

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
BACHARELADO EM RELAÇÕES INTERNACIONAIS

DANIEL AUGUSTO VASQUES ESPINOSA

**ANÁLISE DOS MOVIMENTOS DOS FLUXOS DE CAPITAIS PARA O BRICS (-C)
ENTRE 2003 E 2019:
A relação com a dinâmica mundial da liquidez**

UBERLÂNDIA
MAIO DE 2021

DANIEL AUGUSTO VASQUES ESPINOSA

**ANÁLISE DOS MOVIMENTOS DOS FLUXOS DE CAPITAIS PARA O BRICS (-C)
ENTRE 2003 E 2019:
A relação com a dinâmica mundial da liquidez**

Monografia apresentada ao curso de Relações Internacionais, da Universidade Federal de Uberlândia (UFU), como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais.

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Vanessa Petrelli Corrêa

UBERLÂNDIA
MAIO DE 2021

Análise dos movimentos dos fluxos de capitais para o BRICS (-C) entre 2003 e 2019

Daniel Augusto Vasques Espinosa

Uberlândia, 26 de maio de 2021

BANCA EXAMINADORA

Vanessa Petrelli Corrêa
(Orientadora – IERI-UFU)

Niemeyer Almeida Filho
(Examinador – IERI-UFU)

José Rubens Damas Garlipp
(Examinador – IERI-UFU)

AGRADECIMENTOS

Para muitos, esse pode ser o final de uma jornada, mas, para mim, é apenas o início. Sempre gostei de enxergar a vida como grandes ciclos, e acredito que estou hoje no melhor da minha vida. Durante toda a minha graduação, vivenciei momentos únicos e incríveis, marcados por muitas descobertas e intensidade. Em cada momento, novas oportunidades e ideias foram surgindo, sendo elas totalmente importantes para que eu conseguisse definir meus sonhos hoje.

Agradeço a todos os que me ajudaram nessa jornada tão intensa e importante na minha vida: aos meus professores, que foram grandes inspirações tanto na vida acadêmica quanto na vida pessoal; aos meus colegas, que me ensinaram a enxergar a vida com uma perspectiva totalmente diferente da que tinha antes de entrar na universidade; a minha família, que foi essencial ao me apoiar totalmente a seguir na minha graduação e me deu todo o suporte necessário; e a Deus, por me proteger com saúde e segurança durante essa etapa da minha vida.

RESUMO

As estruturas econômicas de cada país são repletas de singularidades, e o sistema financeiro internacional é ordenado por uma hierarquia monetária, o que significa que a moeda de cada Estado possui um valor e relevância dentro desse sistema, onde seu poder é mensurado a partir do grau de desenvolvimento de cada economia, além de sua participação no comércio global e dimensão de poder geopolítico. Considerando a existência de fluxos de capitais entre a comunidade internacional, nota-se que esses fluxos, quando direcionados para países emergentes e em desenvolvimento, são influenciados pela dinâmica da liquidez mundial. Esse trabalho visa analisar os fluxos de capitais dirigidos aos países periféricos nessa hierarquia monetária, os quais constam na Conta Financeira do Balanço de Pagamentos, analisando os grandes fluxos e os subfluxos, além de destacar as dinâmicas existentes entre residentes e estrangeiros em suas diferentes composições. Dentre os países periféricos, o destaque desse trabalho é dado aos BRICS, que são países emergentes e em desenvolvimento com grande relevância na economia internacional e que representam fortemente o grupo de países periféricos, que terão sua Conta Financeira analisada detalhadamente a fim de comprovar a hipótese levantada.

Palavras-chave: BRICS; fluxos de capitais; liberalização financeira; desenvolvimento.

ABSTRACT

The economic structures of each country are full of singularities, and the international financial system is ordered by a monetary hierarchy, which means that the currency of each State has a value and relevance within this system, where its power is measured from the development degree of each economy, beyond its participation in the global trade and geopolitical power dimension. Considering the existence of capital flows among the international community, it is noted that these flows, when directed to emerging and developing countries, are influenced by the dynamics of global liquidity. This work aims to analyze the capital flows directed to the peripheral countries in this monetary hierarchy, which are included in the Balance of Payments Financial Account, analyzing the large flows and the sub flows, in addition to highlighting the dynamics existing between residents and foreigners in their different compositions. Among the peripheral countries, the highlight of this work is given to the BRICS group, which are emerging and developing countries with great relevance in the international economy, which strongly represent the group of peripheral countries and will have their Financial Account analyzed in detail in order to prove the hypothesis raised.

Keywords: *BRICS; capital flows; financial liberalization; development.*

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Estrutura da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos. (p. 50)

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: População dos BRICS e comparativo em % com a população mundial. (p. 59)

Tabela 2: Alíquotas Médias das Importações Brasileiras. (p. 66)

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Conceito de Risco País. (p. 32)

Quadro 2: Periodicidade da Liquidez Mundial. (p. 40)

Quadro 3: Acontecimentos relevantes que afetam a liquidez nos anos 2000. (p. 41)

Quadro 4: Equação do Balanço de Pagamentos. (p. 48)

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Estrutura da hierarquia monetária no sistema internacional atual. (p. 22)

Gráfico 2: Padrão de comportamento das moedas sob influência da taxa de câmbio. (p. 26)

Gráfico 3: Amplitude diária da variação cambial do Euro. (p. 27)

Gráfico 4: Amplitude diária da variação cambial do Real Brasileiro. (p. 28)

Gráfico 5: Variação anual da exportação de bens e serviços de países Centrais (avançados) e Periféricos (emergentes e em desenvolvimento) entre 2000 e 2019. (p. 40)

Gráfico 6: Índice de preço das *commodities* (grupos selecionados) durante o período 2000 a 2017 (dados mensais). (p. 42)

Gráfico 7: Taxa de Juros Estadunidense (valores mensais entre 2000 e 2019). (p. 45)

Gráfico 8: Taxa de Crescimento (%) do PIB, a preços constantes, entre 2000 e 2019, por grupo de países selecionados. (p. 47)

Gráfico 9: Investimento direto – Economias Avançadas x Emergentes e Em Desenvolvimento (em US\$ bilhões). (p. 54)

Gráfico 10: Investimento de portfólio – Economias Avançadas x Emergentes e Em Desenvolvimento (em US\$ bilhões). (p. 55)

Gráfico 11: Outros investimentos – Economias Avançadas x Emergentes e Em Desenvolvimento (em US\$ bilhões). (p. 56)

- Gráfico 12:** Evolução do PIB - BRICS (valor corrente em US\$ bilhões). (p. 60)
- Gráfico 13:** Formação Bruta de Capital Fixo - Comparativo BRICS (em % do PIB). (p. 60)
- Gráfico 14:** Balanço de Pagamentos - BRICS (em % do PIB). (p. 61)
- Gráfico 15:** PIB - BRICS (crescimento em % anual). (p. 62)
- Gráfico 16:** PIB - BRICS (crescimento em % anual) (Estimativa 2020-2024). (p. 63)
- Gráfico 17:** Balanço Comercial do Brasil em R\$ bilhões (1997-2010). (p. 67)
- Gráfico 18:** Saldo da balança comercial da Rússia em % do PIB entre 1992 e 2020. (p. 71)
- Gráfico 19:** Saldo da balança comercial indiana (% do PIB). (p. 73)
- Gráfico 20:** Fluxo de capitais na África do Sul em percentual do PIB entre 1980 e 2005. (p. 77)
- Gráfico 21:** Brasil: taxa de crescimento do PIB real (dados anuais em %). (p. 82)
- Gráfico 22:** Brasil: Taxa de juros imediata, *Call Money*, Taxa Interbancário (porcentagem ao ano). (p. 82)
- Gráfico 23:** Brasil: Reservas totais, exceto ouro, em US\$ milhões e em relação ao PIB. (p. 83)
- Gráfico 24:** Brasil: Moeda Nacional por dólar norte-americano, média anual (Número-Índice, 2008=100). (p. 83)
- Gráfico 25:** Brasil: Balanço de Pagamentos e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestres e em US\$ milhões. (p. 84)
- Gráfico 26:** Brasil: Grandes fluxos componentes da Conta Financeira (em US\$ milhões – dados trimestrais). (p. 85)
- Gráfico 27:** Brasil: Investimento Direto; ID Ativos (*assets*) e ID passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais). (p. 86)
- Gráfico 28:** Brasil: Investimento de portfólio (ou Investimento em Carteira IC); IC Ativos (*assets*) e IC Passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais). (p. 87)
- Gráfico 29:** Brasil: Outros Investimentos (OI); OI Ativos (*assets*) e OI Passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais). (p. 88)
- Gráfico 30:** Rússia: taxa de crescimento do PIB real – dados anuais em %. (p. 90)
- Gráfico 31:** Rússia: Taxa de juros imediata, *Call Money*, Taxa Interbancário (porcentagem ao ano). (p. 90)
- Gráfico 32:** Rússia: Reservas totais exceto ouro, em US\$ milhões em relação ao PIB. (p. 91)

Gráfico 33: Rússia: Moeda Nacional por dólar norte-americano, média anual (Número-Índice, 2008=100). (p. 91)

Gráfico 34: Índice de preço das *commodities* (grupos selecionados) – dados mensais entre 2000 e 2017. (p. 92)

Gráfico 35: Rússia: Balanço de Pagamentos e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestres (em US\$ milhões). (p. 94)

Gráfico 36: Rússia: Grandes fluxos componentes da Conta Financeira (em US\$ milhões – dados trimestrais). (p. 95)

Gráfico 37: Rússia: Investimento Direto (ID); ID Ativos (*assets*); ID Passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais). (p. 96)

Gráfico 38: Rússia: Investimento de Portfólio (ou Investimento em Carteira – IC); IC Ativos (*assets*); IC Passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais). (p. 97)

Gráfico 39: Rússia: Outros investimentos (OI); OI Ativos (*assets*); OI Passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais). (p. 98)

Gráfico 40: Índia: Taxa de crescimento do PIB real – dados anuais em %. (p. 103)

Gráfico 41: Índia: Taxa de juros imediata, *Call Money*, Taxa Interbancária (porcentagem ao ano). (p. 103)

Gráfico 42: Índia: Reservas totais exceto ouro, em US\$ milhões e em relação ao PIB. (p. 103)

Gráfico 43: Índia: Moeda Nacional por dólar norte-americano, média anual (Número-Índice, 2008=100). (p. 103)

Gráfico 44: Índia: Balanço de Pagamentos e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestres e em US\$ milhões. (p. 104)

Gráfico 45: Índia: Grandes fluxos componentes da Conta Financeira (em US\$ milhões – dados trimestrais). (p. 105)

Gráfico 46: Índia: Investimento Direto (OI); OI passivos (*liabilities*) e OI ativos (*assets*) (em US\$ milhões – dados trimestrais). (p. 106)

Gráfico 47: Índia: Investimento de Portfólio (ou Investimento em Carteira – IC); IC Ativos (*assets*); IC Passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais). (p. 107)

Gráfico 48: Índia: Outros investimentos (OI); OI Ativos (*assets*); OI Passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais). (p. 108)

Gráfico 49: África do Sul: taxa de crescimento do PIB real – dados anuais em %. (p. 110)

Gráfico 50: África do Sul: Taxa de juros imediata, *Call Money*, Taxa Interbancária (porcentagem ao ano). (p. 110)

Gráfico 51: África do Sul: Reservas totais exceto ouro, em US\$mi. em relação ao PIB. (p. 110)

Gráfico 52: África do Sul: Moeda Nacional por dólar norte-americano, média anual (Número-Índice, 2008=100). (p. 110)

Gráfico 53: África do Sul: Balanço de Pagamentos – dados acumulados em quatro trimestres e em US\$ milhões. (p. 111)

Gráfico 54: África do Sul: Grandes fluxos componentes da Conta Financeira (em US\$ milhões – dados trimestrais). (p. 112)

Gráfico 55: África do Sul: Investimento Direto (ID); ID ativos (*assets*); ID passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais) (p. 113)

Gráfico 56: África do Sul: Investimento de portfólio (ou Investimento em Carteira IC); IC Ativos (*assets*) e IC Passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais). (p. 115)

Gráfico 57: África do Sul: Outros Investimentos (OI). OI ativos (*assets*); OI passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais). (p. 116)

Gráfico 58: Brasil: Investimento Direto Passivo – dados trim. Ac. em quatro trim. em US\$ milhões e em % do PIB. (p. 117)

