatística com a **LIQ**, comprovando o maior efeito de fatores conjunturais, em relação aos grandes movimentos, sobre os IDPAF desse país. Ainda assim, os resultados apontados confirmam a hipótese da presente tese para o caso da África do Sul, de que parte dos IDPAF tem ligação com variáveis financeiras e reconhecidas na determinação dos fluxos em IC, de modo que os capitais entrantes via ID também são influenciados pela dinâmica financeira (externa) e contêm elementos especulativos e de curto prazo.

## Considerações sobre o Capítulo 5

No Capítulo 5, a partir da proposta de verificar se os fluxos em ID também são determinados por fatores financeiros externos, assim como reconhecidamente são os fluxos em IC, a metodologia ARDL, juntamente com o *Bounds-Testing Approach to Cointegration*, foi escolhida, sobretudo, por proporcionar análises de longo prazo, possibilitar o uso de variáveis estacionária e não-estacionárias e admitir o uso de defasagens em diferente número para as variáveis explicativas e explicada.

A escolha da variável IDPAF(S) para representar os ID adveio das análises dos capítulos anteriores, principalmente, por ser essa a rubrica que capta os movimentos dos ID de estrangeiros em ações (ordinárias e acima de 10% do capital social), excluindo as transações de Lucros Reinvestidos, que na verdade não se configuram em novas entradas de capitais (para China e África do Sul não foi possível excluir os Lucros Reinvestidos). Constatou-se, também, que por essa rubrica transaciona-se volumes significativos de capitais (em comparação a outras contas do BP), e que esses correspondem grande parte dos fluxos em IDP para os países do BRICS, com exceção da África do Sul (que tem a conta IDPID mais dinâmica).

Destaca-se a inovação da presente tese em analisar os ID em subníveis, ao invés do ID total. O entendimento é o de que a dinâmica de cada uma das suas rubricas dos ID é diferente, e considerar o total dessa poderia incorrer em resultados enganosos. Destaca-se, também, a inovação da tese ao utilizar variáveis financeiras (externas) para explicar a determinação dos ID; o uso de modelos ARDL; e o estudo de países, em separado, que têm poucos trabalhos em relação a temática abordada, como o caso da África do Sul e da Rússia, principalmente.

Para a escolha das variáveis explicativas, fez-se uma ampla revisão dos trabalhos empíricos que trataram dos determinantes dos ID – sobretudo para os países do BRICS ou para as economias periféricas –, e dos IC – principalmente, também, dos que abordaram as economias periféricas – com o intuito de utilizar variáveis já consolidadas na literatura a respeito dos determinantes dos ID (como variáveis de controle), e testar as “variáveis financeiras” (externas) ligadas aos determinantes dos IC, com a intenção de averiguar se os ID, assim como proposto na hipótese e demonstrado nessa tese, também têm ligação com a dinâmica financeira e externa às economias periféricas, o que os coloca como fluxos de capitais que impactam na vulnerabilidade financeira externa dessas economias.

Para tanto, seis modelos ARDL foram construídos para cada país (com exceção da China, que foram apenas cinco), em que cada um desses mesclou o uso das variáveis PIB, corrente de comércio ( $CI_i$ ) e taxa de câmbio ( $CB_i$ ), como variáveis de controle, com as variáveis

índice VIX, índice de liquidez internacional (LIQ), taxa de juros dos EUA (TJ\_EUA) e principal índice da bolsa de valores do país em análise ( $BV_i$ ), como variáveis financeiras. O intuito da estratégia adotada foi de testar vários modelos para se ter maior certeza sobre as relações encontradas, ou seja, além de se considerar se a variável foi estatisticamente significante, verificou-se se essa foi significante em vários modelos e com o mesmo sinal. Do mesmo modo, a estratégia tentou minimizar os problemas relacionados a não consideração das especificidades de cada país, tanto ao alternar as variáveis explicativas quanto ao analisar os modelos país por país.

Destarte, focando-se nos resultados das variáveis financeiras nos modelos propostos, sobretudo no VIX e na LIQ, que são as variáveis mais relevantes para a presente tese, viu-se que os fluxos em IDPAFS para o Brasil demonstraram-se os mais afetados por variáveis financeiras (externas) no longo prazo, ou seja, essas não apenas provocaram desvios da trajetória de longo prazo daquela conta, de fato que esses resultados confirmam a hipótese da presente tese para esse país, de que os ID são afetados por variáveis financeiras (externas), indicando que essa rubrica contém capitais especulativos e de curto prazo, próximo a dinâmica dos IC. A confirmação dessa dinâmica sobre os fluxos em IDPAFS para o Brasil é reforçada pelos resultados da sua relação com a bolsa de valores (BVBR), em que o sinal positivo (e estatisticamente significante) entre essas variáveis indica que os ID para o Brasil também são determinados pelos movimentos da bolsa de valores brasileira, de modo que uma elevação nos preços das ações acarretaria o aumento dos IDPAFS para o Brasil (comportamento de manada), impulsionando a formação de bolhas financeiras, ou, reforçando os seus movimentos de baixa.

No caso da África do Sul, os fluxos em IDPAF para esse país, todavia, não apresentaram relação estatisticamente significativa com a liquidez internacional (LIQ), ou seja, seus fluxos não demonstraram relação com os grandes movimentos dos ciclos financeiros mundiais. Mas, ainda assim, por ter demonstrado fortes indícios de serem influenciados pelo índice VIX, um indicador reconhecidamente importante na determinação dos IC, entende-se que os seus IDPAF também são fortemente afetados pela dinâmica financeira, de fato que essa rubrica contém capitais especulativos e de curto prazo. Essa constatação é reforçada pelo fato dos fluxos em IDPAF para a África do Sul terem ligação (negativa e estatisticamente significante) com a taxa de juros dos EUA e com o mercado acionário do seu país, sendo que os capitais internacionais, por essa rubrica, entram nos momentos de queda da bolsa e saem nos momentos de elevação, caracterizando movimentos especulativos.

A relação mais forte e clara dos fluxos em IDPAF(S) para esses dois países com as variáveis financeiras apresentadas, na visão do presente trabalho, ocorre pelo fato desses

(comparativamente aos demais países do BRICS) terem uma maior abertura financeira (menores restrições sobre os movimentos financeiros) e mercado de capitais dinâmicos, o que tende a favorecer fluxos de capitais especulativos e de curto prazo.

Para a Rússia, viu-se que apenas um modelo apresentou relação negativa com o VIX (fraca evidência dessa relação), mas todos os três com a LIQ (sinal positivo e estatisticamente significantes), ou seja, os fluxos em IDPAFS para esse país também demonstraram forte relação com o movimento comum dos fluxos de capitais para os países periféricos, o que demonstra a susceptibilidade dessa rubrica e desse país à dinâmica financeira externa.

Para o caso específico da Índia, os IDPAFS demonstraram relação (estatisticamente significativa) com a liquidez internacional (LIQ) em todos os três modelos, mas não com o índice VIX, e sinal positivo com a taxa de juros dos EUA (TJ\_EUA). Entende-se que os resultados podem ter sido afetados pelo fato de a ampliação do seu processo de abertura financeira externa ter ocorrido nos anos 2000, o que impulsionou a entrada excessiva de capitais que estavam represados, sobretudo para a compra de ações, o que fomentou um *boom* da bolsa de valores indiana nesse interim (PRATES e CINTRA, 2009), e provavelmente também impactou na entrada de IDPAFS. Para tanto, outros estudos poderão esclarecer melhor essa questão. Todavia, sua ligação com a variável liquidez internacional (LIQ), somada a ligação que os IDPAFS apresentaram com a bolsa indiana, evidenciam a influência da dinâmica financeira e externa sobre os fluxos de IDPAFS na Índia.

Em relação a China, os IDPAF dessa não demonstraram relação estatisticamente significante com a liquidez internacional (LIQ), mas evidenciaram-se determinados pelo índice VIX e pela TJ\_EUA. Para esse país, também se destaca a influência do seu mercado acionário nas entradas de capitais por aquela rubrica, e ainda que a sua forte regulação sobre os fluxos de capitais contenha os movimentos mais curtos, seus IDPAF, possivelmente, também estão atrelados as oportunidades de especulação, ou seja, comprar na baixa e vender na alta, dado o sinal negativo da relação dessa rubrica com o índice da bolsa chinesa e com o índice VIX. Aqui, destaca-se, que os IDPAF para a China se apresentaram mais afetados pela dinâmica financeiro do que o esperado.

Destarte, mesmo os países que utilizam mecanismo de regulação sobre os ID demonstraram relação dessa conta com as variáveis que caracterizam os movimentos financeiros (VIX, LIQ, BV e TJ\_EUA) e que são determinantes dos fluxos em IC – como nos estudos apresentados no início desse capítulo –, que são capitais reconhecidamente especulativos e de curto prazo. Assim, como corroborado nessa tese, no capitalismo atual, a dimensão produtiva e financeira estão imbricadas na lógica de atuação das empresas,

juntamente com o predomínio dos conglomerados financeiros na posse e controle das ações, impondo também sobre os fluxos em ID à dominância financeira. Todavia, também é visto que essa lógica dos ID é mais evidente e afeta de forma mais forte os países que possuem menor regulação sobre as suas contas financeiras e mercados de capitais dinâmicos, como o caso do Brasil e África do Sul.

O maior impacto dos movimentos financeiros sobre os ID de Brasil e África do Sul, mas, principalmente, o caso do Brasil, pode ser visto ao se comparar os valores dos coeficientes das regressões das variáveis financeiras, em relação ao PIB, entre os países do BRICS. Para a LIQ, enquanto o aumento de um ponto percentual dessa acarretaria o aumento dos IDPAFS em 0,0239% do PIB (trimestral) da Índia e 0,0520% da Rússia, para o Brasil esse seria de 0,0768%. No caso do VIX, o aumento em um ponto desse proporcionaria a redução dos IDPAF(S) em 0,0316% do PIB para a Rússia, 0,0112% na China, 0,078% para a África do Sul e 0,2159% do PIB no caso do Brasil. Para a taxa de juros dos EUA, o seu aumento em um ponto percentual ocasionaria a redução dos IDPAF em 0,0919% do PIB para a China, enquanto para a África do Sul esse valor seria de 0,1556%.

Soma-se a análise a limitação dos dados sobre os IDPAF para a China e África do Sul, em que não havia, até o momento de finalização dessa tese, dados daquela conta sem Lucros Reinvestidos, o que prejudicou a qualidade dos modelos e dos resultados, uma vez que os Lucros Reinvestidos não se configuraram como novas entradas de capitais, mas, na verdade, em “não saídas”. Outra limitação importante dos dados de IDPAF(S) é a grande quantidade de capitais de ida e volta (*round-tripping*) presentes nessa rubrica para o caso da China, Índia e Rússia, principalmente<sup>93</sup>. Assim, o país que apresentou os dados com “melhor qualidade”; o Brasil, ou seja, com menos dos problemas relatados, foi o que os modelos apresentaram os resultados mais próximos dos esperados nessa tese, o que sugere que estudos futuros com melhores bases de dados possam demonstrar de forma mais efetiva a ligação dos ID com as variáveis financeiras trabalhadas.