Gráfico 59: África do Sul: Investimento Direto Passivo – dados trim. Ac. em quatro trim. em US\$ milhões e em % do PIB. (p. 117)

Gráfico 60: Índia: Investimento Direto Passivo – dados trim. Ac. em quatro trim. em US\$ milhões e em % do PIB. (p. 117)

Gráfico 61: Rússia: Investimento Direto Passivo – dados trim. Ac. em quatro trim. em US\$ milhões e em % do PIB. (p. 117)

Gráfico 62: Brasil: ICP – dados acum. em quatro trim. em US\$ milhões e % do PIB. (p. 119)

Gráfico 63: África do Sul: ICP – dados acum. em quatro trim. em US\$mi. e % do PIB. (p. 119)

Gráfico 64: Índia: ICP – dados acum. em quatro trim. em US\$ milhões e % do PIB. (p. 119)

Gráfico 65: Rússia: ICP – dados acum. em quatro trim. em US\$ mi. e % do PIB. (p. 119)

Gráfico 66: Brasil: OIP – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões e % do PIB. (p. 121)

Gráfico 67: África do Sul: OIP – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões e % do PIB. (p. 121)

Gráfico 68: Índia: OIP – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões e % do PIB. (p. 121)

Gráfico 69: Rússia: OIP – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões e % do PIB. (p. 121)

SIGLAS

ASEAN: Associação de Nações do Sudeste Asiático

BC: Banco Central

BPM6: 6ª Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos

BRICS: Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul

CGD: *Center for Global Development*

CGV: Cadeia Global de Valor

EUA: Estados Unidos da América

FMI: Fundo Monetário Internacional

IBAS: Índia, Brasil e África do Sul

IFS: *International Financial Statistics*

IOF: Imposto sobre Operação Financeira

NBD: Novo Banco de Desenvolvimento

PIB: Produto Interno Bruto

SMI: Sistema Monetário Internacional

TDR: *Trade Development Report*

UNCTAD: Conferência das Nações Unidas sobre o Comércio e Desenvolvimento

WEO: *World Economic Outlook*

SUMÁRIO

Introdução	13
Capítulo 1: Sistema monetário internacional	17
1.1 Demanda por moeda e liquidez em uma economia fechada: base para a discussão de “hierarquia de moedas”	17
1.2 A taxa de câmbio e seu impacto sobre a hierarquia monetária	19
1.3 Riscos sugeridos dentro da ideia de hierarquia	29
Capítulo 2: A dinâmica da liquidez e o direcionamento de recursos aos países periféricos nos anos 2000	36
2.1 A periodicidade da liquidez mundial nos anos 2000.....	36
2.2 Balanço de Pagamentos e Conta Financeira.....	48
2.3 Análise dos fluxos de capitais nas macrorregiões periféricas	52
Capítulo 3: O grupo dos BRICS	58
3.1 Sobre os BRICS	58
3.2 O processo de liberalização financeira dos BRICS	65
3.2.1 Liberalização financeira no Brasil.....	65
3.2.2 Liberalização financeira na Rússia.....	68
3.2.3 Liberalização financeira na Índia	72
3.2.4 Liberalização financeira na África do Sul	76
Capítulo 4: Análise sobre a dinâmica dos fluxos de capitais nos BRICS entre os anos de 2003 a 2019	81
4.1 Estudo da dinâmica dos fluxos da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos do Brasil, Rússia, Índia e África do Sul	81
4.1.1 Brasil	81
4.1.2 Rússia	89
4.1.3 Índia.....	100
4.1.4 África do Sul	108
4.2 Análise comparativa dos fluxos componentes da Conta Financeira para o Brasil, Rússia, Índia e África do Sul	116
Conclusão	123
Referências bibliográficas	124

INTRODUÇÃO

Existe uma grande distinção das moedas nacionais, assim como suas utilidades e, de certa forma, seus *status* são diferentes na economia mundial como um todo, o que gera diferentes graus de aceitação dessa moeda enquanto indexadora de contratos como, também, enquanto atributo da própria riqueza. Nesses termos, o nosso ponto de partida é o de que há diferenças fundamentais na estrutura econômica dos países, o que tem reflexo no grau de aceitação da moeda de cada um deles em termos internacionais. A compreensão é a de que a demanda por moeda em nível internacional se apresenta de forma complexa. Na verdade, há uma hierarquia de moedas em termos de aceitação internacional das mesmas. No topo dessa hierarquia, está a aquela que é socialmente aceita em nível internacional como “moeda”, no sentido de trazer consigo o atributo de ser considerada “a própria riqueza”. A partir daí, tem os atributos de “ser moeda”, servindo como indexadora de contratos, estalão de preços, reserva de valor. Ela é o ativo que é considerado “líquido”.

O contexto da análise do financiamento em nível mundial se dá, então, a partir dessa concepção, em que as moedas com menos aceitação são consideradas como estando em uma hierarquia inferior, sendo sua demanda mais baixa. Para efetuar aplicações financeiras nessa moeda, o detentor de riqueza irá requerer uma rentabilidade maior do que para aplicar em ativos relacionados a moedas de “hierarquia mais alta”.

Ora, esse tipo de abordagem nos mostra que os fluxos financeiros em nível internacional consideram essa questão sendo uma dimensão importante da análise dos fluxos de capitais, o que não é considerado pelos modelos teóricos do conhecido “novo consenso macroeconômico”, que partem do modelo de equilíbrio geral e defendem o Estado mínimo com plena abertura comercial/ financeira, destacando que a última promove a ótima alocação de recursos, havendo convergência de juros.

Considerando a crítica a essa abordagem e a perspectiva que indica a moeda como um ativo particular, entendendo a hierarquia da moeda anteriormente indicada, esse trabalho busca analisar o fluxo financeiro dirigido a países que têm moedas subordinadas e que se enquadram no conceito de países “periféricos”, sendo que o nosso foco são o Brasil, a Índia, a Rússia e a África do Sul, que fazem parte dos BRICS. Não analisaremos a China por suas especificidades, que envolvem um estudo particular.

Tem-se como hipótese o fato de que, considerando o desenho dos mercados financeiros a partir dos anos 1980, os fluxos de capitais direcionados para os países periféricos/de moeda subordinada são fortemente influenciados pela dinâmica da liquidez mundial, que depende fortemente de fatores conjunturais ligados aos mercados financeiros dos países centrais, em especial dos Estados Unidos, que detém a moeda de maior hierarquia.

O “desenho de mercado” ao qual estamos nos referenciando refere-se a uma configuração do Sistema Monetário Internacional (SMI), em que há ampla abertura financeira, em que grande parte dos recursos circula via mercado de títulos (de capitais e monetários), em que há mercado de derivativos, em que há grande diversidade de agentes envolvidos e em que ocorrem grandes engenharias financeiras para a oferta de recursos (destacando-se o processo de securitização de recebíveis)

Uma questão fundamental é a compreensão de que os fluxos de recursos se comportam de maneira diferente a depender do ciclo financeiro internacional e das condições de liquidez. Nos momentos de expansão de liquidez, os capitais relaxam sua demanda por liquidez e aumentam seu “apetite pelo risco” e nessa situação aceitam se dirigir a países periféricos, ainda que buscando taxas mais altas do que as oferecidas pelos ativos dos países centrais. Já nos momentos de piora de expectativas, o que se observa é a “busca pela liquidez”, no sentido de buscarem os ativos considerados “riqueza”, especialmente o Dólar e os títulos públicos dos Estados Unidos, em detrimento das aplicações em “moedas mais fracas”. Isso afetará o fluxo de recursos dirigidos aos países periféricos, mesmo não tendo havido mudanças consideráveis internamente ao país. Nessa situação, há venda de títulos vinculados aos países periféricos, afetando o preço dos mesmos, e indicando que os “mercados” estão exigindo taxas mais altas para permanecer com esses títulos.

Nesse contexto, o nosso objetivo é o de estudar os fluxos de recursos dirigidos aos países selecionados e que constam na Conta Financeira do Balanço de pagamentos dos mesmos, analisando seus grandes fluxos (Investimento Direto, Investimento em Carteira, Outros Investimentos e Derivativos) e também seus sub fluxos, destacando a diferença das dinâmicas dos fluxos de Estrangeiros e Residentes em suas diferentes composições. Nosso intuito é o de indicar a relação entre a dinâmica dos fluxos de capitais, com a dinâmica da liquidez internacional, buscando essa similaridade entre o comportamento desses fluxos nos diferentes países estudados

Seguimos a hipótese de Corrêa (2006), segundo a qual esses fluxos são fortemente influenciados pela dinâmica da liquidez internacional, com destaque especial para os Investimentos em Carteira. A perspectiva é a de que os fluxos de capitais “com viés de curto prazo” (que podem se mover rapidamente e com baixo controle) são fortemente voláteis, gerando instabilidade profunda para esses países, sobre juros, câmbio e dívida pública.

A base teórica para realização do trabalho parte da perspectiva de que estamos tratando de uma economia capitalista em que os chamados de “lado real” e “lado monetário” estão intrinsecamente ligados. Esta perspectiva se encontra no ramo dos chamados “modelos econômicos heterodoxos”, que se distinguem dos chamados “modelos ortodoxos”. Esses últimos partem do modelo de equilíbrio geral warlrasiano, consideram que todos os agentes são iguais, que não há incerteza e que a plena liberdade de agir dos mercados leva a ótima alocação de recursos, sendo que a economia é ditada basicamente por decisões “do lado real”, enquanto o “lado financeiro” afeta apenas os preços. O mantra central que rege esta perspectiva é o do liberalismo econômico e do individualismo metodológico em que qualquer agente busca maximizar seu objetivo. No caso dos trabalhadores, maximizam sua relação renda X lazer e, no caso dos detentores do capital, buscam a maximização do lucro.

De outro lado, estão os “modelos heterodoxos”, dentre eles o que parte de Keynes (Keynes, originalmente, e autores pós-keynesiano) que, contrariamente à perspectiva apontada acima, consideram que a economia capitalista é intrinsecamente instável e desequilibrada. Os agentes não têm condições de projetar o futuro e a moeda é o ativo que faz a ligação entre o presente e o futuro radicalmente incerto. Há uma relação inexorável entre os lados “real” e “monetário”, não sendo possível separá-los. São esses modelos que consideram a moeda um ativo particular, demandado por si próprio em uma economia em que a incerteza é parte do contexto, por ser impossível saber os que os agentes vão fazer. É uma economia de trocas generalizada, em que a moeda permite essa generalização e é, ela mesma um ativo demandado. É uma economia de crédito, em que bancos criam moeda.

É esse o pano de fundo do trabalho. Por isso, para realizar o trabalho, no Capítulo 1 efetuaremos breves apontamentos sobre o conceito de Hierarquia das moedas, que tem por detrás a base teórica Keynesiana, considerando as características da moeda e a demanda para liquidez em uma economia monetária da produção. Nesse mesmo capítulo, apresentamos também os contornos do Sistema Monetário Mundial (SMI) a partir dos anos 1980, que

explicitam o perfil dos mercados financeiros no período de nosso estudo, que se concentrará nos anos 2000. No capítulo 2, apresentaremos a dinâmica da liquidez mundial nos anos 2000 e também o movimento dos fluxos de recursos líquidos referentes as Grandes Contas componentes do Balanço de Pagamentos, dirigidos aos países Centrais e Periféricos para esse período. No capítulo 3, apresentaremos característica da dinâmica econômica dos BRICS e levantaremos o processo de abertura financeira de cada um deles. No capítulo 4, focaremos na análise do direcionamento desses recursos para os países dos BRICS.

O estudo sobre tal dinâmica será baseado em uma análise quali-quantitativa: quantitativa uma vez que serão utilizados, primordialmente, os dados da plataforma *World Economic Outlook Database* (WEO) e *International Financial Statistics* (IFS), dentro do portal do Fundo Monetário Internacional (FMI), assim como secundariamente por dados do *World Bank Open Data*, no portal do Banco Mundial, como uma forma de demonstrar a composição da balança de pagamentos dos quatro países do BRICS a serem analisados; qualitativa porque, a partir dos mesmos, compreendendo qual a razão de mudanças nos mesmos e como se dá sua composição.

Será uma pesquisa descritiva com base no método hipotético-dedutivo. A análise conjuntural e sobre tal hierarquia será sobre os países do BRICS, mas a análise de dados focada no grupo não abrangerá a China tendo em vista que o país possui uma série de especificidades em sua estrutura econômica, sendo necessário um estudo mais detalhado para compreender como se dá a estrutura de seu Balanço de Pagamentos e todos os fluxos relacionados diretamente à Conta Financeira. Ainda com relação a análise de dados, é necessário salientar que o exame detalhado a partir do WEO e do IFS abrangerá as contas financeiras do balanço de pagamentos dos países observados.

CAPÍTULO 1: SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL, HIERARQUIA DAS MOEDAS E A DINÂMICA DA LIQUIDEZ MUNDIAL

Nesse capítulo, será apresentada a perspectiva da hierarquia das moedas, que parte da base teórica Keynesiana e que serve de pano de fundo da análise que desenvolveremos ao longo da monografia. Iniciaremos o capítulo realizando uma discussão sobre a hierarquia monetária internacional, indicando a articulação dessa questão com a instabilidade dos países periféricos no contexto de forte abertura comercial e financeira.

1.1 Demanda por moeda e liquidez em uma economia fechada: base para a discussão de “hierarquia de moedas”

O ponto de partida de nossa análise é o de que em uma economia monetária da produção, em que há generalização de trocas, a moeda é demandada enquanto um ativo que é socialmente aceito e que simboliza a própria riqueza, servindo de Reserva de Valor. É o indexador de contratos e é o ativo que é trocado por qualquer outro. Assim, pode servir de “elo entre uma transação e outra”. Ainda que um de seus atributos essenciais seja a baixa elasticidade de produção e de substituição (KEYNES, 1982), o que se observa na economia capitalista é que, não apenas o Estado cria moeda, mas também os bancos (KEYNES, 1982), sendo que, com o avanço das finanças, os Bancos Centrais tenderam a “sancionar” essa moeda contábil. De fato, o que se observa é que, nos momentos de instabilidade, em que pode ocorrer o movimento de corrida bancária, os Bancos Centrais têm tendido a cobrir essa corrida e isso tem se intensificado desde a década de 1960, à medida em que a criação de moeda passou a ficar mais livre e menos sujeita a controles (MINSKY, 1984)

Numa Economia Monetária, em que há generalização de trocas e em que a moeda tem o atributo de ser a própria riqueza, a incerteza sobre o futuro é um atributo fundamental para entender os fatores que levam à demanda por moeda e à “preferência pela liquidez”. A moeda é demandada, não só para o motivo Transação (Renda e Negócios), que envolve a compra de bens e serviços. Nessa economia, a moeda também é demandada pelo motivo precaução e, particularmente para o motivo especulação. No caso desse último, a moeda demandada tem a ver com a importância de ter a liquidez em mãos em momentos de compras de títulos “na baixa”

para poder vendê-los “na alta”. É uma demanda por moeda que envolve a compreensão de que, nessa economia monetária, os agentes compram bens e também títulos de dívida. É uma economia em que bens e títulos têm preços. É uma economia em que existe uma ampla gama de possibilidades de aplicação: destes ativos mais líquidos, como moeda, até ativos mais ilíquidos, como os bens de capital. Mais do que isso, cada um desses ativos têm uma “taxa de juros própria”, a partir de suas características particulares, sendo que a da moeda é de “ser a própria liquidez”.

Ora, toda essa discussão explicita a dificuldade da tomada da decisão de investir, que é uma das possibilidades de aplicação, sendo que o emprego fica limitado pela questão dos limites da demanda, e a demanda relativa à compra de bens de capital é um limitador essencial, estando ligada à decisão de investir. Além disso, a característica dessa economia é ser essencialmente instável, sendo que há uma hierarquia de agentes econômicos e que os trabalhadores estão em uma posição subordinada, não tendo qualquer capacidade de influir sobre o nível de emprego, que é definido pelos donos dos meios de produção, confrontados com sua expectativa de demanda.

Para os propósitos de nosso trabalho, essa visão se estende para o âmbito de uma economia aberta, sendo que nas trocas comerciais e financeiras se confrontam diferentes moedas. A questão central é a de que, contrariamente aos modelos econômicos que consideram que todas as moedas são iguais, a percepção é a de que em nível internacional a dinâmica, de fato, não se conforma de acordo com essa perspectiva. Na verdade, os contratos realizados em âmbito internacional são preferencialmente firmados em um círculo restrito de moedas. Ademais, há também preferência pelas aplicações financeiras nessas mesmas moedas. Essas diferenças radicais de moedas em nível internacional refletem a própria percepção dos tomadores de decisão sobre o que eles consideram “moeda e liquidez” e âmbito internacional.

A base para as diferenças está nas distintas estruturas produtivas dos países, estando, de um lado, os países considerados “Centrais”, que são essencialmente produtores e exportadores de produtos manufaturados e, de outro estando os países “Periféricos”, produtores e exportadores de produtos primários, que se encontram em uma posição subordinada em termos de trocas internacionais. Não só há diferenças em termos de troca, como também há um aprofundamento contínuo dessa deterioração: à medida em que o país periférico cresce, aumenta junto a demanda por produtos manufaturados numa dinâmica mais alta do que a da

exportação de produtos primários (a elasticidade renda da importação é mais alta do que a da exportação). Esses limites definem uma “restrição de balanço de pagamentos” e indicam um movimento de câmbio mais desvalorizado nos países periféricos (com estruturas produtivas e exportadoras mais frágeis) em comparação aos países centrais (com estruturas produtivas e exportadoras mais robustas).

Ora, nessa estrutura, há uma preferência pela moeda dos países centrais em detrimento dos países periféricos. Mais do que isso, há uma preferência pelas moedas dos países hegemônicos (ou país hegemônico), que tem o poder de criar moeda socialmente aceita como riqueza em nível internacional. Essa moeda, antes da Segunda Guerra Mundial, era essencialmente a Libra Esterlina e, depois da Segunda Guerra, passa a ser o Dólar Estadunidense. De fato, essa moeda passa a ser o centro do sistema. Mesmo considerando a institucionalidade de *Bretton Woods*, a conversibilidade do dólar em ouro não existia de fato, o que fica claro com o fim da convertibilidade ocorrido na década de 1970 (SERRANO, 2002). Na verdade, a aceitabilidade do dólar como “liquidez” ocorria num período de expansão econômica e de forte avanço da criação de moeda por parte dos bancos americanos (MINSKY, 2010).

Então o que se observa é que o debate do conceito de moeda abordado por Keynes apresenta especificidades quando estendido em âmbito internacional, já que o que se constata é que as moedas têm diferentes níveis de aceitação em nível internacional (ou nenhuma), o que afeta as decisões dos agentes. Isso, por sua vez, afeta profundamente as decisões de aplicações financeiras pelo mundo. Se há forte abertura comercial e financeira, os agentes terão que tomar decisões de aplicação que envolvem bens e ativos de diferentes países. Esse é um aspecto central quando analisamos a dinâmica dos balanços de pagamentos de diferentes países. A questão da existência de uma “hierarquia de moedas”, é central na análise.

1.2 Liquidez da moeda X liquidez de divisa e hierarquia de moedas

Considerando essa discussão, vale considerar que a liquidez de um par de moedas é possível de ser avaliada a partir de duas maneiras: a primeira delas é por meio do seu custo de transação, o que se chama de *spread* embutido em uma operação cambial; já a segunda forma

ocorre mediante volume transacionado no mercado, sendo que as moedas com maior fluxo (no caso, o dólar e o euro) são mais líquidas e centrais.

No que se refere à segunda questão, uma forma de perceber essa hierarquia é a de observar as transações atuais com relação ao mercado cambial: de acordo com o *Bank for International Settlements* (BIS), mais de 80% das operações de câmbio têm o dólar estadunidense como moeda chave. Apesar de ainda ser um número gigantesco, diante do fenômeno da globalização e integração financeira internacional, esse número diminuiu aproximadamente 5% desde 2001 de acordo com a instituição, o que mostra um aumento progressivo de transações cambiais com moedas diferentes da estadunidense (BIS, 2009). Essa é uma questão importante, sendo que retornaremos a ela mais abaixo.

A liquidez também é um ponto central nessa discussão: a partir do momento em que a moeda central é utilizada internacionalmente com maior peso que outras moedas, essa é uma indicação para que essa moeda seja considerada a “liquidez” do sistema. Grande parte dos contratos internacionais de trocas de bens serviços é firmada nessa moeda e grande parte das aplicações financeiras também. Em segundo lugar, em termos das trocas internacionais e contratos financeiros está o Euro e a sequência segue a hierarquia que indicamos acima. Uma questão adicional é a de que os ativos financeiros (títulos de dívida) firmados nessas mesmas moedas também obedecem à mesma hierarquia.

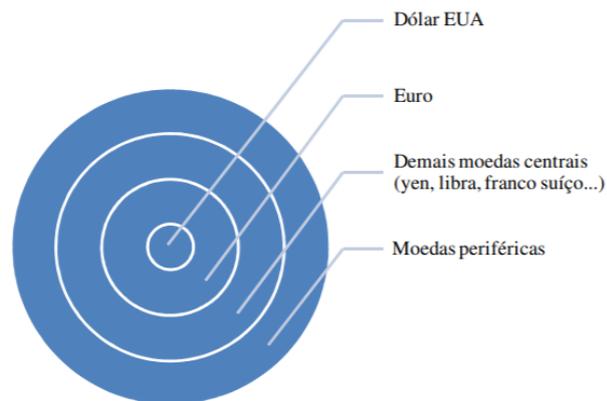
Dentre os ativos financeiros, os títulos de dívida pública estão em primeiro lugar nessa hierarquia e depois vêm os títulos de empresas financeiras e não financeiras. Nesse contexto, os títulos da dívida interna do Governo Norte Americano (*treasury bonds*) são considerados os títulos mais seguros e atuam como “quase-moedas”, no sentido que podem se transformar em dólar muito rapidamente (mercado secundário) e com baixas perdas. No caso da Europa, em que o Tesouro de cada país emite seu título público, o Título do Tesouro alemão é o considerado mais seguro. Nesse sentido, o título *Treasury* dos Estados Unidos é considerado aquele com risco zero e no caso da região europeia o título do tesouro alemão é o *benchmark*. Isso vai ao encontro da ideia de que um ativo é mais líquido quanto mais rapidamente ele possa se transformar em “moeda” (PLIHON, 2001), sendo que é gerada a capacidade de um ativo ser transformado enquanto pagamento sem perda de capital.

Nesse contexto, as moedas periféricas e os títulos de dívida vinculadas a devedores dos países periféricos não são consideradas “quase-moedas”. São considerados ativos mais ilíquidos e que, para serem demandados têm que propiciar uma maior rentabilidade. É importante compreender também que, em momentos de fragilidades financeiras, as moedas periféricas, por serem menos líquidas internacionalmente, “são os primeiros ativos a serem abandonados nos momentos de fuga para a qualidade”, gerando um comportamento de manada e promovendo um ambiente de completa incerteza nos países onde tais moedas são utilizadas (DE CONTI, PRATES, PLIHON; 2019).

Nesses termos, é preciso fazer a distinção entre “liquidez da moeda em âmbito nacional” e “liquidez de divisa”. O caso de um país periférico nos mostra essa diferença. Nacionalmente a moeda desse país periférico tem os seus atributos, servindo como “dinheiro” (meio de pagamento, estalão dos preços, indexadora de contratos, reserva de valor) e sendo socialmente aceita para tal. No entanto, em nível internacional, ela não é aceita para desempenhar as funções de “dinheiro”. Nesse sentido, ela não é uma “moeda divisa”. Já a moeda que se encontra em uma hierarquia superior, no sentido de exercer os atributos de “dinheiro” em nível internacional, é considerada “moeda divisa” (AGLIETTA, (1986). Esse conceito é válido, especialmente para o dólar e, secundariamente, para o euro.

Tendo em vista esses conceitos, a hierarquia atual do sistema monetário internacional se dá da seguinte forma: em primeiro lugar, o dólar estadunidense (US\$) enquanto moeda central e principal; em seguida, o euro (€) enquanto uma moeda forte, mas coadjuvante ao dólar; depois, as moedas centrais, que são aquelas utilizadas em países desenvolvidos (como a libra britânica e o franco suíço); e, por fim, as moedas periféricas, utilizadas em países em desenvolvimento e periféricos, como o real brasileiro (R\$) (DE CONTI, 2011).

Gráfico 1: Estrutura da hierarquia monetária no sistema internacional atual.



Fonte e elaboração: De Conti, 2011.