---

<sup>93</sup> Como indicado no item 1.6 dessa tese.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

A globalização financeira e as suas supostas vantagens não têm sido verificadas, mesmo nos países com “condições iniciais adequadas”. Os países em desenvolvimento, que (supostamente) seriam os mais beneficiados com esse movimento, tornaram-se mais frágeis, apresentando elevação das suas vulnerabilidades externas e menores condições de diversificar suas economias.

Considerando a perspectiva teórica adotada (pós-keynesiana) – de que, principalmente: o financiamento do Investimento não depende da poupança passada e muito menos da poupança futura calculada *ex ante*; o limite da criação de liquidez depende, exclusivamente, da decisão do sistema bancário/financeiro de liberar crédito (capacidade endógena de criação de moeda); há incerteza no sentido forte (não-ergodicidade); os gestores de portfólio trabalham tentando antecipar o comportamento do mercado e expectativas “incorretas” podem ter resultados reais –, os mercados não podem ser considerados eficientes, e se a função desses não é alocar recursos de forma eficiente, não há motivos para se esperar que a abertura e a integração financeira das economias proporcionem o maior crescimento econômico (no curto e no longo prazo).

Ao contrário do esperado pelas teorias de cunho liberal, a maior abertura e integração (financeira) das economias têm elevado à instabilidade que é intrínseca a uma economia monetária da produção, e ao invés de promover o crescimento e o desenvolvimento econômico, os fluxos de capitais têm demonstrado um fim em si mesmos.

Nessa perspectiva, as economias periféricas apresentam-se mais suscetíveis às mudanças externas, dentre as quais, para a presente tese, destacou-se a vulnerabilidade externa financeira ligada à hierarquia das moedas. No mesmo sentido, os fluxos de capitais são um dos principais vetores de efetivação dessa vulnerabilidade, estando ligados, preponderantemente, aos ciclos de liquidez internacional e à expectativa dos investidores/aplicadores.

De tal modo, os fluxos financeiros, assim como a economia em geral, apresentam comportamento cíclico endógeno, de fato que as economias periféricas são duplamente afetadas, seja pela instabilidade intrínseca a uma economia monetária da produção, seja pelo maior grau de vulnerabilidade financeira externa dessas.

A vulnerabilidade financeira externa, ainda que intrínseca, pode sofrer mudanças de ordem qualitativa e quantitativa. Mostrou-se que as alterações no sistema financeiro e monetário mundial ocorridas a partir de 1960/70 – sejam elas, principalmente: as novas engenharias financeiras criadas (securitização, derivativos etc.); a intensificação dos processos

de abertura externa e desregulamentação financeira; os avanços tecnológicos; a institucionalização das poupanças e o surgimento dos investidores institucionais – contribuíram sobremaneira para a elevação da fragilidade e instabilidade do sistema econômico, especialmente das economias periféricas, que experimentaram uma elevação da vulnerabilidade externa, com o impulsionamento da volatilidade dos fluxos de capitais.

Em suma, todos esses movimentos se entrelaçam e são mutuamente dependentes, de forma a acentuar as atividades financeiras, processo que alguns pesquisadores denominam financeirização. Dentre as várias facetas da financeirização, destacou-se: a preponderância da busca da valorização por meio de ativos financeiros; a centralização das poupanças nos investidores institucionais; formação de conglomerados financeiros; a vingança dos acionistas e a virada financeira.

Todavia, ainda que a noção de que os IC, via fluxos internacionais de ações e títulos de dívida, operam sob essa lógica e provocam movimentos instabilizadores sobre as economias seja relativamente conhecida, poucos pesquisadores e estudiosos têm percebido que os fluxos em ID também podem apresentar essa mesma característica, e essa é a **hipótese** que a presente tese buscou confirmar, ou seja: que parte dos ID se configura como capitais de curto prazo, voláteis e especulativos, uma vez que são compostos por mera compras de ações (acima de 10% do capital social).

Entende-se, também, que essas características dos ID não são dominantes para todos os países, nem sobre o grupo dos BRICS, de forma que a composição e característica desses fluxos podem ser influenciadas pela regulação adotada, em que as políticas de liberalização e desregulamentação irrestritas, juntamente com mercados financeiros mais complexos, tendem a favorecer os fluxos de ID relacionados à dinâmica financeira.

Por essas abordagens, e na concepção da presente tese, a dinâmica atual dos capitais, principalmente em relação às grandes corporações e conglomerados, impõe sobre os fluxos de ID a mesma lógica dos ativos reconhecidamente financeiros, como os IC. Nesse sentido, os ID passaram a ser fluxos de capitais estruturalmente líquidos, em que, somados à lógica atual do capitalismo e dos seus principais proprietários – grupos financeiros –, concorrem lado a lado com qualquer outro tipo de aplicação financeira, pesando sobre aqueles uma dinâmica mais curtoprazista e volátil, que tem impacto (negativo) direto na vulnerabilidade financeira externa das economias. Ou seja, além de não se esperar o maior desenvolvimento e crescimento das economias a partir da livre movimentação dos ID via sinais de mercado, esses fluxos podem abortar esses objetivos.

Viu-se, também, que, ainda que haja uma vasta literatura sobre os determinantes do ID, a maioria das hipóteses ainda estão em aberto, e que estudos específicos para o caso dos BRICS são reduzidos, principalmente tratando-se da associação dos ID a variáveis financeiras, e essa é uma das novidades da presente tese.

Já alguns estudos mais recentes vão ao encontro da hipótese da presente tese, principalmente por demonstrarem: a pouca ligação dos ID com o PIB; relação desses fluxos com acontecimentos externos às economias e que suas possíveis benefícies têm que ser comparadas com seus prejuízos, que podem ser superiores.

Os próprios manuais que regulamentam as transações de ID explicitam como esses são mais complexos do que normalmente são tratados e entendidos, sendo que, também, fica clara a possibilidade de as transações de ID estarem ligadas à simples valorização financeira, especulativa e de não estarem relacionadas diretamente à economia real/produtiva.

No Capítulo 2, averiguou-se, de forma mais detalhada e específica, para cada um dos países do BRICS, os movimentos gerais relatados no Capital 1, sejam eles: abertura externa (financeira e comercial) e desregulamentação financeira; e como essas ocorrem, de forma mais intensa, praticamente no mesmo período nos países estudados (década de 1990).

No conjunto dos indicadores de liberdade/restrição sobre as transações financeiras internacionais, viu-se que Brasil e África do Sul evidenciaram um menor nível de restrição, seguidos por Rússia, um caso intermediário, e China e Índia, que demonstraram, comparativamente, mais controles sobre o capital externo. Essas constatações vão ao encontro das encontradas em Ferrari Filho e De Paula (2006), Munhoz, Pereira e De Deus, (2011) e Peres e Araújo (2011).

Quanto à dinâmica dos mercados de capitais em termos internacionais, constatou-se que a África do Sul foi o país que se apresentou mais dinâmico, dentre todos do BRICS, seguido de Brasil e, posteriormente, da Rússia.

Devido aos diferentes níveis de restrições impostas sobre os fluxos de capitais para os BRICS, sobretudo em relação aos ID, e os diferentes processos de abertura externa e regulamentação desses países, entende-se que a quantidade de capitais entrantes pela rubrica ID com características financeiras, especulativas e de curto prazos (como os capitais entrantes via IC) seja menor nos países que possuem maiores restrições e mercados financeiros menos dinâmicos. Ou seja, maiores restrições sobre as transações desestimulam os capitais mais ligados à dinâmica financeira, que necessitam de um maior nível de liquidez e liberdade, de forma que o impacto, positivo ou negativo, dos ID sobre as economias dependerá da sua regulação, e não da livre mobilidade desses capitais.

No Capítulo 3, a partir da construção do indicador ciclos de liquidez internacional, da sua periodicidade e da explicação da sua dinâmica, evidenciou-se que os fluxos de capitais para os países periféricos (por região) acompanharam uma dinâmica mais geral da liquidez internacional, fortemente influenciada por fatores externos àquelas economias, como a política monetária dos EUA e os choques externos (captados pelo índice VIX), e que, ainda que os fluxos em IC e OI confirmaram uma relação mais clara com essa dinâmica, os fluxos em ID também se mostraram relacionados a ela, mesmo que de forma menos intensa e com maior defasagem, confirmando sua relação com a dinâmica financeira e susceptibilidade a acontecimentos externos. Observou-se, também, que essa dinâmica impactou de forma comum variáveis relevantes para as economias periféricas, como suas taxas de câmbio e de juros, preços das *commodities* etc.

No Capítulo 4, viu-se que as CF de todos os países do BRICS parecem estar sujeitas aos acontecimentos externos/internacionais mais relevantes e aos ciclos de liquidez, mesmo para aqueles países considerados com maiores restrições sobre a mobilidade de capital, como o caso da China, evidenciando-se a vulnerabilidade financeira externa dessas economias.

Em específico aos ID, Brasil, Índia e África do Sul apresentaram dinâmica mais instável dessa rubrica em relação aos demais países, sobretudo o Brasil, e os fluxos em IDPAF (para todos os países) também se mostraram mais instáveis e susceptíveis às mudanças externas (pela análise gráfica) do que os IDPID. Complementarmente, viu-se que o peso dos fluxos em IDP em relação ao PIB (e suas subcontas) sobre cada uma das economias dos BRICS é heterogêneo, sendo que se destaca o maior peso dos IDP, IDPAF e IDPAFS sobre o BP do Brasil.

Outro fato interessante foram os fluxos em IDP sem Lucros Reinvestidos e/ou Investimento Reverso se apresentarem mais conectados aos ciclos de liquidez do que a rubrica IDP total. O que faz todo sentido, uma vez que os fluxos em Lucros Reinvestidos não estão associados a entradas de capitais de fato, mas, na verdade, à não saída de capitais, enquanto os Investimentos Reversos estão associados à lógica dos investidores nacionais/internos, que é diferente da lógica envolvendo os investidores estrangeiros. Assim, o mais interessante seria analisar os fluxos em IDPAF sem Lucros Reinvestidos e os IDPID sem Investimento Reverso, mas, infelizmente, no momento de elaboração desta tese, não havia informações nesse nível de desagregação para China, África do Sul e Índia (apenas para Investimento Reverso, para Índia). Todavia, a necessidade de extração dos Lucros Reinvestidos dos IDPAF foi uma constatação importante, que ressalta a relevância da metodologia de análise utilizada (abertura da CF em subníveis) e possibilitou a realização de uma análise econométrica mais apurada.

Para a análise dos países que os ID tiveram impacto relevante na variância/volatilidade da CF, destacaram-se os casos de Brasil e Índia, para os IDPAF, e África do Sul, para os IDPID. Para o Brasil, viu-se que a variância ponderada dos IDPAF foi superior à da rubrica ICAPAF, e, para a Índia, esse indicador para os IDPAF foi mais elevado que o dos ICPTD, ou seja, apresentaram maior contribuição sobre a variância da CF do que rubricas characteristicamente consideradas instáveis. Todavia, para o caso da Índia, cabe destacar a ampliação do seu processo de abertura financeira externa nos anos 2000 (período analisado), como, por exemplo, a retirada do imposto de 10% sobre os ganhos de capitais em 2003, o que impulsionou a entrada excessiva de capitais, que estavam represados, sobretudo para a compra de ações, o que fomentou um *boom* da bolsa de valores indiana nesse interim (PRATES e CINTRA, 2009), e provavelmente também impactou na entrada de IDPAF. Para a África do Sul, foi a rubrica IDPID que demonstrou peso relativamente elevado sobre a variância da sua CF. Em relação à China e à Rússia, os IDP não apresentaram valores significativos sobre a variância da CF desses, assim como os ICP, em que, para ambos, também, a rubrica OI foi a que demonstrou maior peso.