É importante considerar quais são as determinantes necessárias para a definição de certas moedas como centrais ou periféricas na hierarquia estabelecida. A moeda é emitida por um Estado como meio de troca, unidade de conta e reserva de valor, mas isso em nível nacional, uma vez que, no contexto internacional, nenhuma moeda é imposta de maneira explícita, até porque não existe um Estado supranacional imposto. Porém, apenas algumas moedas no contexto hodierno são capazes de servir como meio de troca nas relações comerciais internacionais, o que caracteriza essa hierarquização.

De acordo com De Conti (2011), a definição da hierarquia monetária pode ocorrer sob perspectiva da análise de demanda ou da oferta. A imposição dessas poucas moedas internacionalmente pode ocorrer a partir da “mão invisível do mercado”, ou seja, fruto dos resultados obtidos a partir de diferentes acordos internacionais e também da escolha de investidores internacionais, os quais analisam a relação entre custos e benefícios para realizar uma transação, estando isso intimamente relacionado à demanda. Por outro lado, a competição entre moedas pode caracterizar a demanda, tendo em vista que fatores institucionais são capazes de orientar quem são os Estados com maior capacidade hegemônica e potencial de financiamento de questões internacionais, sendo que, atualmente, são os Estados Unidos que constituem essa característica hegemônica. As correntes comerciais de cada país são também importantes para definir o grau de relevância de uma moeda internacionalmente, sendo que os estadunidenses e europeus detêm uma corrente extensa e com vários parceiros comerciais mundialmente (DE CONTI, 2011).

Sobre os Estados Unidos, é relevante destacar as razões para se manter como líder nessa hierarquia: sua economia *per se* não é a razão isolada, mas a sua integração com o sistema internacional, sua participação no comércio global e a dimensão de seu poder geopolítico são pontos complementares e cruciais para a manutenção desse país como configurador da ordem hierárquica, onde a utilização do dólar estadunidense como meio de troca e sua comercialização fazem com que os EUA se beneficiem dessa relação. É correto afirmar também que o poder geopolítico é capaz de estimular a utilização de uma determinada moeda, seja a partir da confiabilidade dos investidores sobre uma moeda pertencente a um *hegemon*, ou a partir dos efeitos geopolíticos, estando relacionados inclusive a capacidades militares e relacionados ao armazenamento de força de cada Estado (DE CONTI, 2011).

Sendo assim, o PIB de um país não é uma característica determinante para que o mesmo seja um ator proeminente e com destaque na hierarquia. A China é um exemplo claro disso: a segunda maior economia do mundo tem o Renminbi (¥) como moeda e, ainda que o país tenha um PIB trilionário, a moeda chinesa é considerada periférica na hierarquia internacional, mas é necessário ressaltar também que os chineses adotam barreiras para a abertura financeira do país oriental e, de acordo com De Conti, “o renminbi é inconvertível e isso é uma escolha política”. Em contrapartida, países com um PIB inferior (ainda que elevado) como a Alemanha e França, por exemplo, que possuem o Euro (€) como moeda utilizada, se destaquem nessa hierarquia porque o Euro é uma moeda mais centralizada, estando apenas atrás do dólar. Novamente, isso se configura em virtude da capacidade hegemônica e de uma série de fatores institucionais e históricos relativos a cada Estado, e não se limita apenas ao tamanho de uma economia em si (DE CONTI, 2011).

Outra variável importante nessa análise é o voluntarismo político, em que um Estado, a partir de políticas públicas, consegue implementar um ordenamento a nível internacional, sendo que países com maior hegemonia podem definir que sua moeda seja padronizada para determinadas relações de troca entre países de menor potencialidade e também dentro de organismos multilaterais. Quanto às instituições, quanto mais fortes, maior pode ser sua capacidade de implementação de uma determinada moeda como meio de troca, tendo como objetivo inicial um suporte para que as transações financeiras internacionais sejam realizadas (DE CONTI, 2011).

As moedas devem estar respaldadas em uma política econômica que seja segura e sustentável, ou seja, economias com maior grau de instabilidade são uma barreira maior, teoricamente, para a aplicabilidade dessas em um contexto global. Porém, é importante compreender que, na prática, não necessariamente os países centrais exercem uma política estável e transparente quanto a suas economias, enquanto os países periféricos ficam marginalizados e, muitas vezes, impossibilitados de aplicar as mesmas políticas aplicadas pelos centrais (DE CONTI, 2011).

Voltando ao conceito de liquidez de uma moeda em nível internacional, vale considerar que a liquidez de um par de moedas é possível de ser avaliada a partir de duas maneiras. A primeira delas é aquela que estivemos mencionando até agora e refere-se ao volume de transações em mercado externo realizada por uma determinada moeda, sendo que a moeda com maior fluxo é mais líquida e “central”. A partir desse conceito, os detentores de capitais exigem uma rentabilidade extra para efetuar aplicações (operações de empréstimos, aplicações financeiras) em uma moeda de hierarquia menor, e isso tem a ver com essa estrutura do Sistema Monetário Internacional. Para além, disso a segunda maneira de se observar a questão da hierarquia das moedas é por meio do seu custo de transação, o que se chama de *spread* embutido em uma operação cambial.

Quanto a essa segunda questão, referente à taxa de câmbio, a compreensão é de que essa discussão ganhou um contorno mais complexo à medida em que o processo de abertura comercial e financeira se aprofundou. Por um lado, entre a década de 1960 e 1970 houve uma forte expansão da internacionalização financeira operada via empréstimos bancários; sendo que se expandiram as operações de créditos bancários interpaises, com os bancos internacionais criando moeda em dólar. Essa dinâmica foi tão forte que inverteu a lógica da determinação do câmbio. Se anteriormente a dinâmica do câmbio era essencialmente determinada pelo movimento de Transações Correntes, via compras e vendas de bens e serviços; após a década de 1960 vai ficando claro que a dinâmica do câmbio responde a questões financeiras – a movimentos do lado da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos. O período pós década de 1980 magnifica essa questão.

O processo de avanço das operações via mercado de títulos se dá, na verdade, utilizando-se diferentes desenhos de engenharias financeiras que conectam o mercado de crédito e de capitais. O processo de securitização de recebíveis é um exemplo (PRATES & FARHI, 2018).

Nele, um tomador de empréstimos pode lançar um título de dívida dando como garantia o “recebível” relacionado a um ativo que possui. Isso se generaliza gerando várias operações casadas desse tipo. Por um lado, esse processo permite que instituições não bancárias organizem esse processo (*Non-Bank Banks*) e de outro lado, os próprios intermediários financeiros entram nessa engenharia, lançando títulos de dívida, dando como garantia um conjunto de seus empréstimos empacotados.

Ora, essas operações complexas se internacionalizam, sendo que o processo de abertura financeira permite que agentes de diferentes países se movam para efetuar aplicações financeiras e tomar empréstimos. A isso se soma, ainda, o fato de que existem os mercados de derivativos (como os mercados futuros) que promovem a possibilidade de cobertura de risco de câmbio, como também avança a atuação de companhias seguradoras, efetuando seguros dos títulos comprados. A impressão que se tem, ao articular: títulos com garantias + cobertura de risco + seguros de risco, é a de que as aplicações financeiras engendradas dessa forma estão seguras, o que não é verdade, uma vez que o risco não some, o que ocorre é um processo de diluição (CORRÊA, 2006).

Nesse desenho dos mercados financeiros, ocorre um grande movimento de recursos via Conta Financeira, sendo que o câmbio dos países é profundamente afetado por essa dinâmica, que envolve movimentos altamente especulativos. Na verdade, o que queremos destacar é que essa dinâmica gera forte movimento de instabilidade para as moedas periféricas.

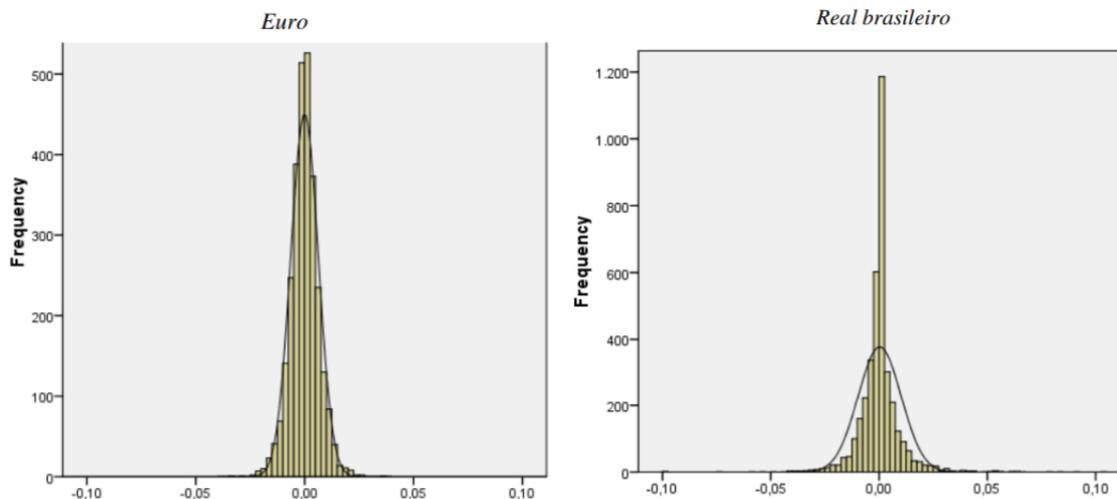
Nesse contexto, uma das diferenças que pode ser observada entre os diferentes perfis de moeda é o de que as moedas dos países centrais são mais estáveis, enquanto que o câmbio relativo às moedas dos países periféricos é muito mais volátil. A questão é a de que, nos momentos de instabilidade há uma “fuga para a qualidade”, sendo que os detentores de moeda procuram a “liquidez”, sintetizada nas moedas de hierarquia superior e suas quase moedas. Já no caso dos países periféricos, observa-se uma “fuga” de sua moeda, com fortes impactos sobre o câmbio, tanto maior quanto maior for o peso dos capitais de curto prazo sobre sua conta financeira (CORRÊA, 2006; KALTERNBRUNNER & PAINCEIRA, 2014)

Ora, a volatilidade da taxa de câmbio afeta profundamente as taxas de juros de um país (que nessa nova configuração, se ajustam para cima nos momentos de instabilidade para segurar as fugas) como também a dívida pública, tendo em vista a atuação da Autoridade Monetária

para segurar a valorização excessiva do câmbio (nos momentos de forte ingresso de capital), como também a desvalorização (nos momentos de fuga). Ademais, tem também impactos importantes sobre a inflação, por impactar no preço dos produtos importados, acabando por influenciar nos preços em geral, como também no preço dos ativos (DE CONTI, 2011).

Para se ter ideia da discrepância entre países, considerando aqueles que possuem hierarquia mais alta, em comparação aos que possuem hierarquia mais baixa, De Conti (2011) trouxe um estudo com base na dinâmica do câmbio de moedas centrais e periféricas para demonstrar que existem diferentes padrões de comportamento no que se refere às taxas de câmbio entre os países de ambas categorias, comprovando, também, a hierarquia no Sistema Monetário Internacional. Abaixo, é possível observar dois gráficos, sendo uma moeda central (Euro – EUR/€) e uma moeda periférica (Real Brasileiro – BRL/R\$), sendo tais observações analisadas a partir de julho de 1994 até dezembro de 2009 (DE CONTI, 2011).

Gráfico 2: Padrão de comportamento das moedas sob influência da taxa de câmbio.



Fonte: Reuters; Elaboração: De Conti, 2011.

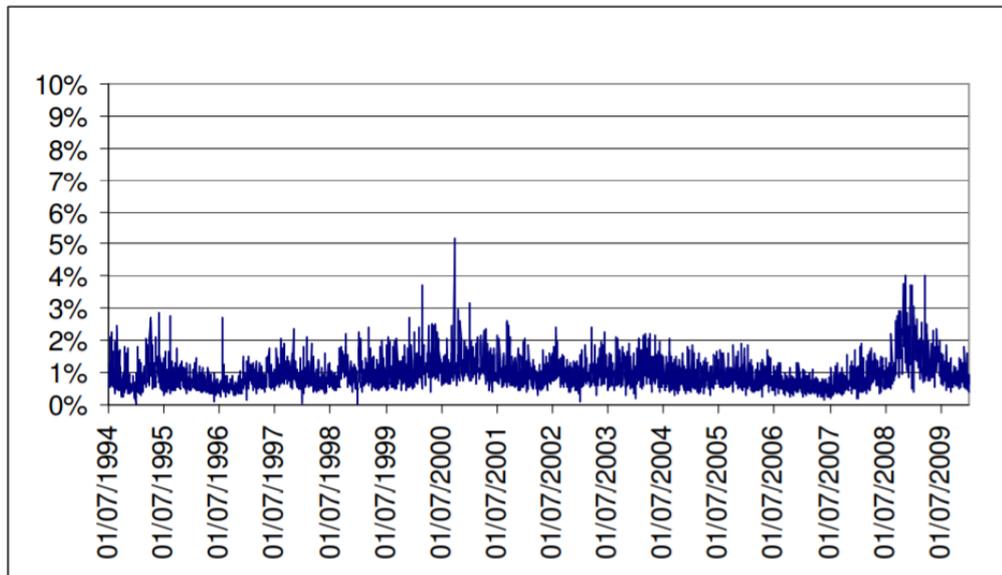
É possível perceber que os histogramas possuem diferenças importantes. O padrão para os países considerados “centrais” mostra que esses possuem uma curva considerada “normal”, indicando uma variação pequena da média, moda e mediana e também uma homogeneidade entre as extremidades da direita e da esquerda, indicando estabilidade das taxas. Já os países periféricos possuem uma curva mais acentuada e não tão simétrica, com uma maior concentração de observações iguais a zero e com extremidades espessas (DE CONTI, 2011).

Isso nos informa que, mesmo que os países possuam taxas de câmbio com pequenas variações, existe uma quantidade considerável de variações maiores, mostrando uma fragilidade dessas moedas no sistema hierárquico e podendo alcançar variações enormes (algumas de até 20%) de desvalorização frente ao dólar estadunidense¹.

A consideração é que essa composição tem por detrás o fato de que a dinâmica do câmbio é mais instável nos países periféricos, em comparação aos países Centrais. Mais do que isso. Considerando o desenho do Sistema Monetário Internacional (SMI) pós década de 1980, essa diferença importante é fortemente explicada pela dinâmica da Conta Financeira.

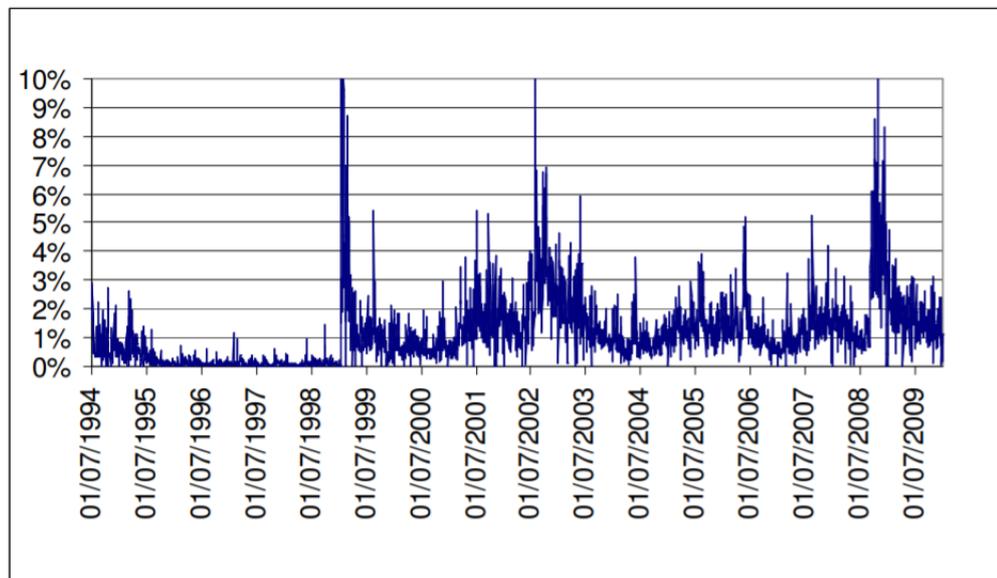
Gráfico 3: Amplitude diária da variação cambial do Euro.

Euro



Fonte e Elaboração: De Conti, 2011.

¹ Esse fenômeno em que ocorrem variações elevadas dos pontos de equilíbrio esperados é conhecido como *overshooting*, proposto por Rudiger Dornbusch em 1976 em sua obra “*Expectations and Exchange Rate Dynamics*”, e isso ocorre basicamente em razão de uma escassez prolongada de um determinado recurso.

Gráfico 4: Amplitude diária da variação cambial do Real Brasileiro.*Real brasileiro*

Fonte e Elaboração: De Conti, 2011.

O que se destaca na atualidade é que as diferenças cambiais não refletem apenas as diferenças estruturais entre países em termos de suas divergências de estrutura produtiva. Essas, por si só, já nos remetem a diferenças fundamentais, demonstrando a subordinação dos países que são essencialmente produtores de produtos primários vis a vis aos produtores de produtos manufaturados. Essa divergência já havia sido apontada a partir da análise da Cepal que, desde a década de 1950 indica a existência de “trocas desiguais” mostrando a diferença radical Inter países, gerando inclusive inicialmente o conceito de países centrais (com industrialização completa e mais desenvolvidos e com maiores rendas per capita) e periféricos (com processos de industrialização incompleta, menos desenvolvidos e com menores rendas per capita).

Mas, a dinâmica do câmbio na atualidade, para além de indicar essas diferenças, também envolve aspectos financeiros e especulativos. Na verdade, a abertura financeira em situação de avanço das operações com endividamento via títulos gerou uma situação de forte instabilidade dos fluxos financeiros dirigidos aos países periféricos, afetando profundamente a taxa de câmbio dos mesmos, as taxas de juros e a dívida pública. (DE CONTI, 2011).

1.3 Riscos sugeridos dentro da ideia da hierarquia

Um dos aspectos importantes da discussão dos fluxos financeiros internacionais e da hierarquia das moedas diz respeito à questão de que as taxas de juros domésticas são afetadas por essa questão. A partir da perspectiva de Keynes (1982), as taxas de juros são a “remuneração por se abrir mão da liquidez”. Na Teoria Geral de Keynes, o autor destaca que a mesma é definida no mercado monetário pela relação “oferta de moeda *versus* demanda de moeda”. Na economia capitalista contemporânea, podemos dizer que a taxa básica de juros se forma no mercado de reservas bancárias pela relação entre “oferta de reservas (ofertadas pelo BC) e demanda de reservas (por parte dos bancos)”, sendo que os bancos centrais operam no sentido de se atingir uma “taxa meta”, efetuando operações de *open market* para atingir tal propósito.

Não é foco dessa monografia discutir a eficácia do Banco Central na sua ação ou mesmo que sejam seus objetivos. Para os propósitos de nosso trabalho, queremos destacar que, considerando o amplo processo de abertura financeira, a taxa de juros de um país é profundamente afetada pelo perfil de sua moeda (subordinada ou central) e pela dinâmica da liquidez internacional, que interfere sobre o fluxo de recursos dirigidos ao país.

De acordo com os regimes de câmbio, a taxa de juros sofre diferentes movimentos. Em regimes de câmbio administrado, variações dos fluxos de capitais afetam a taxa de juros doméstica, enquanto que o câmbio é controlado. Já no caso do regime de câmbio flutuante, variações dos fluxos afetam o câmbio, mas não a taxa de juros que se moveria de acordo com a política para combater a inflação. No entanto, nosso destaque vai para o fato de que, mesmo países que atuam com o regime de câmbio flutuante, os juros são afetados pela dinâmica dos fluxos de recursos pois: i) os regimes de câmbio têm flutuação suja, com intervenção do Banco Central, não sendo verdade que o câmbio seja amplamente determinado “pelo mercado”; e, ii) os Bancos Centrais atuam nos momentos de retração de recursos, ajustando suas taxas de juros, no sentido da atração de capitais.

O que destacamos é que há diferenças estruturais entre as taxas de juros dos países, não havendo convergências entre taxas, mesmo em situação de ampla abertura financeira. Na verdade, um aspecto crucial dessa discussão parte da diferença estrutural entre os países, quer seja quanto à sua estrutura produtiva (que tem impactos sobre a questão da restrição externa),

quer seja pela questão que emerge daí e se aprofunda, que tem relação com a hierarquia das moedas, destacada acima.

A perspectiva adotada é a de considerar “a taxa básica de juros internacional”, como sendo a taxa básica de juros vinculada ao país que emite a principal moeda dentro da hierarquia monetária, no caso, o Dólar Norte Americano. A taxa de juros básica que é considerada como referência internacional é, então, a taxa que remunera dos títulos do Tesouro Norte-Americano, considerado o título mais “seguro”, no sentido que é pago na moeda aceita internacionalmente, sendo que os EUA emitem a dita moeda. Neste cenário, o dólar é considerado a “liquidez” por excelência do Sistema e o título de dívida do Tesouro (que paga a taxa de juros básica) é considerado “quase moeda”, quase tão líquida como a própria moeda. O agente econômico só abre mão da liquidez por um título que tenha ampla negociação em mercado secundário, com baixas perdas e pago na moeda líquida. A taxa de juros desse título (o título do Tesouro Norte-Americano) é considerada a taxa básica a partir da qual se “abre mão da liquidez”.

Todos os demais títulos de dívida lançados no mundo têm liquidez mais baixa do que a desse título. Segundo à essa concepção, não é verdade que todos os títulos sejam iguais e que todas as taxas de juros convirjam. Na verdade, os agentes econômicos exigirão taxas de juros diferenciadas para ficar com outros títulos, que não sejam o do Tesouro norte americano.

Em situação de ampla abertura econômica, essa perspectiva se exacerba. É claro que, no caso dos países centrais, que têm também moedas amplamente aceitas e estão também em um alto nível da hierarquia monetária (como é o caso do euro), a taxa básica de juros de um título da dívida pública interna desses países pode estar em nível igual ou bem próximo do da taxa de juros básica norte americana, dependendo da aceitabilidade da moeda internacional e da capacidade que o Estado tem de gerir, efetivamente, a moeda.

O caso do euro é muito particular, pois, apesar de a moeda estar em segundo lugar na hierarquia monetária, os países componentes da Zona do Euro não têm poder de definir a criação da moeda da região, e isso depende do *Board* Diretor do Banco Central Europeu, gerido por um comitê, mas fortemente dominado pela visão da Alemanha e, secundariamente, da França. Na verdade, considerando a Zona do Euro, o título de dívida interna alemão é aquele considerado como *benchmark* – o mais seguro de toda a região e considerado quase tão seguro quanto o título do Tesouro Norte-Americano.

O que queremos então destacar é que, a partir dessas taxas básicas, ligadas aos governos dos países que detêm e têm influência sobre essas moedas centrais, todos os demais títulos apresentam taxas mais altas. A diferença entre a taxa básica de juros internacional (ligada ao título do tesouro norte americano ou mesmo ao alemão) e a taxa paga por outro título (público ou privado), indicaria que esse segundo título em comparação está sendo considerado “menos seguro” e deveria pagar uma taxa maior.

Dessa forma, a diferença entre a taxa paga pelo título do Tesouro Norte-Americano e a taxa paga por outro título em dólar é considerada um indicador de risco. Se a comparação se dá entre dois títulos soberanos (entre a taxa de juros do título dos EUA e a taxa de um título lançado pelo Governo de um outro país em dólar), diz-se que a diferença das taxas (o *spread*) estaria medindo o “Risco País” do país sob comparação.

Dessa forma, de acordo com De Conti (2011), “o risco-país é o prêmio adicional que deve ser pago pelo emissor do título pelos riscos que a posse do ativo significará para seu detentor”. Esse risco está atrelado aos títulos considerados de curto e longo prazo dos governos, sendo capaz de medir qual a possibilidade de inadimplência de um Estado e o quão provável seja que um Estado não honre com suas dívidas. Pretende mensurar a desconfiança dos investidores quanto a cumprir ou não o reembolso ao vencimento dos títulos (GARCIA, 2007).

Uma discussão que se abre é a de se “efetivamente” essa diferença estaria medindo o “risco” de solvência desse título. Na verdade, essa diferença entre taxas é resultado de negociações em mercado de títulos em mercados secundários. A variação de taxas (e, portanto, do preço do título em questão) pode ser resultante de movimentos especulativos, mas a discussão dominante se dá como se tal taxa estivesse “efetivamente” medindo o risco de inadimplência do papel. Na verdade, a variação desse spread envolve diferentes condicionantes. Pode envolver, por exemplo o risco político, ligado a possibilidade de mudanças nas condições normativas do ambiente de investimento, bem como o risco de mercado, onde pode haver perdas ocasionadas por mudanças de comportamento de taxa de juros, câmbio, ações, etc. (CORRÊA, 2006; DE CONTI, 2011).