Destarte, para todas as análises do Capítulo 4, a África do Sul e o Brasil demonstraram maior vulnerabilidade financeira externa do que as demais economias analisadas, sobretudo por apresentarem persistentes déficits em TC e, por consequência, dependerem dos fluxos financeiros para o “fechamento” dos seus BP, somado ao fato da variância/volatilidade das suas CF serem mais afetadas pela rubrica ICP. O caso da África do Sul é ainda mais problemático pelo fato desse país ter uma maior dependência das entradas de capitais via ICP para fechar o BP, sendo aquela rubrica a mais instável. E o caso do Brasil é amenizado por esse ter uma maior dependência dos IDP para fechar o BP, que mesmo contendo capitais ligados à dinâmica financeira (como a negociação de ações), são comparativamente mais estáveis.

No Capítulo 5, dadas as constatações dos capítulos anteriores, procurou-se verificar se sobre os fluxos de ID para os BRICS contêm capitais especulativos e curtoprazistas, por meio da abordagem ARDL (e *Bounds-Testing Approach to Cointegration*). A ideia foi verificar se os determinantes financeiros dos fluxos em IC também são importantes na determinação dos fluxos em ID. Para a escolhas das variáveis explicativas testadas, fez-se uma ampla revisão dos trabalhos empíricos que trataram dos determinantes dos ID – sobretudo para os países do BRICS ou para as economias periféricas –, e dos IC – principalmente, também, dos que abordaram as economias periféricas –, com o intuito de utilizar variáveis já consolidadas na literatura a respeito dos determinantes dos ID (como variáveis de controle) e testar as “variáveis financeiras” (externas) ligadas aos determinantes dos IC. Assim, constatada a determinação dos

fluxos em ID pelas variáveis financeiras (amplamente aceitas como determinantes dos IC), poderia intuir-se que os fluxos em ID também contêm capitais com dinâmica próxima à dos IC, ou seja, especulativa, curtoprazista, e que, se assim fosse, os ID também se configurariam como vetor de pressão sobre a vulnerabilidade financeira externa dos países do BRICS.

Para a variável explicada, todavia, utilizou-se os IDPAF(S), a partir das análises dos capítulos anteriores, uma vez que essa é a rubrica que capta os movimentos dos ID de estrangeiros em ações (ordinárias e acima dos 10% do capital social), excluindo as transações de Lucros Reinvestidos, que, na verdade, não configuram novas entradas de capitais (para China e África do Sul não foi possível excluir os Lucros Reinvestidos). Evidenciou-se, também, que por essa rubrica são transacionados volumes significativos de capitais (em comparação a outras contas do BP), e que esses representam boa parte dos fluxos em IDP para os países do BRICS, com exceção da África do Sul (que tem a conta IDPID mais dinâmica).

Por isso, destaca-se a inovação da presente tese em analisar os ID em subníveis, ao invés do ID total. O entendimento é o de que a dinâmica de cada uma das rubricas dos ID é diferente, e considerar o total dessa poderia incorrer em resultados enganosos. Destaca-se, também, a inovação da tese ao utilizar variáveis financeiras (externas) para explicar a determinação dos ID; o uso de modelos ARDL; e o estudo de países, em separado, sobre os quais existem poucos trabalhos em relação à temática abordada, como o caso da África do Sul e da Rússia, principalmente.

Para tanto, seis modelos ARDL foram construídos para cada país do BRICS (com exceção da China, que foram apenas cinco). Em cada um desses mesclou-se o uso das variáveis PIB, corrente de comércio (C<sub>Li</sub>) e taxa de câmbio (C<sub>Bi</sub>), como variáveis de controle, com as variáveis índice VIX (índice *proxy* para a aversão ao risco dos investidores e acontecimentos externos), índice de liquidez internacional (LIQ), taxa de juros dos EUA (T<sub>J\_EUA</sub>) e o principal índice da bolsa de valores do país em análise (B<sub>Vi</sub>), como variáveis financeiras.

Focando nos resultados das variáveis financeiras nos modelos propostos, sobretudo no VIX e na LIQ, que são as variáveis mais relevantes para a presente tese, viu-se que os fluxos em IDPAFS para o Brasil demonstraram-se os mais afetados, em relação ao BRICS, por variáveis financeiras (externas) no longo prazo, uma vez que o VIX e a LIQ foram estatisticamente significantes e apresentaram sinais esperados em vários modelos, ou seja, esses resultados confirmam a hipótese da presente tese para esse país, de que os ID são afetados por variáveis financeiras (externas), indicando que essa rubrica contém capitais especulativos e de curto prazo, próximo à dinâmica dos IC. A confirmação dessa dinâmica sobre os fluxos em IDPAFS para o Brasil é reforçada pelos resultados da sua relação com a bolsa de valores

(BVBR), em que o sinal positivo (e estatisticamente significante) entre essas variáveis nos modelos testados indicou que os ID para o Brasil também são determinados pelos movimentos da bolsa de valores brasileira, de modo que uma elevação nos preços das ações acarretaria o aumento dos IDPAFS para o Brasil (comportamento de manada), o que impulsionaria a formação de bolhas financeiras, ou reforçaria os movimentos de baixa.

No caso da África do Sul, os fluxos em IDPAF para esse país, todavia, não apresentaram relação estatisticamente significante com a liquidez internacional (LIQ), ou seja, seus fluxos não demonstraram relação com os grandes movimentos dos ciclos financeiros mundiais. Mas, ainda assim, por ter demonstrado fortes indícios de serem influenciados pelo índice VIX – que se apresentou estatisticamente significante e com sinal esperado –, um indicador reconhecidamente importante na determinação dos IC, entende-se que os IDPAF para a África do Sul também são fortemente afetados pela dinâmica financeira, de fato que essa rubrica contém capitais especulativos e de curto prazo. Essa constatação é reforçada pelo fato dos fluxos em IDPAF para a África do Sul terem ligação (negativa e estatisticamente significante) com a taxa de juros dos EUA e com o mercado acionário do seu país, sendo que os capitais internacionais, por essa rubrica, entram nos momentos de queda da bolsa e saem nos momentos de elevação, que são movimentos caracteristicamente especulativos.

A relação mais forte e clara dos fluxos em IDPAF(S) para esses dois países com as variáveis financeiras apresentadas, na visão do presente trabalho, ocorre pelo fato desses (comparativamente aos demais países do BRICS) terem uma maior abertura financeira (menores restrições sobre os movimentos financeiros) e mercado de capitais dinâmicos, o que tende a favorecer fluxos de capitais especulativos e de curto prazo.

Para a Rússia, viu-se que apenas um modelo apresentou relação negativa com o VIX (fraca evidência dessa relação), mas três com a LIQ (sinal positivo e estatisticamente significantes), ou seja, os fluxos em IDPAFS para esse país também demonstraram forte relação com o movimento comum dos fluxos de capitais para os países periféricos, demonstrando a afetação dessa rubrica e desse país pela dinâmica financeira externa.

Para o caso específico da Índia, os IDPAFS demonstraram relação (estatisticamente significante) com a liquidez internacional (LIQ) em todos os três modelos em que essa foi utilizada, mas não com o índice VIX, e sinal positivo com a taxa de juros dos EUA (TJ\_EUA). Entende-se que os resultados (sinal contrário ao esperado para VIX e TJ\_EUA) podem ter sido afetados pelo fato de a ampliação do seu processo de abertura financeira externa, sobretudo para a compra de ações, ter ocorrido nos anos 2000, o que provavelmente também impactou na manutenção das entradas de IDPAF a despeito das condições externas. Para tanto, outros

estudos poderão esclarecer melhor essa questão. Todavia, sua ligação com a variável liquidez internacional (LIQ), somada à ligação que os IDPAFS apresentaram com a bolsa indiana (sinal positivo e estatisticamente significante), evidenciam a influência da dinâmica financeira e externa sobre os fluxos de IDPAFS na Índia.

Em relação à China, os IDPAF não demonstraram relação estatisticamente significante com a liquidez internacional (LIQ), mas mostraram-se determinados pelo índice VIX e pela TJ\_EUA. Para esse país, também se destaca a influência do seu mercado acionário nas entradas de capitais por aquela rubrica, e ainda que a sua forte regulação sobre os fluxos de capitais contenha os movimentos mais curtos, seus IDPAF, possivelmente, também estão atrelados às oportunidades de especulação, ou seja, comprar na baixa e vender na alta, dado o sinal negativo da relação dessa rubrica com o índice da bolsa chinesa e com o índice VIX. Aqui, destaca-se, que os IDPAF para a China se apresentaram mais afetados pela dinâmica financeira do que o esperado.

Deste modo, mesmo os países que utilizam mecanismo de regulação sobre os ID demonstraram relação dessa conta com as variáveis que caracterizam os movimentos financeiros (VIX, LIQ, BV e TJ\_EUA) e que são determinantes dos fluxos em IC – como nos estudos apresentados no Capítulo 5 –, que são capitais reconhecidamente especulativos e de curto prazo. Assim, como corroborado nesta tese, no capitalismo atual, a dimensão produtiva e financeira estão imbricadas na lógica de atuação das empresas, juntamente com o predomínio dos conglomerados financeiros na posse e controle das ações, impondo também sobre os fluxos em ID à dominância financeira. Todavia, também é visto que essa lógica dos ID é mais evidente e afeta de forma mais forte os países que possuem menor regulação sobre as suas contas financeiras e mercados de capitais dinâmicos, como foi constatado para o caso do Brasil e África do Sul, comparativamente aos demais países do BRICS.