Quadro 1: Conceito de Risco País.

$$\text{Risco País} = i (\text{título do Tesouro Norte-Americano}) - i^* (\text{título soberano do país sob análise})$$

Elaboração própria.

De acordo com a organização *Standard & Poor's*, existem três elementos centrais para que o risco-país seja devidamente avaliado: o primeiro deles diz respeito ao ambiente econômico capaz de influenciar o *rating* em questão; além disso, as formas com que um Estado pode intervir para afetar a capacidade de que uma entidade cumpra seus deveres externamente; e, por fim, os fatores capazes de mitigar a possibilidade de que haja intervenção na pontualidade do pagamento de uma dívida (GARCIA, 2007).

Esse risco, de acordo com Damodaran (2003), não é totalmente diversificável vide a correlação que existe entre os mercados, sendo que os mercados hoje são muito segmentados e permitem crescentes investimentos estrangeiros nos diferentes países. No caso dos países periféricos, considerando o amplo movimento de abertura financeira que ocorreu a partir da década de 1990 e o fato de que grande parte dos fluxos na atualidade se dá através de mercados monetários e de capitais, o que se observa é que houve forte expansão de recursos, sendo que os governos dos países passaram a captar recursos no exterior, em “moeda forte”, lançando títulos de dívida. O diferencial de juros observado entre esses títulos soberanos e o dos Estados Unidos passou a apresentar, empiricamente, um “prêmio adicional de risco”, muitas vezes de caráter altamente especulativo (CORRÊA, 2006). Ao considerar o risco-país como um “prêmio adicional de risco”, tal prêmio, de acordo com Bresser e Nakano (2002), afeta as taxas de juros domésticas, perdendo-se, parcialmente a autonomia na fixação dessas taxas.

Pode ocorrer, como de fato ocorreu, que experiências vividas em outros países periféricos influenciem o *spread* exigido para ficar com títulos soberanos de outro país periférico, que não estava vinculado aos acontecimentos iniciais. É o chamado “efeito contágio”, que aconteceu claramente no período da Crise do México, na Crise da Ásia e na Crise da Rússia. O Brasil, por exemplo, foi um dos países que sofreu fortemente com esse movimento, sendo que o Risco País variou profundamente, como reflexo. Ora, esse é um movimento especulativo, de venda de títulos de países periféricos quando há uma ocorrência

em outro país periférico. Os países (como o Brasil), que apresentam ampla abertura e têm muitos títulos em mercado sofrem rapidamente dessa dinâmica.

É preciso, também, que haja atenção para os índices das agências de *rating* que, teoricamente, estariam avaliando a capacidade de pagamento dos títulos que têm altas emissões em mercados financeiros globais. Essas agências dão “notas” para os títulos soberanos, sendo considerados “*Investment Grade*”, aqueles tidos como mais seguros em termos de capacidade de pagamento e os de “*Subinvestment Grade*”, aqueles considerados menos seguros. Essas notas, quando vinculadas a títulos soberanos são consideradas como sendo avaliações de “Risco Soberano” (GARCIA, 2007).

As agências de *rating* têm uma grande relevância nesse processo, conforme demonstrado acima. Segundo essas agências, os seus cálculos para definir as ditas notas, são baseados em uma avaliação de conjuntura, avaliando-se fatores como estabilidade política, crescimento do PIB real *per capita*, balanço fiscal, inflação, balanço externo, histórico de *default*, etc. A partir disso, segundo as agências, realiza-se uma qualificação dos fatores avaliados para que haja uma decisão dessa classificação via votação em comitê, onde basicamente a confiabilidade de um Estado/empresa varia de um grau de investimento de altíssima qualidade para um nível de alto risco, sendo a nomenclatura de cada classificação diferente em cada agência, sendo as principais agências *Standard & Poor's*, *Fitch Ratings* e *Moody's* (BERGAMINI, 2016).

Na verdade, um dos questionamentos dessa alegação das agências é a de que os indicadores considerados levam em conta a perspectiva teórica do *mainstream* em economia que são os modelos novos clássicos e novos keynesianos, segundo os quais o nível de dívida/PIB seria um indicador de solvência, já que haveria um nível ótimo de endividamento e que os Gastos deveriam estar continuamente controlados, considerando a arrecadação de impostos.

A perspectiva com a qual trabalhamos e que considera a questão da hierarquia das moedas levantada acima, é a de que não há esse nível ótimo, sendo que os Estados Nacionais podem emitir moeda e dívida pública, desde que sejam aceitos pelos mercados, o que é um elemento altamente subjetivo. Outra questão crítica à alegação das agências de *rating* é a de que não são meramente elementos “técnicos” que definem as notas emitidas. Muitas vezes, países

com melhores condições de indicadores acabam recebendo notas mais baixas por fatores políticos ou mesmo por interesses dos mercados. Na verdade, a indicação dos autores que trabalham com a perspectiva da hierarquia das moedas é que a nota das agências de *rating* para os títulos soberanos (Risco Soberano) envolve elementos subjetivos e que o diferencial de juros entre os títulos soberanos de países e o do Tesouro Norte-Americano (Risco País) tem por detrás a questão da hierarquia das moedas e também fatores especulativos.

Nesses termos, não há uma tendência à convergência de taxas de juros. As diferenças observadas são resultado de um mundo assimétrico, com moedas de hierarquia diversas, indicando diferentes níveis de desenvolvimento e de poder. Ademais, um elemento fundamental a incorporar é o fato de que um dos elementos da demanda por moeda é a demanda por moeda para especulação e essa perspectiva se estende internacionalmente, em mercados monetários globais. Títulos são comprados e vendidos rapidamente diante da especulação. Se títulos soberanos estão fazendo parte dessa dinâmica, isso afeta a taxa de juros que o “mercado” está exigindo por esses títulos, afetando também a taxa básica de juros desses países. Tudo se dá, no entanto, sob o argumento de que essa volatilidade está ocorrendo por más políticas econômicas implementadas por esses países que não têm moeda forte.

Esse último, é um prognóstico que não é seguido por aqueles que consideram a hierarquia das moedas, partindo de uma perspectiva Keynesiana, que vê a moeda como um ativo particular, sendo que a preferência pela liquidez é fortemente afetada por fatores conjunturais. Essa visão destaca o perigo da abertura financeira para os países que não têm moeda forte que ficarão, continuamente, subordinados à lógica dos mercados. Quanto maior a capacidade de os fluxos se dirigirem a diferentes ambientes toda a vez que há variações de conjuntura, maior será esse perigo.

Nesses termos, a situação dos mercados financeiros pós-inovações financeiras dos anos 1980 e 1990 magnifica essa instabilidade. Como vimos, grande parte dos fluxos de capitais, a partir desse período, se dá pelo movimento de compra e venda de títulos de dívida (Investimentos em Carteira) em diferentes países e em diferentes moedas. Com a situação de ampla abertura, os agentes podem comprar e vender esses títulos muito rapidamente, afetando profundamente as taxas de câmbio e juros dos países que sofrem o movimento de variação de decisão. Isso ocorre especialmente no caso de países periféricos, que têm moedas nas hierarquias mais baixas, chamadas de “moedas subordinadas”. Quanto maior a abertura

financeira do país periférico em questão e quanto maior o peso de capitais que podem reverter rapidamente sobre o total da conta financeira, mais vulnerável o país está a esse tipo de instabilidade (CORRÊA, 2006). É partindo dessa perspectiva que desenvolvemos o presente trabalho, procurando mostrar a dinâmica dos fluxos financeiros dos BRICS.

CAPÍTULO 2: A DINÂMICA DA LIQUIDEZ E O DIRECIONAMENTO DE RECURSOS AOS PAÍSES PERIFÉRICOS NOS ANOS 2000

Esse capítulo é iniciado a partir da discussão acerca da dinâmica da liquidez mundial, com o intuito de traçar uma periodicidade para a mesma desde a década de 1990. Ainda assim, o nosso foco é a periodicidade dos anos 2000, que será mais detalhada, sendo que serão apresentados os principais acontecimentos que engendraram essa periodicidade. A discussão que se segue é baseada na obra de Corrêa e Pereira (2016), mas também utilizaremos textos complementares. Essa periodicidade será o pano de fundo da análise do direcionamento dos recursos para os países periféricos em geral e para os países selecionados que, segundo a hipótese que seguimos, são fortemente influenciados pela dinâmica da liquidez mundial.

O segundo item do trabalho refere-se ao detalhamento da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos, que será utilizada para analisar os fluxos de recursos dirigidos aos países, tanto nesse capítulo como no capítulo 4.

A terceira parte do capítulo apresenta os dados da dinâmica de direcionamento de recursos para os países centrais e periféricos nos anos 2000, considerando-se o movimento das grandes contas líquidas do Balanço de Pagamentos: Investimentos Diretos, Investimentos em Carteira e Outros Investimentos, sendo que a conta de Derivativos não será detalhada diante de seus baixos volumes.

2.1 A periodicidade da liquidez mundial nos anos 2000

Considerando a dinâmica dos fluxos de capitais e a hierarquia de moedas existente hoje no sistema internacional, o objetivo dessa etapa é compreender como se deu o direcionamento e a periodicidade desses fluxos a partir dos anos 2000. Todavia, para analisar os fluxos a partir do segundo milênio, será compreendido o contexto da década de 1990, essencial para o entendimento do período pretendido. Vale considerar que, durante a década de 1990, os países periféricos permitiram a entrada de capitais estrangeiros a partir da compra e venda de títulos de renda fixa e ações, interna e externamente, o que significa uma abertura significativa na Conta de Investimentos em Carteira (DE SOUZA, CORRÊA; 2017).

A partir dos anos 1990, houve uma liberalização e abertura generalizada em vários países, principalmente os periféricos. Houve também um avanço dos fluxos nos mercados de capitais a partir de um processo de securitização e um aumento nos investimentos diretos e de portfólio, sendo esses fortemente impactos pela dinâmica da liquidez internacional. Tudo isso fez com que, a partir dos anos 2000, houvesse um forte direcionamento dos capitais para os países periféricos vide momento de expansão da liquidez internacional. Vale ressaltar que, em países periféricos com mercados de capitais mais complexos, o que significa a presença de um mercado acionário mais dinâmico e existência de títulos de dívida interna que geram rentabilidade, existe uma maior capacidade de atração do capital externo e, portanto, um maior impacto nos fluxos (DE SOUZA, CORRÊA; 2017).

Para analisar o fluxo de capitais internacional, será realizado um recorte a partir do ano de 1994 até o ano de 2019, com o objetivo de analisar os acontecimentos mais relevantes na economia internacional e seus impactos no decorrer do tempo. Dessa forma, será realizada a análise de periodicidade, uma vez que isso servirá para se compreender qual é a dinâmica de liquidez internacional e como foram direcionados os fluxos de capitais no decorrer dos anos em razão dos acontecimentos a serem descritos abaixo.

O ano de 1994 é iniciado com a Crise do México, provocada pela falta de reservas internacionais e gerando uma desvalorização da moeda local durante o início do mandato do então presidente Ernesto Zedillo. Esse foi um momento em que houve uma alta fuga de capitais a níveis internacionais, atingindo países emergentes e em desenvolvimento, provocando um efeito contágio que gerou a especulação dos investimentos, ou seja, os investidores, em momentos de incerteza, retiram seus capitais e aplicam em títulos com um *hedge*, buscando pela qualidade dos mercados em mercados mais estáveis (DE SOUZA, CORRÊA; 2017).

Algum tempo depois, houve a Crise Financeira Asiática de 1997, que atingiu uma grande parte do continente asiático e principalmente a região da Coreia. Essa crise foi iniciada a partir do colapso financeiro do *Thai Baht*, moeda tailandesa, após o momento em que o governo da Tailândia optou pelo câmbio flutuante, e houve um “efeito contágio” em toda a região, afundando o mercado de capitais e gerando desvalorizações no mercado de ações. Enquanto entravam aproximadamente US\$ 93 bilhões em 1996, passaram a sair US\$ 12 bilhões da Ásia no ano seguinte. Foi um momento em que, apesar de haver um “efeito contágio” e saída

de capitais, houve posteriormente um momento de entrada, ao contrário da fuga que houve com a Crise do México (DE SOUZA, CORRÊA; 2017).

Mesmo durante um momento de efeito contágio durante essas duas crises (a do México e a da Ásia), ainda assim houve um momento de liquidez internacional. Só que, durante os anos de 1998 e 2002, houve uma série de instabilidades no cenário internacional, sendo que havia um fluxo constante de idas e vindas de capitais. Foi um momento em que se consolidavam as reformas de abertura e liberalização de um conjunto de países emergentes e em desenvolvimento, principalmente na América Latina e também nas ex-repúblicas soviéticas.

O momento seguinte, todavia, foi de grande liquidez internacional: entre 2002 e 2007, a economia mundial favoreceu os países exportadores de primários, tendo em vista que houve um aumento considerável nos preços das *commodities* e isso favoreceu o nível de exportações por parte desses países. Esse favorecimento se deu em virtude de um maior aporte de investimentos, promovendo um intenso fortalecimento do comércio internacional e, conseqüentemente, mais fluxos financeiros direcionados aos países periféricos, caracterizando um período de expansão e aplicações com maior rentabilidade, não tão especulativas. Isso significa que o nível de investimento direto se tornou maior durante esse período, se comparado aos fluxos relacionados ao investimento de portfólio, ou seja, os investidores buscavam promover ações duradouras nos países periféricos a partir do investimento em plantas para a consolidação de conglomerados industriais, por exemplo.

Em 2008, a partir da liberação generalizada de crédito imobiliário nos Estados Unidos, uma nova crise foi vivenciada no país e ficou conhecida como a “crise dos *subprimes*”. Tal questão atingiu um patamar tão forte no contexto internacional que a mesma se alastrou para o mundo como um todo e gerou uma série de problemas econômicos internacionais. Isso constrangeu substancialmente o nível de capitais em circulação e houve uma grande retração em uma série de economias. Países como a China, todavia, continuaram com uma alta taxa de crescimento, estipulada em 9,65%, mas ainda assim consideravelmente menor do que nos anos anteriores, em que o valor alcançado era de 14,23% em 2006 (WORLD BANK, 2019).

Em 2009, enquanto uma resposta à crise dos *subprimes*, os EUA realizam alterações em sua política monetária e aumentam a taxa de juros. Entre 2009 e 2012, portanto, existe também um aumento na liquidez internacional em razão do retorno do “apetite pelo risco”, o que promove investimentos em carteira nos países fora do eixo central, mas ainda assim os capitais

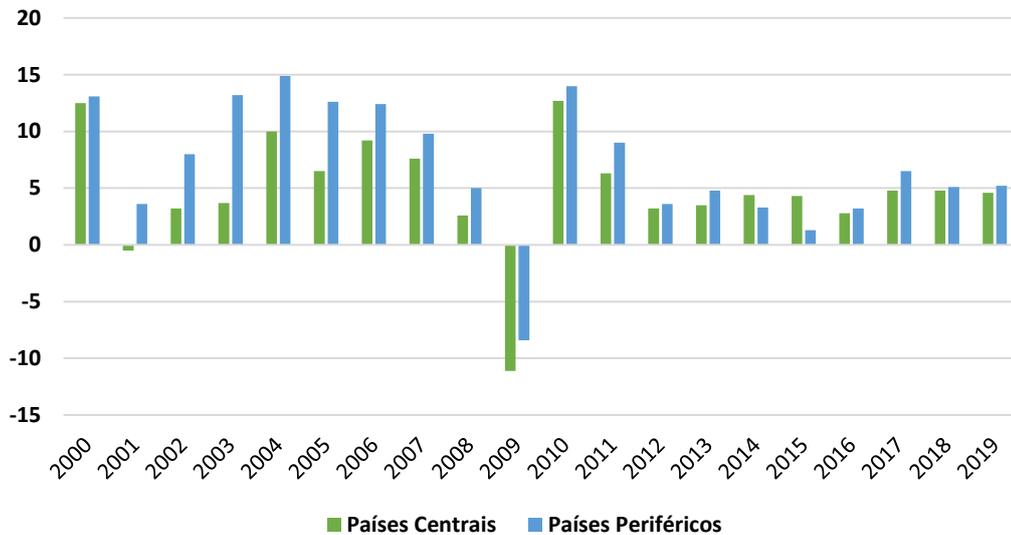
apresentam uma certa instabilidade. Logo em seguida, em 2012, a crise dos bancos europeus estoura e acaba por prejudicar esse contexto de aumento de liquidez internacional, sendo que, a partir da Grécia, outros países como Irlanda, Espanha e Portugal, foram inicialmente responsáveis para que houvesse uma queda significativa na taxa de crescimento dos países europeus, também em detrimento das políticas restritivas adotadas como forma de conter a crise iminente (SOUZA, CORRÊA; 2017).

Sendo assim, é possível considerar que, entre o final de 2011 e a metade de 2013, houve uma retração no nível de liquidez internacional. Não se pode dizer que tenha havido uma fuga de recursos, mas a partir daí se observou uma maior instabilidade, pois ao mesmo tempo se observava uma problematização do comércio mundial, o que será comentado mais abaixo (UNCTAD/TDR, 2018).

Então, um fato marcante da periodicidade que estamos indicando (CORRÊA, PEREIRA, 2016; SOUZA, CORRÊA; 2017) é o de que, a partir de 2013, o anúncio dos Estados Unidos de que haverá uma mudança de sua política monetária afeta a liquidez mundial. O anúncio é o de que os Estados Unidos retirariam paulatinamente os estímulos de liquidez e que voltariam a aumentar as taxas de juros. A indicação foi a de que a tendência dos Estados Unidos seria a de retornar ao chamado “*new normal*”, com taxas de juros mais altas. O que se observa então é que, depois de 2013, há uma problematização da liquidez mundial, sendo que os fluxos dirigidos aos países periféricos ficam mais instáveis, permanecendo essa questão em 2015 e 2016, com o aumento da taxa de juros dos Estados Unidos.

Note-se que isso ocorre ao mesmo tempo em que o comércio mundial vai explicitando sua dificuldade de expansão. A Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD) vem destacando essa questão em seus relatórios anuais (*reports*), especialmente do *Trade and Development Report* (TDR), desde 2014.

Gráfico 5: Variação anual da exportação de bens e serviços de países Centrais (avançados) e Periféricos (emergentes e em desenvolvimento) entre 2000 e 2019.



Fonte: FMI²; Elaboração própria.

Então, em termos de periodicidade, podemos destacar os movimentos de expansão e retração evidenciados no quadro 2:

Quadro 2: Periodicidade da Liquidez Mundial.

1990 – 1998: alta liquidez
1998 – 2002: “*stop and go*” da liquidez
2002 – 2008: alta liquidez
2008 – 2009: retração de recursos
2009 – 2011: expansão de recursos
2012 em diante: maior volatilidade dos recursos nos países periféricos e menores volumes

Fonte: Corrêa e Pereira, 2016.

Mais especificamente, quanto aos anos 2000, os principais acontecimentos relacionados às mudanças da liquidez são os apresentados no quadro 3:

² A classificação de países Avançados (Centrais) e “emergentes e em desenvolvimento” (Periféricos) é feita tomando-se a metodologia do FMI.

Quadro 3: Acontecimentos relevantes que afetam a liquidez nos anos 2000.

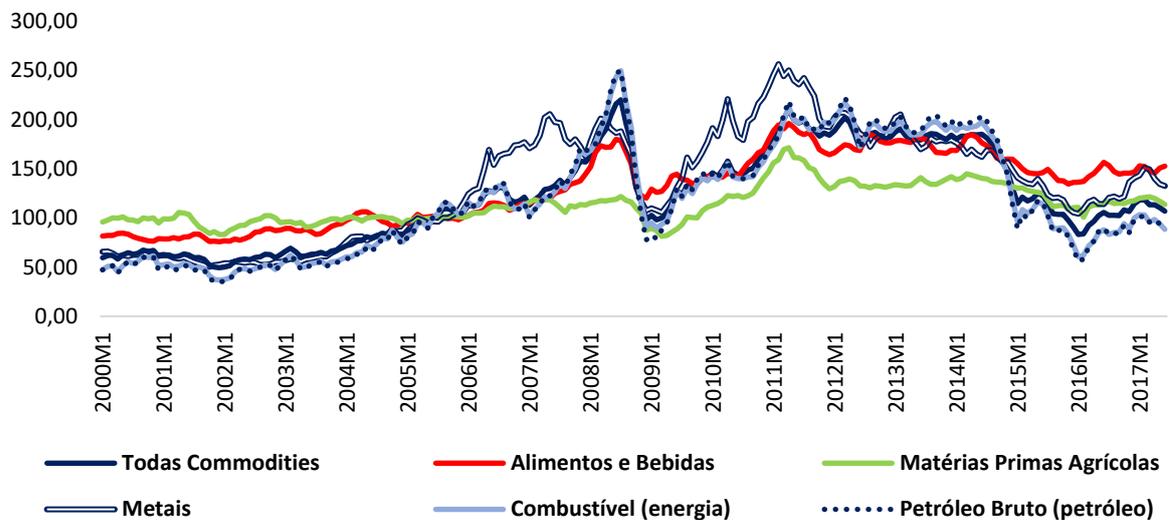
Segundo semestre de 2007 – Primeiro impacto da crise dos *subprimes*
Segundo semestre de 2008 ao primeiro semestre de 2009 – Aprofundamento da crise dos *subprimes*
Segundo semestre de 2009 – Avanço do *Quantitative Easing* dos Estados Unidos
Final de 2011 e início de 2012 – episódio de crise de bancos europeus
2013 – Anúncio da mudança de política monetária norte americana
2015 – Início do aumento da taxa de juros dos Estados Unidos
2017 a 2019 – Aprofundamento da guerra comercial China – Estados Unidos

Fonte: Corrêa e Souza, 2016.

Então, a recuperação após a crise dos *subprimes* se realiza em conjunto com uma fase de liquidez e direcionamento de recursos para os países periféricos, fato incentivado pela política de *Quantitative Easing* dos Estados Unidos e da redução geral das taxas de juros dos países centrais.

Nesse sentido, a política de juros baixos por parte dos Bancos Centrais dos países centrais foi, de certa forma, um alento para a liquidez internacional, funcionando como um fator positivo para impulsionar movimentos positivos de tomada de decisão rumo a decisões de produzir e investir. Isso afetou positivamente os “mercados” e observou-se uma recuperação, ainda que morna até 2013, o que será sentido no preço das *commodities* que crescem e se estabilizam até 2013.

Gráfico 6: Índice de preço das *commodities* (grupos selecionados) durante o período 2000 a 2017 (dados mensais).



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do WEO.

Ainda assim, conforme comentamos acima, a recuperação traz consigo a questão das limitações do crescimento do comércio mundial.

De acordo com o *Trade and Development Report* de 2018, da UNCTAD, as taxas de crescimento no mundo como um todo vinham apresentando um movimento de desaceleração a partir de 2013, mas especialmente a partir de 2015. De um lado, as economias em desenvolvimento apresentavam taxas de crescimento não muito expansivas e, de outro lado, as economias periféricas apresentavam movimento de desaceleração. Os destaques positivos foram a Índia e a China, evidenciados em nível mundial. De outra parte, dentre os países dos BRICS o Brasil e a África do Sul apresentavam maiores dificuldades de crescimento. A Rússia, depois de sofrer com a queda do preço do petróleo, teve um impacto positivo à medida em que esse preço começou a melhorar (UNCTAD, 2018).

Uma das preocupações dos *Reports* da UNCTAD, desde 2015, tem sido o destaque da baixa demanda mundial, resultante da perda do dinamismo importador dos Estados Unidos, e mostrando que os principais países centrais da Europa não se apresentam como grandes importadores mundiais e dinamizadores dessa demanda. Antes pelo contrário, a Alemanha, a Holanda e os países nórdicos se apresentam como grandes exportadores mundiais. A indicação é a de que o crescimento da Índia e da China não suplanta a perda da demanda mundial representada pelos Estados Unidos e países europeus.

Ademais, uma preocupação importante indicada pela UNCTAD é o crescimento das dívidas na última década (especialmente dos periféricos). Desde 2018, as mesmas aumentaram para quase US\$ 250 trilhões, o que significa três vezes a renda global, sendo que uma década antes o valor dessa dívida significava US\$ 142 trilhões. A UNCTAD estima que a proporção da dívida global em relação ao PIB é agora quase um terço superior do que em 2008, momento em que ocorreu o aprofundamento da crise dos *subprimes* (UNCTAD/TDR, 2018).

A indicação é a de que “os mercados”, se tornaram instáveis a partir do momento em que os países desenvolvidos (ou centrais, em nossa classificação) anunciaram suas intenções em estabelecer políticas monetárias restritivas. Essa problemática se estende no período pós 2008 e vai se aprofundando especialmente após 2013, quando a possibilidade da mudança de política monetária norte americana se soma ao crescimento morno no comércio mundial, afetando o crescimento dos países periféricos, gerando impactos sobre câmbio e inflação e provocando, também, a adoção de políticas restritivas pra os mesmos.