Destarte, constatou-se que os fluxos de capitais em situação de livre mobilidade não só não proporcionam os melhores resultados em termos econômicos, como, também, prejudicam as economias que estão na periferia do sistema financeiro internacional, elevando suas vulnerabilidades externas, que são potencializadas quanto maior for a proporção de capitais de curto prazo transacionado pela CF. É nesse sentido que a presente tese contribui, por mostrar que parte importante dos ID, inseridos num sistema capitalista financeirizado, têm dinâmica próxima à dos IC, e contêm fluxos de capitais voláteis e especulativos, sendo fortemente afetados pelos ciclos de liquidez internacional e por acontecimentos externos, como visto via análise gráfica, estudo da volatilidade/variância e modelos econométricos, e que essa dinâmica financeira dos ID é agravada quanto maior for o nível de abertura econômica

financeira e mais dinâmico for o mercado de capitais do país em questão – como foram os casos de Brasil e África do Sul, em relação aos demais países do BRICS –, de modo que os ID também configuraram-se como vetor de pressão sobre a vulnerabilidade (financeira) externa das economias.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ACIOLY, Luciana. Brasil, China e Índia: o investimento direto externo nos anos noventa. 2004. Tese de Doutorado. Tese (Doutoramento) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.
- ADU, George; ALAGIDEDE, Paul; KARIMU, Amin. Stock return distribution in the BRICS. Review of Development Finance, v. 5, n. 2, p. 98-109, 2015. <https://doi.org/10.1016/j.rdf.2015.09.002>.
- AGARWAL, Jamuna P. Determinants of foreign direct investment: A survey. Weltwirtschaftliches Archiv, v. 116, n. 4, p. 739-773, 1980. <https://doi.org/10.1007/BF02696547>.
- AGRAWAL, Gaurav. Foreign direct investment and economic growth in BRICS economies: A panel data analysis. Journal of Economics, Business and Management, v. 3, n. 4, p. 421-424, 2015. <https://doi.org/10.7763/JOEBM.2015.V3.221>
- AKPAN, Uduak; ISIHAK, Salisu; ASONGU, Simplice. Determinants of foreign direct investment in fast-growing economies: a study of BRICS and MINT. African Governance and Development Institute WP/14/002, 2014. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2493410>.
- AMADO, Adriana M.; CARUSO, Paulo R. de S. Liberalização, Vulnerabilidade Financeira e Instabilidade: algumas considerações sobre a economia brasileira. Economia e Sociedade (UNICAMP. Impresso), v. 20, p. 20-40, 2011. <https://doi.org/10.1590/S0104-06182011000300002>
- AMADO, Adriana M.; FREITAS, Jean T. de. Instabilidade financeira em países em desenvolvimento: uma análise intersetorial. ECONOMIA E SOCIEDADE (UNICAMP. IMPRESSO), v. 29, p. 119-147, 2020. <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2020v29n1art05>.
- AKYUZ, Yilmaz. Foreign Direct Investment, Investment Agreements, and Economic Development: Myths and Realities. Research Paper, 63, 2015.
- ASIEDU, Elizabeth. On the determinants of foreign direct investment to developing countries: is Africa different? World development, v. 30, n. 1, p. 107-119, 2002. [https://doi.org/10.1016/S0305-750X\(01\)00100-0](https://doi.org/10.1016/S0305-750X(01)00100-0).
- BAEK, In-Mee. Portfolio investment flows to Asia and Latin America: Pull, push or market sentiment? Journal of Asian Economics, v. 17, n. 2, p. 363-373, 2006. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2006.02.007>.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Capitais Internacionais e Mercado de Câmbio no Brasil, 2015. Disponível em:<[https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Documents/Politica%20cambial/texto\\_tecnico/Capitais\\_Internacionais\\_Mercado\\_Cambio\\_Brasil.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Documents/Politica%20cambial/texto_tecnico/Capitais_Internacionais_Mercado_Cambio_Brasil.pdf)>. Acesso em: 17 mar. de 2020.
- BARBOSA, Alexandre de F.; TEPASSÉ, Ângela C. África do Sul pós-apartheid: entre a ortodoxia da política econômica e a afirmação de uma política externa. Trajetórias recentes de desenvolvimento: estudos de experiências internacionais selecionadas, 2009.
- BASTOS, Estêvão K. X.; FONTES, Patrícia V. da S. Mercado de câmbio brasileiro e intervenções do Banco Central. 2013.
- BBC. Entenda o Brexit e seus impactos em 8 perguntas, 2020. Disponível em: <<https://www.bbc.com/portuguese/internacional-46335938>>. Acesso em: 26 ago. 2020.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de M. O novo papel do Estado frente à globalização. In: Globalização e desenvolvimento regional: cenários para o século XXI. Recife: SUDENE, 1997.

BENACEK, Vladimir et al. The Determinants and Impact of Foreign Direct Investment in Central and Eastern Europe: A comparison of survey and econometric evidence. *Transnational corporations*, v. 9, n. 3, p. 163-212, 2000.

BIANCARELLI, André M. Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira. Tese de Doutorado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP, 2007.

BITTENCOURT, Geraldo M. Três ensaios sobre investimento direto estrangeiro no Brasil. Tese de Doutorado. Universidade Federal de Viçosa. Programa de Pós-Graduação em Economia Aplicada. Viçosa/MG, 2016.

BLONIGEN, Bruce A. In search of substitution between foreign production and exports. *Journal of international economics*, v. 53, n. 1, p. 81-104, 2001. [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(00\)00066-0](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(00)00066-0).

BLONIGEN, Bruce A. A review of the empirical literature on FDI determinants. *Atlantic Economic Journal*, v. 33, n. 4, p. 383-403, 2005. <https://doi.org/10.1007/s11293-005-2868-9>.

BM&FBOVESPA. Metodologia do índice Bovespa. Abril, 2015. Disponível em:<<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D29514A326701516E695D7F65C0>>. Acesso em: 19 de fevereiro de 2019.

BOFIT. UNCTAD's estimate of ultimate sources of foreign direct investment emphasises Western investment in China and Russia. 2019. Disponível em:<[https://www.bofit.fi/en/monitoring/weekly/2019/vw201935\\_2](https://www.bofit.fi/en/monitoring/weekly/2019/vw201935_2)>. Acesso em: 29 de dezembro de 2020.

BOTTECCHIA FILHO, Luiz Carlos T. Volatilidade cambial e regimes de câmbio. Tese de Doutorado. 2011.

BRANA, Sophie; LAHET, Delphine. Determinants of capital inflows into Asia: The relevance of contagion effects as push factors. *Emerging Markets Review*, v. 11, n. 3, p. 273-284, 2010. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2010.03.003>.

BRASIL. Ministério das Relações Exteriores. Centro de Estudos das Sociedades de Advogados (CESA). Guia Legal para o Investidor Estrangeiro no Brasil / Ministério das Relações Exteriores. Brasília: MRE: BrasilGlobalNet, 2012, 334p.

BRUNO, Miguel. Financeirização e crescimento econômico: o caso do Brasil. ComCiência, Campinas, n. 128, maio 2011. Disponível em:<[http://comciencia.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-76542011000400009&lng=es&nrm=iso](http://comciencia.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-76542011000400009&lng=es&nrm=iso)>. Acesso em 06 dez. 2017.

BRUNO, Miguel; CAFFÉ, Ricardo. Indicadores macroeconômicos de financeirização: Metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. In: BRUNO, Miguel (org.), População, Espaço e Sustentabilidade: Contribuições para o desenvolvimento do Brasil. Rio de Janeiro: IBGE, p. 35-61, 2015. [https://doi.org/10.21579/isbn.9788524043192\\_cap2](https://doi.org/10.21579/isbn.9788524043192_cap2).

CALVO, Guillermo A.; LEIDERMAN, Leonardo; REINHART, Carmen M. Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors. *Staff Papers*, v. 40, n. 1, p. 108-151, 1993. <https://doi.org/10.2307/3867379>.

CAMPOS, Nauro F.; KINOSHITA, Yuko. Why does FDI go where it goes? New evidence from the transition economies. IMF Working Paper, IMF Institute, Novembro de 2003. <https://doi.org/10.2139/ssrn.414540>.

CANELA, Miguel A.; COLLAZO, Eduardo P.; SANTISO, Javier. Capital Flows to BRICs countries: fundamentals or just liquidity? In: Latin American and Caribbean Economic Association Conference, Mexico, DF. 2006.

CARCANHOLO, Marcelo D. Abertura externa e liberalização financeira: impactos sobre crescimento e distribuição no Brasil dos anos 90. Teses e Dissertações. UFU, Uberlândia, MG, 2002.

CARMODY, Padraig. Between globalisation and (post) apartheid: the political economy of restructuring in South Africa. *Journal of Southern African Studies*, v. 28, n. 2, p. 255-275, 2002. <https://doi.org/10.1080/03057070220140694>.

CARNEIRO, Ricardo. Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp/IE. Unicamp, 2002.

CARNEIRO, Ricardo. Dinâmica e crise do capitalismo com dominância financeira. Marcolino, LC Carneiro, R. Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil, São Paulo: Atitude, 2010.

CARNEIRO, Ricardo de M.; ROSSI, Pedro; CHILIATTO-LEITE, Marcos Vinicius; MELLO, Guilherme S. A Quarta Dimensão: Os Derivativos em um Capitalismo com Dominância Financeira. Texto para Discussão-Instituto de Economia Unicamp, 2011.

CARVALHO, Bernardo S. de M.; GARCIA, Márcio G. P. "Ineffective controls on capital inflows under sophisticated financial markets: Brazil in the nineties". NBER Working Paper, 12283. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2006. <https://doi.org/10.3386/w12283>.

CARVALHO, Mônica R. de. Entre dois BRICs. 2007. Disponível em:<<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/26745/34685-66585-1-PB.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em 24 de novembro de 2020.

CASSIOLATO, José E. Empresas transnacionais e o desenvolvimento tecnológico brasileiro: uma introdução ao artigo "Present international patterns of foreign direct investment: underlying causes and some policy implications for brasil". *Rev. Econ. Contemp.*, Rio de Janeiro, v. 17, n. 3, p. 365-375, set-dez/2013. <https://doi.org/10.1590/S1415-98482013000300001>.

CBOE. Chicago Board Options Exchange. VIX Index Historical Data. Disponível em:<<http://www.cboe.com/products/vix-index-volatility/vix-options-and-futures/vix-index/vix-historical-data>>. Acesso em 08 de outubro de 2020.

CHANDRASEKHAR, C. P. Financial liberalization and the new dynamics of growth in India. Third World Network, 2008.

CHEN, J. Lemming. Jun 23, 2018. Disponível em:<<https://www.investopedia.com/terms/l/lemming.asp>>. Acesso em: 10 de março de 2019.

CHESNAIS, François. A Mundialização do Capital, São Paulo, Ed. Xamã, 1996.

CHESNAIS, François et al. A mundialização financeira: gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamã, v. 107, 1998.

CINTRA, Marcos A. M. A montagem de um novo regime monetário financeiro nos Estados Unidos: 1982-94. São Paulo: FUNDAP, 1998.

CINTRA, Marcos A. M.; PINTO, Eduardo C. China em transformação: transição e estratégias de desenvolvimento. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 37, n. 2, p. 381-400, 2017. <https://doi.org/10.1590/0101-31572017v37n02a07>.

CONCILIO. Medidas restritivas da UE em resposta à crise na Ucrânia. Disponível em:<<https://www.consilium.europa.eu/pt/policies/sanctions/ukraine-crisis/>>. Acesso em out. 2019.

CORRÊA, Vanessa P. A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento. Campinas/SP. Tese de Doutorado, IE/UNICAMP, 1996.

CORRÊA, Vanessa. P.; ALMEIDA FILHO, Niemeyer. Armadilha macroeconômica e custos de reversão no curto prazo: os dilemas da política econômica no Brasil. In: VII Encontro Nacional de Economia Política e II Colóquio Latino Americano de Economistas políticos, 2002, Curitiba. Anais do VII Encontro Nacional de Economia Política e do II Colóquio Latino Americano de economistas Políticos, v. 1. p. 1-20. 2002.

CORRÊA, Vanessa. P.; ALMEIDA FILHO, Niemeyer . Fragilidade financeira e vulnerabilidade externa em países periféricos ? uma análise da conta financeira do Balanço de Pagamentos Brasileiro entre 2003 e 2012 à luz da interpretação de François Chesnais. In: CASSIOLATO, J. E.; MATTOS, M. P.; LASTRES, H. M.. (Org.). Desenvolvimento e mundialização? o Brasil e o pensamento de François Chesnais. 1ed.Rio de Janeiro: e-papers, v. 1, p. 247-272. 2014.

CORRÊA, Vanessa P. 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. Vol. 1. p.1-25. 2006.

CORRÊA, Vanessa P.; MESSEMBERG, Roberto P.; BRAGA, Julia M.; SILVA, Renata P. Instability of capital inflows and financial assets returns in the Brazilian Economy. Anais do V Encontro Internacional da AKB. Rio de Janeiro, v. 1, p. 1-35, 2012.

CORRÊA, Vanessa P.; MOLLO, Maria de L. R.; BIAGE, Milton. Vulnerabilidade do Mercado X Vulnerabilidade de País: discutindo as políticas liberais e a volatilidade dos fluxos financeiros no Brasil. Anais do XIII Encontro Nacional da Sociedade Brasileira de Economia Política, SEP, 2009.

CORRÊA, Vanessa P.; PEREIRA, Vanessa P. Hierarquia das moedas e fluxos de capitais para países periféricos: a vulnerabilidade dessa questão no período pós 2008. In: Lastres, H. M., Cassiolato, J. E., Laplane, G & Sarti, F. (Org.). O Futuro de Desenvolvimento - Ensaios em homenagem a Luciano Coutinho. 1ed.Brasília: Athalaia Gráfica e Editora, v. 1, p. 105-151, 2016.

CORREA, Vanessa. P. e XAVIER, Clésio L. 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. 2014.

CUNHA, André M.; ACIOLY, Luciana. China: ascensão à condição de potência global - características e implicações. Trajetórias Recentes de Desenvolvimento: estudos de experiências internacionais selecionadas, p. 343, 2009.

CUNHA, André M.; PRATES, Daniela M.; DA SILVA BICHARA, Julimar. O efeito contágio da crise financeira global nos países emergentes. Indicadores Econômicos FEE, v. 37, n. 1, 2009.

DAMGAARD, Jannick; ELKJAER, Thomas. The global FDI network: searching for ultimate investors. International Monetary Fund, 2017. <https://doi.org/10.5089/9781484329658.001>.

DAMASCENO, Aderbal O. Integração financeira internacional e crescimento econômico: uma crítica à abordagem convencional. In: Economia e Sociedade, Campinas: UNICAMP/ Instituto de Economia, vol.16, nº 2 (30), p. 171 - 198, agosto, 2007. <https://doi.org/10.1590/S0104-06182007000200003>.

DAMASCENO, Aderbal O. Padrão dos fluxos de capitais: teoria, evidência e puzzle. Economia e Sociedade, v. 23, n. 1, p. 63-105, 2014. <https://doi.org/10.1590/S0104-06182014000100003>.

DAVIDSON, Paul. The case for regulating international capital flows. In: Uncertainty, International Money, Employment and Theory. Palgrave Macmillan, London, p. 147-165, 1999. [https://doi.org/10.1007/978-1-349-14991-9\\_10](https://doi.org/10.1007/978-1-349-14991-9_10).

DAVIDSON, Paul. Volatile financial markets and the speculator. In: Uncertainty, International Money, Employment and Theory. Palgrave Macmillan, London, p. 276-295, 1999. [https://doi.org/10.1007/978-1-349-14991-9\\_21](https://doi.org/10.1007/978-1-349-14991-9_21).

DE CONTI, Bruno M.; PRATES, Daniela M.; PLIHON, Dominique. 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, 2014. <https://doi.org/10.1590/S0104-06182014000200003>.

DEPARTMENT OF INDUSTRIAL POLICY & PROMOTION. Ministry of Commerce & Industry, Government of India. Consolidated FDI Policy Circular of 2017. August 28, 2017.

DOWBOR, Ladislau. A era do capital improdutivo. A nova arquitetura do poder, sob dominação financeira, sequestro da democracia e destruição do planeta. São Paulo: Editoras Outras Palavras e Autonomia Literária, 2017.

DRUMMOND, Carlos. Carta Capital, 27 Fevereiro de 2019. Disponível em: <<https://www.cartacapital.com.br/opiniao/o-tripe-da-globalizacao-quebrou/>>. Acesso em: 27 Fevereiro de 2019.

DRUMMOND, Carlos. O tripé da globalização quebrou. Ameaça de nova crise mundial ressurge. 2019. Disponível em:<<https://www.cartacapital.com.br/opiniao/o-tripe-da-globalizacao-quebrou/>>. Acesso em: 27 de fevereiro de 2019.

DURAND, Cédric; GUEUDER, Maxime. The Profit-Investment Nexus in na Era of Financialisation, Globalisation and Monopolisation: A Profit-Centred Perspective, Review of Political Economy, 30:2, 126-153, 2018. <https://doi.org/10.1080/09538259.2018.1457211>.

DURHAM, J. Benson. Absorptive capacity and the effects of foreign direct investment and equity foreign portfolio investment on economic growth. European economic review, v. 48, n. 2, p. 285-306, 2004. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(02\)00264-7](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(02)00264-7).

FARHI, Maryse. Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. Economia e Sociedade, v. 8, n. 2, p. 93-114, 1999.

FARO, Kelly C.; SILVA, Cleomar G. Déficits Triplos na Economia Brasileira: Uma Análise via Modelos ARDL com Abordagem de Cointegração. X Encontro Internacional Da Associação Keynesiana Brasileira, 2017.

FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Fernando de. Liberalização Financeira e Performance Econômica: a experiência recente dos BRIC. XI Encontro Nacional de Economia Política, 2006, Vitória. ANAIS DO XI ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA. São Paulo: Sociedade Brasileira de Economia Política (SEP), 2006.

- FERREIRA, Carlos K. L.; FREITAS, Maria Cristina P. de. Mercado Internacional de crédito e inovações financeiras (Vol. 1). Fundação do Desenvolvimento Administrativo, Instituto de Economia do Setor Público, 1990.
- FINANCE, YAHOO. Disponível em:<<https://finance.yahoo.com/quote/%5EGSPC?p=%5EGSPC>>. Acesso em 08 de outubro de 2020.
- FREITAS, Maria Cristina P.; PRATES, Daniela M. Abertura financeira na América Latina: as experiências da Argentina, Brasil e México. *Economia e Sociedade*, v. 7, n. 2, p. 173-198, 1998.
- FREITAS, Maria Cristina P.; PRATES, Daniela M. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. *Economia e sociedade*, v. 10, n. 2, p. 81-111, 2001.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). Recent Experiences in Managing Capital Inflows - Cross-Cutting Themes and Possible. 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 14, 2011. <https://doi.org/10.5089/9781498339346.007>.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). Perspectivas de la economía mundial. Enero 2012. Washington (DC), 2012.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). Perspectivas de la economía mundial. Enero 2013. Washington (DC), 2013a.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). Perspectivas de la economía mundial. Octubre 2013. Washington (DC), 2013b.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). Perspectivas de la economía mundial. Enero 2014. Washington (DC), 2014.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). BPM6 Compilation Guide. Companion Document to the sixth edition of the Balance of Payments and International Investment Position Manual. - Washington, D.C., 2014b.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). Perspectivas de la economía mundial. Enero 2015. Washington (DC), 2015.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). Coordinated direct investment survey guide. Washington, D.C., 2015b.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). Perspectivas de la economía mundial. Enero 2016. Washington (DC), 2016.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). World Economic Outlook. Too Slow for Too Long. April 2016. Washington (DC), 2016b.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). Perspectivas de la economía mundial. Enero 2018. Washington (DC), 2018a.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). Global Financial Stability Report - A Decade after the Global Financial Crisis: Are We Safer? Octubre 2018. Washington (DC), 2018b.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). Perspectivas de la economía mundial. Octubre 2018. Washington (DC), 2019.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). IFM Data. Disponível em:<<http://data.imf.org/regular.aspx?key=61468207>>. Acesso em 01 de março de 2020.

- GABRIEL, Luciano F.; OREIRO, José Luís da C. Fluxos de capitais, fragilidade externa e regimes cambiais: uma revisão teórica. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 28, n. 2, p. 331-357, 2008. <https://doi.org/10.1590/S0101-31572008000200009>.
- GARIBALDI, Pietro; MORA, Nada; SAHAY, Ratna; ZETTELMEYER, Jeromin. What moves capital to transition economies. *IMF Staff Papers*, v. 48, Special Issue, International Monetary Found, 2001.
- GARLIPP, José Rubens D.; BARUCO, Grasiela C. da C. Neoliberalismo, Consenso e Pós-Consenso de Washington: a primazia da estabilidade monetária. In: VI International Finance Conference, p. 1-21, 2006.
- GARLIPP, Jose Rubens D. Economia desregrada: Marx, Keynes e Polanyi e a riqueza no capitalismo contemporâneo. 2001.
- GENG, Xiao. Round-Tripping Foreign Direct Investment in the People's Republic of China: Scale, Causes and Implications. ADBI Research Paper Series, 2004.
- GOVENDER, Deon. SOUTH AFRICA. *Foreign Investment Regulation Review*, Seventh Edition, p. 179-185, 2019.
- GUTTMANN, R. Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. Novos estudos-CEBRAP, (82), 11-33, 2008. <https://doi.org/10.1590/S0101-33002008000300001>.
- GWARTNEY, James; LAWSON, Robert; HALL, Joshua; MURPHY, Ryan. *Economic Freedom of the World: 2020 Annual Report*. Fraser Institute. 2020.
- HEAD, Keith; RIES, John. Overseas investment and firm exports. *Review of international economics*, v. 9, n. 1, p. 108-122, 2001. <https://doi.org/10.1111/1467-9396.00267>.
- HO, Owen C. H. Determinants of foreign direct investment in China: a sectoral analysis. Department of Economics, University of Western Australia, 2004.
- HUANG, Jianwen. China. *Foreign Investment Regulation Review*, Seventh Edition, p. 56-67, 2019.
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (Ipea). Carta de conjuntura nº 13. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Junho, 2011c. 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: 14 jun. 2016.
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (Ipea). Conjuntura em foco nº 14. Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas. GAP - grupo de análise e previsões 2011a. 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)>. Acesso em: 14 de junho de 2016.
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (Ipea). Conjuntura em foco nº 15. Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas. GAP - grupo de análise e previsões. 2011b. 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)>. Acesso em: 14 de junho de 2016.
- INVESTING. FTSE/JSE All Share (JALSH). Disponível em:<<https://br.investing.com/indices/ftse-jse-all-share-historical-data>>. Acesso em 08 de outubro de 2020a.
- INVESTING. Shanghai Shenzhen CSI 300 (CSI300). Disponível em:<<https://br.investing.com/indices/csi300-historical-data>>. Acesso em 08 de outubro de 2020b.

INVESTOPEDIA. Qualified Foreign Institutional Investor (QFII). Acesso em: 11 de agosto de 2020. Disponível em:< <https://www.investopedia.com/terms/q/qualified-foreign-institutional-investor-qfii.asp>>.

ITAMARATY. BRICS - Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul. 2016. Disponível em: <<http://www.itamaraty.gov.br/pt-BR/politica-externa/mecanismos-inter-regionais/3672-brics>>. Acesso em: 22 de agosto de 2016.

JADHAV, Pravin. Determinants of foreign direct investment in BRICS economies: Analysis of economic, institutional and political factor. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, v. 37, p. 5-14, 2012. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.03.270>.

JAISWAL, Suraj. Foreign Direct Investment in India and Role of Tax Havens. *Centre for Budget and Governance Accountability*, New Delhi, India. Retrieved June, v. 21, p. 2017, 2017.

JANSEN, Karel. The macroeconomic Effects of Foreign Direct Investment: The Case of Thailand. *World Development*, 2(2), 1995. [https://doi.org/10.1016/0305-750X\(94\)00125-I](https://doi.org/10.1016/0305-750X(94)00125-I).

KALINOVA, Blanka; PALERM, Angel; THOMSEN, Stephen. OECD's FDI Restrictiveness Index: 2010 Update. *Working Papers on International Investment*. 2010.

KAUR, Mandeep; SHARMA, Renu. Determinants of foreign direct investment in India: an empirical analysis. *Decision*, v. 40, n. 1-2, p. 57-67, 2013. <https://doi.org/10.1007/s40622-013-0010-4>.

KETENCI, Natalya. Capital mobility in Russia. *Russian Journal of Economics*, v. 1, n. 4, p. 386-403, 2015. <https://doi.org/10.1016/j.ruje.2016.02.003>.

KEYNES, John M. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Atlas, 1982.

KEYNES, John M. "Teoria alternativas da taxa de Juros" in *Clássicos de literatura econômica: textos selecionados de macroeconomia*. Brasília: Ipea, 3. ed. p. 55-70, 2010a.

KEYNES, John M. "A teoria ex-ante da taxa de Juros" in *Clássicos de literatura econômica: textos selecionados de macroeconomia*. Brasília: Ipea, 3. ed. p. 85-9, 2010b.

KISHOR, Nawal; SINGH, Raman P. Determinants of FDI and its impact on BRICS countries: A panel data approach. *Transnational Corporations Review*, v. 7, n. 3, p. 269-278, 2015. <https://doi.org/10.5148/tncr.2015.7302>.

KOEPKE, Robin. What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature. *Journal of Economic Surveys*, v. 33, n. 2, p. 516-540, 2019. <https://doi.org/10.1111/joes.12273>.

KWON, Eundak. Financial market liberalization in the People's Republic of China. *Pacific Focus*, v. 24, n. 2, p. 225-246, 2009. <https://doi.org/10.1111/j.1976-5118.2009.01024.x>.

MAZAT, Numa; SERRANO, Franklin. A geopolítica da federação russa em relação aos Estados Unidos e à Europa: vulnerabilidade, cooperação e conflito. *Rússia no Século XXI: O Renascimento de uma Potência*, p. 9-50, 2012.

MAZAT, Numa; SERRANO, Franklin. A potência vulnerável: padrões de investimento e mudança estrutural da União Soviética a Federação Russa. *Padrões de Desenvolvimento Econômico (1950-2008)*. Brasília: CGEE, 2013.

MEHIGAN, Caroline. Measurement and Identification of Capital Inflow Surges Note by the Secretariat. *Review of the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements*. OECD. Oct. 2018.

- MINSKY, Hyman P. Estabilizando uma economia instável. Novo Século, 2013.
- MIRANDOLA, Carlos M. S. Globalização financeira e integração de mercados financeiros nacionais. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. 2010.
- MOEX. Moscow Exchange. Disponível em:<[https://www.moex.com/en/index/RTSI\\_archive/#/from=2000-01-01&till=2019-02-01&sort=TRADEDATE&order=desc](https://www.moex.com/en/index/RTSI_archive/#/from=2000-01-01&till=2019-02-01&sort=TRADEDATE&order=desc)>. Acesso em 08 de outubro de 2020.
- MUNHOZ, Vanessa da C. V. Vulnerabilidade externa no Brasil: Ensaio sobre Fluxos Internacionais de Capitais, Instabilidade Financeira e Controles de Capitais. Tese de Doutorado - Universidade Federal de Minas Gerais, Faculdade de Ciências Econômicas, Belo Horizonte, MG, 2010.
- MUNHOZ, Vanessa da C. V.; PEREIRA, Vanessa De P.; DE DEUS, Larissa Naves. A Dinâmica dos Fluxos Financeiros nos Países do BRICS: Uma Análise do Período 2000-2010. Economia Ensaios. v. 25 n. 2: Edição especial - BRICS, 2011.
- NASSIF, André. A economia indiana no período 1950-2004: da estagnação ao crescimento acelerado: lições para o Brasil? Área de Planejamento, Departamento de Planejamento (DEPLAN), BNDES, 2006.
- NONNENBERG, Marcelo J. B.; MENDONÇA, Mário J. C. Determinantes dos investimentos diretos externos em países em desenvolvimento. Estudos econômicos, São Paulo, v. 35, n. 4, p. 631-655, 2005. <https://doi.org/10.1590/S0101-41612005000400002>.
- NSE. National Stock Exchange of India Ltd. (NSE). Disponível em: <[https://www1.nseindia.com/products/content/equities/indices/historical\\_index\\_data.htm](https://www1.nseindia.com/products/content/equities/indices/historical_index_data.htm)>. Acesso em 08 de outubro de 2020.
- NUNES, Luis C.; OSCÁTEGUI ARTETA, José Alberto; PESCHIERA, Juan. Determinants of FDI in Latin America. 2006.
- OCDE. OECD Data. FDI restrictiveness. Disponível em:<<https://data.oecd.org/fdi/fdi-restrictiveness.htm>>. Acesso em 03 de novembro de 2020.
- ODHIAMBO, Nicholas M. Finance-investment-growth nexus in South Africa: an ARDL-bounds testing procedure. Economic Change and Restructuring, v. 43, n. 3, p. 205-219, 2010. <https://doi.org/10.1007/s10644-010-9085-5>.
- OREIRO, José L. Economia pós-keynesiana: origem, programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos futuros. Ensaio FEE, 32(2). 2011.
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). Benchmark Definition of Foreign Direct Investment. Fourth edition, 2008.
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). Organisation for Economic Co-operation and Development. Disponível em:<<https://stats.oecd.org>>. Acesso em: abr, 2020.
- OTHMAN, Redzuan; SALLEH, Norlida H. M.; SARMIDI, Tamat. Analysis of Causal Relationship Between Tourism Development, Economic Growth and Foreign Direct Investment: an ARDL Approach. Journal of Applied Sciences, v. 12, n. 12, p. 1245-1254, 2012. <https://doi.org/10.3923/jas.2012.1245.1254>.
- PAULANI, Leda M. A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil. Estudos Avançados, 23(66), 25-39, 2009. <https://doi.org/10.1590/S0103-40142009000200003>.

PEREIRA, Vanessa P. A vulnerabilidade externa da Economia Brasileira advinda dos fluxos financeiros: uma análise do período 2000-2014. Tese de doutorado - Universidade Federal de Uberlândia, 2015.

PERES, Samuel C.; ARAÚJO, Eliane C. Inserção externa e desenvolvimento econômico dos BRIC no período pós-Bretton Woods. *Economia Ensaios: Edição especial - BRICS*. v. 25 n. 2, 2011.

PESARAN, M. Hashem; SHIN, Yongcheol. An autoregressive distributed lag modeling approach to cointegration analysis. In S. Storm (Ed.), *Econometrics and economic theory in the 20th century: The Ragnar Frish centennial symposium* (pp. 371-413). Cambridge: Cambridge University Press, 1998. <https://doi.org/10.1017/CCOL521633230.011>.

PESARAN, M. Hashem, SHIN, Yongcheol; SMITH, Richard J. Bound testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289-326, 2001. <https://doi.org/10.1002/jae.616>.

POMERANZ, Lenina. Rússia: a estratégia recente de desenvolvimento econômico-social. *Trajetórias Recentes de Desenvolvimento: estudos de experiências internacionais selecionadas*, p. 299, 2009.

POSSAS, Mario L. Uma interpretação de pontos controversos da Teoria Geral de Keynes. *Brazilian Keynesian Review*, v. 1, n. 1, p. 71-95, 2015.

PRADO, Pedro Henrique M.; DA SILVA, Cleomar G. Lei de wagner, ilusão fiscal e causalidade entre receitas e despesas: uma análise das finanças públicas brasileiras. *Economia Aplicada/Brazilian Journal of Applied Economics*, v. 22, n. 2, 2018. <https://doi.org/10.11606/1980-5330/ea133508>.

PRATES, Daniela M.; CINTRA, Marcos A. M. Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil. Campinas: IE/Unicamp, 2007.

PRATES, Daniela M. A Vulnerabilidade Externa em Tempos de Instabilidade: avaliando a liquidez e a solvência da economia brasileira entre 2007 e 2013. *Revista Economia & Tecnologia*, v. 10, n. 3, 2014. <https://doi.org/10.5380/ret.v10i3.35806>.

PRATES, Daniela M.; CINTRA, Marcos A. M. Índia: a estratégia de desenvolvimento-da independência aos dilemas da primeira década do século XXI. *Trajetórias recentes de desenvolvimentos*. Brasília: Ipea, 2009.

RANJAN, Vinit; AGRAWAL, Gaurav. FDI inflow determinants in BRIC countries: A panel data analysis. *International Business Research*, 4(4), 255, 2011. <https://doi.org/10.5539/ibr.v4n4p255>.

RESENDE, Marco Flávio da C.; AMADO, Adriana M. Liquidez internacional e ciclo reflexo: algumas observações para a América Latina. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 27, n. 1, p. 41-59, 2007. <https://doi.org/10.1590/S0101-31572007000100003>.

REY, Hélène. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. *National Bureau of Economic Research*, 2015. <https://doi.org/10.3386/w21162>.

RODIONOV, D. G.; PSHENICHNIKOV, V. V.; ZHEREBOV, E. D. Currency crisis in Russia on the spin of 2014 and 2015: causes and consequences. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, v. 207, p. 850-857, 2015. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.10.176>.

ROUBICEK, Marcelo. Por que a economia da Índia começa 2020 sob desconfiança. *Nexo Jornal*, 29 de jan. de 2020 (atualizado 29/01/2020 às 21h37). Disponível em: <

<https://www.nexojornal.com.br/expresso/2020/01/29/Por-que-a-economia-da-Índia-começa-2020-sob-desconfiança>. Acesso em: 09 mar. 2020.

RUDOMINO, Vassily; TARKHOVA, Ksenia; KARIMOVA, Ruslana; VEDERNIKOV, Roman; KAYUKOVA, Anastasia. RÚSSIA. Foreign Investment Regulation Review. Seventh Edition, Cap 12, p. 162-178, 2019.

SANTOS, Jéssica P. Existe relação de longo prazo entre crescimento e gasto público? XXI Prêmio Tesouro Nacional. Política Fiscal. 2016.

SEGRILLO, Angelo. A diarquia Putin-Medvedev: dimensões da política interna e da política externa. In: Uma longa transição: vinte anos de transformações na Rússia. Organizador: André Augusto de Miranda Pineli Alves. Brasília: Ipea, p. 137, 2011.

SGS. Sistema Gerenciador de Séries Temporais. Banco Central do Brasil. Disponível em:<<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em 08 de outubro de 2020.

SICSÚ, João. Emprego, Juros e Câmbio – Finanças Globais e Desemprego. Capítulo 9: A liberalização financeira brasileira no período 1988-2002. P. 185-208. 2007.

SILVA, Rodrigo G. Abertura financeira, fluxos de capitais e crescimento econômico: análise empírica para o brasil. Dissertação de Mestrado. Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, 2016.

SOUZA, Henrique F. Análise dos fluxos da conta financeira do balanço de pagamentos brasileiro e a dinâmica especulativa dos investimentos diretos (período 2000-2016). Dissertação de Mestrado. Programa de Pós-Graduação em Economia, do Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia, 2017.

SRINIVASAN, P.; KALAIVANI, M. Determinants of foreign institutional investment in India: An empirical analysis. Global Business Review, v. 16, n. 3, p. 364-376, 2015. <https://doi.org/10.1177/0972150915569925>.

STOCKHAMMER, Engelbert. Financialisation and the slowdown of accumulation. Cambridge Journal of Economics, v. 28, n. 5, p. 719-741, 2004. <https://doi.org/10.1093/cje/beh032>.

SULIMIERSKA, Małgorzata. Capital account liberalization and currency crisis-The case of Central Eastern European countries. In: International Trade and Finance Association Conference Papers. bepress, paper 33, 2008.

SWENSON, Deborah L. Foreign investment and the mediation of trade flows. Review of International Economics, v. 12, n. 4, p. 609-629, 2004. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9396.2004.00470.x>.

TREVIZAN, Karina. Guerra comercial: entenda as tensões entre China e EUA e as incertezas para a economia mundial. G1 ECONOMIA, 2019. Disponível em:<<https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/08/16/guerra-comercial-entenda-a-piora-das-tensoes-entre-china-e-eua-e-as-incertezas-para-a-economia-mundial.ghtml>>. Acesso em: 26 ago. 2020.

TSAI, Pan-Long. Determinants of foreign direct investment and its impact on economic growth. Journal of Economic Development, v. 19, n. 1, 1994.

UNCTAD. World Investment Report (WIR). United Nations publications, New York and Geneva, 1997.

- UNCTAD. World Investment Report 2013: Global value chains: investment and trade for development. In: United Nations Conference on Trade and Development, United Nations, Geneva. 2013.
- UNCTAD. Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2013 (Panorama General). Nações Unidas. Nova York e Genebra, set. 2013b.
- UNCTAD. Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2014 (Panorama General). Nações Unidas. Nova York e Genebra, set. 2014.
- UNCTAD. Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2015. Hacia una arquitectura financiera internacional al servicio del desarrollo. Nações Unidas. Nova York e Genebra, out. 2015.
- UNCTAD. Trade and development report, 2016 (Overview). Structural transformation for inclusive and sustained growth. Nações Unidas. Nova York e Genebra, set. 2016.
- UNCTAD. Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2017. Un new deal mundial como alternativa a la austeridad. Nações Unidas. Nova York e Genebra, set. 2017.
- UNCTAD. Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2018. El poder, las plataformas y la quimera del libre comercio. Nações Unidas. Nova York e Genebra, set. 2018.
- UNCTAD. Current trends and challenges in the global economy. In: Trade and Development Report 2018: power, platforms and the free trade delusion. Nações Unidas. Nova York e Genebra, set. 2018b.
- UNCTAD. Trade and development report, 2019 (Overview). Financing a global green new deal. Nações Unidas. Genebra, set. 2019.
- UNCTAD. World Investment Report. Annex Tables. Disponível em: <<https://unctad.org/topic/investment/world-investment-report?tab=Annex%20Table>>. Acesso em: 20 set. 2019b.
- VAN TREECK, Till. Reconsidering the investment-profit nexus in finance-led economies: an ARDL-based approach. *Metroeconomica*, v. 59, n. 3, p. 371-404, 2008.  
<https://doi.org/10.1111/j.1467-999X.2008.00312.x>.
- VELASCO, Sebastião. Reformas econômicas na Índia: discurso e processo. *Economia Política*, 2005.
- VIEIRA, Flávio V.; VERÍSSIMO, Michele P. Crescimento econômico em economias emergentes selecionadas: Brasil, Rússia, Índia, China (BRIC) e África do Sul. *Economia e sociedade*, v. 18, n. 3, p. 513-546, 2009. <https://doi.org/10.1590/S0104-06182009000300004>.
- VIJAYAKUMAR, Narayananmurthy; SRIDHARAN, Perumal; RAO, Kode Chandra Sekhara. Determinants of FDI in BRICS Countries: A panel analysis. *International Journal of Business Science & Applied Management (IJBSAM)*, v. 5, n. 3, p. 1-13, 2010.
- WEISS, Mauricio A.; PRATES, Daniela M. Análise teórica e empírica dos determinantes dos fluxos de capitais financeiros para os países em desenvolvimento no contexto da globalização financeira. *Nova Economia*, v. 27, n. 2, p. 85-117, 2017. <https://doi.org/10.1590/0103-6351/2730>.
- WORLD BANK. Metadata Glossary. Disponível em:<[https://databank.worldbank.org/metadata/glossary/wdi-database-archives-\(beta\)/series/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS](https://databank.worldbank.org/metadata/glossary/wdi-database-archives-(beta)/series/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS)>. Acesso em 23 de outubro de 2020.

YAO, Shujie; HE, Hongbo; CHEN, Shou; OU, Jinghua. Financial liberalization and cross-border market integration: Evidence from China's stock market. International Review of Economics & Finance, v. 58, p. 220-245, 2018. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.03.023>.

## APÊNDICE A

### LITERATURA SOBRE OS DETERMINANTES DOS INVESTIMENTOS DIRETO E INVESTIMENTOS EM CARTEIRA

**Quadro A.1** – Resumo dos resultados encontrados nos trabalhos empíricos relacionados aos determinantes dos Investimentos Direto

continua

Trabalhos	Metodologia	Tempo	Espaço	Variáveis com significância	Variáveis sem significância	Observações
Vijayakumar, N., Sridharan, P., e Rao, K. C. S. (2010)	Dados em Painel	1975 a 2007	BRICS	<ul style="list-style-type: none"> <li>• PIB (+)</li> <li>• Salários (-)</li> <li>• Infraestrutura (+)</li> <li>• Taxa de Câmbio Real Efetiva (-)</li> <li>• FBCF (-)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Inflação</li> <li>• Produção Industrial</li> <li>• Abertura Comercial</li> </ul>	
Agrawal, G. (2015)	Pedroni's Panel Cointegration Test Results e VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Test	1989 a 2012	BRICS	<ul style="list-style-type: none"> <li>• PIB</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• - relação de cointegração de longo prazo</li> <li>• - causalidade bidirecional</li> </ul>
Kishor, N. e Singh, R. P. (2015)	Dados em Painel (efeitos aleatórios)	1994 a 2014	BRICS	<ul style="list-style-type: none"> <li>• PIB (+)</li> <li>• Índice de Infraestrutura (+)</li> <li>• Capitalização no Mercado de Ações (+)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Índice de produção Industrial</li> <li>• Taxa de Câmbio Real Efetiva</li> <li>• Volatilidade do Mercado de Ações</li> </ul>	
Akpan, U., Isihak, S. e Asongu, S. (2014)	Dados em Painel (efeitos aleatórios)	2001 a 2011	BRICS e MINT <sup>94</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• PIB real (+)</li> <li>• Infraestrutura (+)</li> <li>• X+M/PIB (+)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Recursos naturais</li> <li>• Qualidade institucional</li> <li>• Inflação</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Modelo BRICS e MINT</li> <li>• Modelo só BRICS</li> <li>• Modelos só MINT</li> </ul>

<sup>94</sup> México, Indonésia, Nigéria e Turquia (MINT).

**Quadro A.1 – Resumo dos resultados encontrados nos trabalhos empíricos relacionados aos determinantes dos Investimentos Direto  
continuação**

Trabalhos	Metodologia	Tempo	Espaço	Variáveis com significância	Variáveis sem significância	Observações
Jadhav, P. (2012)	Dados em Painel (teste de raiz unitária e regressões múltiplas)	2000 a 2009	BRICS	<ul style="list-style-type: none"> <li>• PIB real (+)<sup>95</sup></li> <li>• X+M/PIB (+)</li> <li>• X minerais e petróleo (infra) (-)</li> <li>• Democracia e <i>Accountability</i> (-)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Rule of Law</i></li> <li>• Qualidade regulatória</li> <li>• Estabilidade Política</li> <li>• Inflação</li> <li>• Controle da corrupção</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Os resultados indicam que os fatores econômicos são mais significativos que os fatores institucionais e políticos para a atração de ID nos BRICS</li> <li>• <i>market-seeking purpose</i></li> </ul>
Ranjan, V., e Agrawal, G. (2011)	Dados em Painel (efeitos aleatórios)	1975 a 2019	BRIC	<ul style="list-style-type: none"> <li>• PIB (+)</li> <li>• Abertura econômica (+)</li> <li>• Salários (-)</li> <li>• Infraestrutura (+)</li> <li>• Estabilidade macroeconômica (-)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• FBCF</li> <li>• Força de trabalho</li> </ul>	
Nunes, L. C., Oscátegui Arteta, J. A., e Peschiera, J. (2006)	Dados em Painel (efeitos fixos)	1991 a 1998	América Latina <sup>96</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• pobreza)*PIB (+)</li> <li>• Infraestrutura (+)</li> <li>• X+M/PIB (+)</li> <li>• Inflação (-)</li> <li>• Salários (-)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Recursos naturais</li> <li>• Dummy para reformas (privatizações)</li> </ul>	
Nonnenberg, M. J. B., e Mendonça, M. J. C. D. (2005)	Dados em Painel	1975-2000	Países em Desenvolvimento	<ul style="list-style-type: none"> <li>• PIB (+)</li> <li>• Média-5ΔPIB (+)</li> <li>• Escolaridade (+)</li> <li>• Abertura comercial (+)</li> <li>• Índice Dow Jones (+)</li> <li>• Inflação (-; mas fraca)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Consumo de energia</li> <li>• ΔPIB</li> <li>• PIB_OECD</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ID não tem efeito sobre o PIB, mas PIB tem efeito sobre ID</li> </ul>

<sup>95</sup> Essas variáveis apresentaram-se significativas em todos os modelos. Nesse estudo, o autor construiu um modelo híbrido, com variáveis políticas, institucionais e econômicas; um segundo modelo só com essas últimas e o terceiro com, somente, as variáveis políticas e institucionais.

<sup>96</sup> Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, República Dominicana, Uruguai, Venezuela.

**Quadro A.1 – Resumo dos resultados encontrados nos trabalhos empíricos relacionados aos determinantes dos Investimentos Direto**

continuação

Trabalhos	Metodologia	Tempo	Espaço	Variáveis com significância	Variáveis sem significância	Observações
Ho, C. H. (2004)	Dados em Painel	1997-2002	China e província de Guangdong	<ul style="list-style-type: none"> <li>• PIB (+)</li> <li>• Taxa salarial (-)</li> <li>• Grau propriedade Estado (-)</li> <li>• Gastos com inovação (+) *apenas para China</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gastos com inovação – em Guangdong</li> </ul>	
Kaur, M., e Sharma, R. (2013)	VEC	1990-2011	Índia	<ul style="list-style-type: none"> <li>• PIB (+)</li> <li>• Reservas internacionais (+)</li> <li>• Dívida de longo prazo (+)</li> <li>• Inflação (-)</li> <li>• Taxa de câmbio real efetiva (-)</li> <li>• Abertura (<math>X+M/PIB</math>) (+)</li> </ul>		
Bittencourt, G. M. (2016) - Cap 1	modelo gravitacional com dados em painel	1996-2012	Brasil x 31 principais países de origem dos ID	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Distância (-)</li> <li>• <math>PIBi*PIBj</math> (+)</li> <li>• Ambiente institucional político-social (+)</li> <li>• Ambiente institucional econômico-financeiro (+)</li> <li>• Heterogeneidade institucional econômico-financeira (-)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Heterogeneidade institucional político-social (-)</li> </ul>	
Bittencourt, G. M. (2016) - Cap 2	logit binomial	1960-2009	Brasil x 160 subsidiárias de multinacionais estrangeiras	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Subsidiárias grandes (-)</li> <li>• Autonomia da subsidiária (-)</li> <li>• Setor serviços (+)</li> <li>• PIB setor (-)</li> <li>• Risco (+)</li> <li>• Distância institucional (+)</li> <li>• Distância cultural (+)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Subsidiárias pequenas e médias</li> <li>• Distância geográfica</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Variável dependente: ID greenfield (1) e aquisição (0)</li> <li>• Exemplo: subsidiárias grandes têm relação negativa com ID greenfield</li> </ul>

**Quadro A.1 – Resumo dos resultados encontrados nos trabalhos empíricos relacionados aos determinantes dos Investimentos Direto**

continuação

Trabalhos	Metodologia	Tempo	Espaço	Variáveis com significância	Variáveis sem significância	Observações
Bittencourt, G. M. (2016) - Cap 3	VAR estrutural	1996-2014	Brasil	<ul style="list-style-type: none"> <li>• FBCF (+)</li> <li>• Capital Humano (+)</li> <li>• Força de trabalho (+)</li> <li>• IDE (-)</li> <li>• IDE*Qualidade Institucional (+)</li> <li>• IDE*Infraestrutura (+)</li> <li>• IDE*Capital Humano (+)</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Variável dependente: PIB</li> </ul>
Asiedu, E. (2002)	Cross-section e Dados em painel	1988-1997 e (1988-1990/1991-1993/1994-1997) <sup>97</sup>	32 países da África Subsaariana (ASS) e 39 países não-ASS	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Abertura comercial (+)</li> <li>• Dummy África Subsaariana (-)</li> <li>• Só para não-ASS:</li> <li>• 1/PIB per capital (+) - retorno sobre capital</li> <li>• Infraestrutura (+)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Consumo do Governo</li> <li>• Inflação</li> <li>• Taxa de crescimento PIB</li> <li>• Risco político</li> <li>• Passivo líquido/PIB</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Variável dependente: IDE/PIB</li> </ul>
Labanca (2016)	GMM	2001-2015	Brasil	<ul style="list-style-type: none"> <li>• X+M/PIB (+)</li> <li>• Bovespa (+)</li> <li>• Tendência do PIB (+)<sup>98</sup></li> <li>• <math>i_{EUA}</math> (-)</li> <li>• Taxa de crescimento PIB (-)</li> <li>• <math>i_{BR}</math> (+)</li> <li>• Risco-país residual (+)</li> <li>• Risco-país (+)</li> <li>• <i>Foward premium</i> (+)</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Três modelos estimados</li> <li>• Risco-país e o <i>Foward premium</i> apresentaram-se significativos em 1 de 2 modelos que foram utilizados</li> </ul>

Elaboração própria.

<sup>97</sup> Média de cada subperíodo para a construção do modelo.<sup>98</sup> Filtro Hodrick-Prescott.

**Quadro A.2 – Resumo dos resultados encontrados nos trabalhos empíricos relacionados aos determinantes dos Investimentos em Carteira**

continua

Trabalho	Metodologia	Tempo	Espaço	Variável dependente/explorada	Variáveis independentes com significância	Variáveis independentes sem significância	Observações
Weiss e Prates (2017)	Dados em painel System GMM	1990-2008	42 países em desenvolvimento 99 da África, das Américas, da Ásia e da Europa	<ul style="list-style-type: none"> <li>Investimento em Carteira + Outros Investimentos + Derivativos = (CF - Investimento Direto)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>VIX (-)</li> <li>Dow Jones (-)</li> <li>PIB mundo (+)</li> <li>i EUA (-)</li> <li>Saldo Transações Correntes/PIB</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Taxa de juros interna</li> <li>Taxa de câmbio nominal</li> <li>Taxa PIB</li> <li>Reservas Internacionais/Dívida Externa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fatores externos/Push factors mais relevantes que fatores internos/Pull factors</li> </ul>
Calvo; Leiderma e Reinhart (1993)	VAR Estrutural	1988-1991	10 países da América Latina	<ul style="list-style-type: none"> <li>Taxa de câmbio real e reservas internacionais</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dois vetores de condicionantes externos (“+” para taxa de câmbio e “-” para reservas)</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Reservas internacionais como proxy para conta capital e financeira</li> <li>Fluxos de capitais é explicado, principalmente, pela situação da economia dos EUA e sua taxa de juros</li> </ul>
Srinivasan e Kalaivani (2015)	ARDL	2004-2011	Índia	<ul style="list-style-type: none"> <li>Investimentos institucionais estrangeiro</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Taxa de câmbio (-) – cp e lp</li> <li>Retorno mercado acionário Índia – cp (-) e lop (+)</li> <li>Retorno mercado acionário EUA – lp (+)</li> <li>Risco no mercado acionário EUA – cp e lp (+)</li> <li>Inflação Índia – cp (+) e lp (-)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Retorno mercado acionário EUA – cp</li> <li>Risco no mercado acionário Índia – cp e lp</li> </ul>	

<sup>99</sup> África do Sul, Argentina, Bolívia, Botsuana, Brasil, Bulgária, Chile, China, Colômbia, Coréia do Sul, Costa do Marfim, Costa Rica, Egito, El Salvador, Equador, Eslovênia, Filipinas, Hungria, Ilhas Maurício, Índia, Indonésia, Jordânia, Kuwait, Malásia, Marrocos, México, Nigéria, Panamá, Paquistão, Paraguai, Peru, Polônia, Romênia, Rússia, Singapura, República Tcheca, Sri Lanka, Tailândia, Turquia, Ucrânia, Uruguai e Zâmbia.

**Quadro A.2 – Resumo dos resultados encontrados nos trabalhos empíricos relacionados aos determinantes dos Investimentos em Carteira**

continuação

Trabalho	Metodologia	Tempo	Espaço	Variável dependente/explorada	Variáveis independentes com significância	Variáveis independentes sem significância	Observações
Baek (2006)	Dados em Painel	1989-2002	Países da América Latina e Ásia100	• Investimentos em Carteira Passivo (entrada)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Volatilidade da taxa real de câmbio (-)</li> <li>• Índice de apetite pelo risco (+)</li> <li>• Taxa de juros EUA (-)</li> <li>• Retorno no mercado de ações dos EUA (+)</li> <li>• Crescimento PIB dos países industrializados (+)</li> <li>• <i>Dummy crise</i> (-)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Crescimento real do PIB</li> <li>• Conta Corrente BP</li> <li>• Taxa de Inflação</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Quando utilizado os fluxos de ICP líquidos, Crescimento do PIB e saldo da Conta Correntes se tornam significativos e com relação positiva, e Volatilidade da taxa real de câmbio insignificante</li> </ul>
			Países da América Latina		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Taxa de juros EUA (-)</li> <li>• Retorno no mercado de ações dos EUA (+)</li> <li>• <i>Dummy crise</i> (-)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Crescimento real do PIB</li> <li>• Conta Corrente BP</li> <li>• Taxa de Inflação</li> <li>• Volatilidade da taxa real de câmbio</li> <li>• Índice de apetite pelo risco</li> <li>• Crescimento PIB dos países industrializados (+)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Quando utilizado os fluxos de ICP líquidos, Crescimento do PIB se torna significativo e com relação positiva</li> </ul>
			Países da Ásia		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Índice de apetite pelo risco (+)</li> <li>• Taxa de juros EUA (-)</li> <li>• Retorno no mercado de ações dos EUA (+)</li> <li>• Crescimento PIB dos países industrializados (+)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Crescimento real do PIB</li> <li>• Conta Corrente BP</li> <li>• Taxa de Inflação</li> <li>• Volatilidade da taxa real de câmbio</li> <li>• <i>Dummy crise</i> (-)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Quando utilizado os fluxos de ICP líquidos, Volatilidade da taxa real de câmbio passa a ser significativa e negativa</li> </ul>

<sup>100</sup> Argentina, Brasil, Chile, México e Venezuela e Indonésia, Coréia, Filipinas e Tailândia.

**Quadro A.2 – Resumo dos resultados encontrados nos trabalhos empíricos relacionados aos determinantes dos Investimentos em Carteira**

continuação

Trabalho	Metodologia	Tempo	Espaço	Variável dependente/explícata	Variáveis independentes com significância	Variáveis independentes sem significância	Observações
Brana e Lahet (2010)	Dados em Painel	1990-2007	Tailândia, Filipinas, Indonésia, Malásia	• Investimento em Carteira Passivo	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Liquidez (+)</li> <li>• Taxa de câmbio (-)</li> <li>• <i>Carry trade</i> (+)</li> <li>• Crescimento industrial dos países da OCDE (-)</li> <li>• ICP<sub>t-1</sub> (+)</li> <li>• Contágio (+)</li> <li>• Risco de inadimplência geral (-)</li> <li>• Risco de liquidez (-)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rating (S&amp;P)</li> </ul>	
Canela, Collazo e Santiso (2006)	Dados em Painel	1995-2005	BRIC	• Investimentos em Carteira	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Spread</i> soberano global (-)</li> <li>• Aversão ao Risco global (+)</li> <li>• Índice de retorno no mercado de ações local (+)</li> <li>• Índice de dividendos local (-)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Taxa de crescimento da liquidez</li> <li>• Capitalização do mercado de ações em relação ao PIB</li> <li>• <i>Spread</i> entre títulos com rating BAA e AAA</li> <li>• Preço das <i>commodities</i></li> <li>• Índice de retorno no mercado de ações global</li> </ul>	
Rey	VAR	1990-2012			<ul style="list-style-type: none"> <li>• VIX</li> <li>• Taxa de juros dos fundos federais</li> <li>• Crédito doméstico global</li> <li>• Influxo de capital global</li> <li>• Alavancagem Europa</li> </ul>		

Nota: cp = curto prazo; lp = longo prazo.

Elaboração própria.