Especialmente no período pós-2013, as incertezas se aprofundam, destacando-se a questão da instabilidade dos preços do petróleo, refletindo questões geopolíticas, bem como a própria dinâmica de extração. Ademais, também não se sabiam os rumos dos conflitos fiscais e tarifários existentes, principalmente no que diz respeito à guerra comercial entre EUA e China (UNCTAD/TDR, 2017).

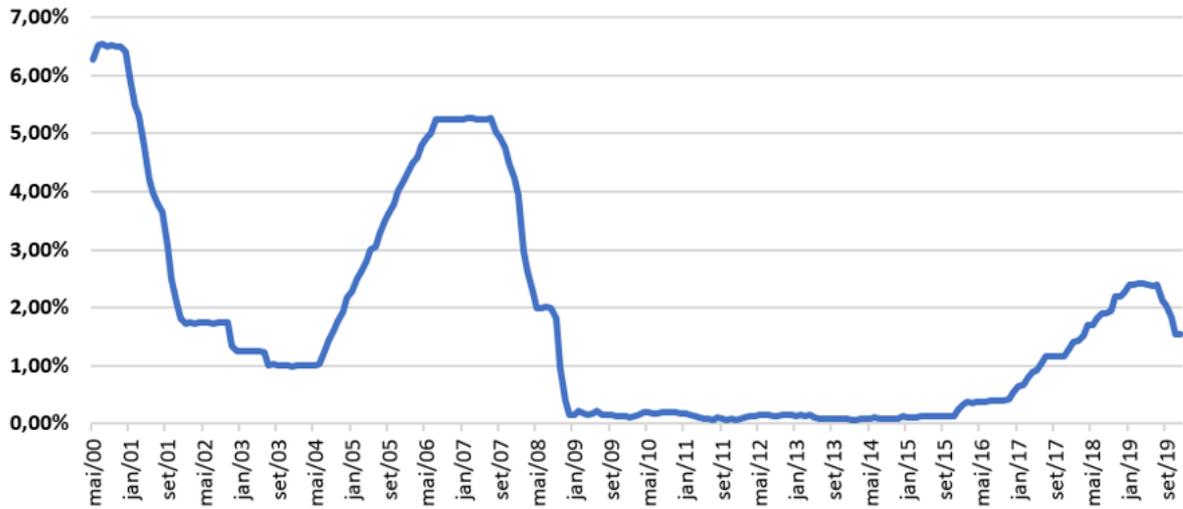
Nos países “em desenvolvimento” (ou periféricos, em nossa classificação), o impacto da perda relativa de dinâmica do comércio internacional também resultou na proliferação de regimes de comércio especiais e também em zonas de exportação específicas em cada país, que subsidiam a organização de trabalhos de baixo custo e também uma baixa produtividade pelas empresas líderes no controle das Cadeias Globais de Valor (CGVs). Isso, de um lado, beneficiava de forma limitada a economia internacional, mas gerava uma piora nas condições de desigualdade. Sabe-se que os resultados mistos das políticas, com o intuito de promover o comércio de processamento, acabam por refletir estratégias de empresas transnacionais para capturar o valor nas CGVs projetadas em suas próprias condições. Portanto, a produção real nos países “em desenvolvimento” (aqui classificados como periféricos), segundo o relatório, acabava por representar apenas uma pequena fração do valor dos bens finais exportados (UNCTAD/TDR, 2018).

Um ponto relevante nessa dinâmica de baixo crescimento mundial refere-se ao comportamento das organizações não-financeiras (por exemplo, empresas multinacionais). De fato, se observa que houve uma diminuição considerável de investimentos das mesmas, o que está dentre os fatores da diminuição da demanda agregada mundial, contribuindo para um menor, e mais lento comércio, especialmente depois de 2013, prejudicando, também, a recuperação econômica internacional (UNCTAD, 2018).

Ou seja, o período que vai de 2013 a 2018 é de maior instabilidade sendo que, mais uma vez, o preço das commodities reflete essa dinâmica, observando-se uma queda dos mesmos a partir de 2013, mas especificamente do preço do Petróleo em 2014, esse último por conta das já citadas questões geopolíticas. Note-se que depois de 2016 há uma retomada do preço dos metais, combustíveis e petróleo, que dará um alento a países exportadores dessas commodities, dentre eles a Rússia.

A questão da limitação da demanda mundial foi se explicitando de forma crescente. Em 2015 e 2016, os Estados Unidos aumentaram sua taxa de juros ainda no discurso do “novo normal”, conforme apresentado no gráfico 7, mas as limitações do crescimento já se explicitavam aí. Se somava o baixo crescimento dos países centrais com a desaceleração de parte dos países periféricos, engendrados em políticas de austeridade.

Dessa forma, entre o início de 2016 e o final de 2017, as taxas de juros em patamares reduzidos foram mantidas pelos países desenvolvidos, inclusive nos Estados Unidos, sendo que sustou o crescimento da taxa básica. Houve uma leve evolução da liquidez internacional e também do comércio em si, marcando uma recuperação débil das economias e também um aumento singelo do preço de *commodities*. Um ponto interessante a se levantar nesse período é uma desestabilização institucional na comunidade europeia, tendo em vista a pauta levantada pelo Reino Unido sobre o estudo pela saída da União Europeia. Aumenta-se, portanto, as incertezas no mercado regional e internacional quanto a saída dos britânicos do principal bloco econômico internacional (SOUZA, 2021).

Gráfico 7: Taxa de Juros Estadunidense (valores mensais entre os anos de 2000 e 2019).

Fonte: FRED, 2021; Elaboração própria.

A crise europeia foi profunda e duradoura, principalmente para as economias periféricas do continente, gerando consequências sociais graves como o alto nível de desemprego. Os países desenvolvidos, que haviam respondido à crise com uma política fiscal expansionista, tentam alterar a direção desse movimento a partir do momento que mantêm os estímulos monetários, auxiliando bancos e firmas financeiras a se estabilizarem e voltarem às condições de rentabilidade. Entretanto, houve um menor sucesso em aumentar os gastos com investimento e consumo. As autoridades monetárias mantiveram suas taxas de juros básicas em níveis muito baixos com o objetivo de gerar uma expansão de empréstimos. Todavia, a recuperação manteve-se em um patamar limitado (UNCTAD, 2018).

Nota-se um crescimento variado em alguns países desenvolvidos: no caso da zona do euro, houve um maior crescimento nos países periféricos da região, e nos centrais a taxa registrada foi inferior; no Japão, por sua vez, nota-se uma recuperação depois de um longo período de baixo crescimento, sendo isso resultado de uma melhora nas exportações por conta da correção a sobrevalorização de sua moeda que havia perdurado por um longo período (UNCTAD, 2018).

Assim, vemos os impactos negativos dessa conjuntura para a dinâmica dos países periféricos, especialmente daqueles que têm sua fonte de crescimento baseada nas exportações e mais especificamente na exportação de produtos primários. O que observamos é que a ausência de uma retomada robusta nos países desenvolvidos e a volatilidade dos fluxos de

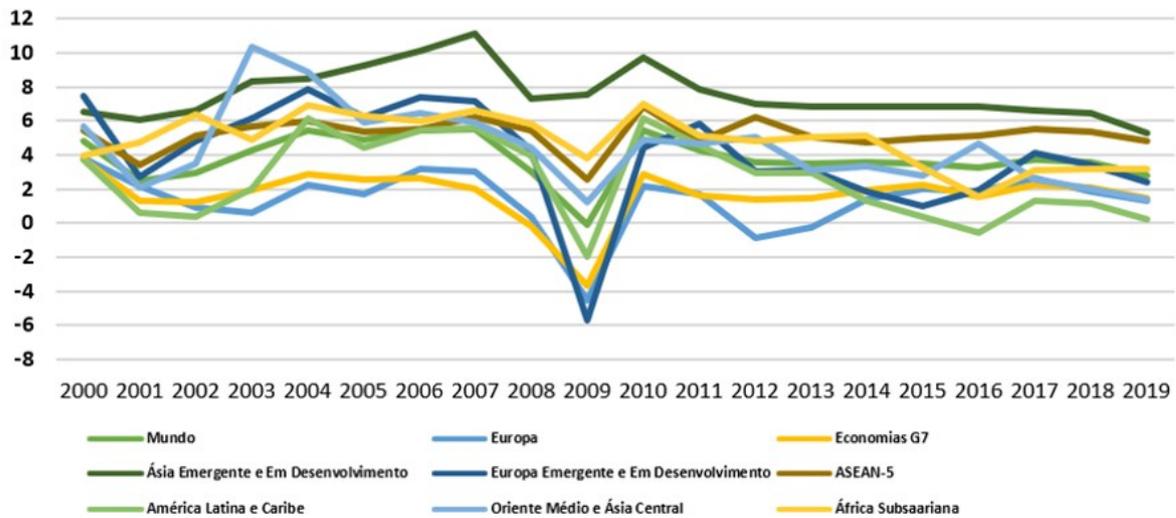
capitais geraram estrangulamentos de crescimento para os países em desenvolvimento (DAMASCENO, 2013).

Conforme já destacado, alguns fatores influenciaram a dinâmica do crescimento desses países, dentre os quais Brasil, Rússia e África do Sul, sendo eles o preço do petróleo e das *commodities*, o que amorteceu a recuperação dos países exportadores de primários; e também a dinâmica de menor crescimento das economias desenvolvidas, na medida em que esses não coordenaram um *push* de expansão internacional, o que fez com que políticas de austeridade fossem implementadas por uma série de países periféricos.

Conforme vimos, depois de 2017 se observa uma retomada débil e algumas das grandes economias emergentes e em desenvolvimento iniciam o ano saindo da recessão, porém com um crescimento relativamente volátil, sendo que permanecia a problemática de se saber quais seriam os fatores a impulsionar a demanda mundial de forma mais estável.

Um ponto interessante é que, mesmo que a Índia e a China permaneçam com um crescimento deveras sustentado, não havia uma grande probabilidade de que eles sirvam enquanto polos do crescimento global (UNCTAD/TDR, 2017). Isso porque ambos os países vivenciam uma série de problemas socioeconômicos em âmbito doméstico, o que gera uma grande incerteza sobre quem serão as alavancas mundiais no que se refere ao estímulo da demanda global.

Gráfico 8: Taxa de Crescimento (%) do PIB, a preços constantes, entre 2000 e 2019, por grupo de países selecionados.



Fonte: FRED, 2021; Elaboração própria.

Entre 2018 e 2019, por fim, novas incertezas são travadas a partir do conflito comercial entre os EUA e a China, marcado fortemente pelo aumento das barreiras tarifárias entre esses dois países e dificultando o comércio não apenas dos dois atores, mas de grande parte da comunidade internacional. Além disso, esse período também é marcado por uma redução no nível da liquidez internacional e das taxas de crescimento em uma série de países, principalmente na América Latina e Caribe. Consequentemente, uma desvalorização dessas moedas, já consideradas periféricas na hierarquia apresentada anteriormente, é outra questão destacada nesse período, havendo também uma redução no preço dos *commodities*, que compõem grande parte da pauta exportadora desses países (SOUZA, 2021).

As políticas macroeconômicas não apresentaram efeitos consideráveis por meio da diminuição de gastos pelas economias globais, o que gerou uma desaceleração mundial e um maior endividamento dos países. A partir do final de 2019, que foi verificada uma melhora na economia mundial, tendo em vista as negociações existentes entre os chineses e estadunidenses quanto a guerra comercial vigente. Nota-se também uma diminuição do poder de algumas moedas de países centrais, como o dólar americano, com redução de aproximadamente 2% nesse mesmo ano (SOUZA, 2021).

2.2 Balanço de Pagamentos e Conta Financeira

O balanço de pagamentos é uma ferramenta financeira em que podemos verificar tudo o que foi transacionado entre residentes e não-residentes de um determinado país, durante um determinado período de tempo. É um dos principais elementos capazes de determinar quanto vale a moeda doméstica perante as demais, o que gera, por consequência, alterações nos valores dos produtos domésticos e importados, além de impactar na competitividade de um país ou na produtividade dos setores econômicos (PRATES, DE REZENDE; 2015).

A partir da entrada e saída, é necessário que se alcance um equilíbrio para que haja estabilidade do balanço, sendo que a equação do balanço em si é baseada em uma soma zero, onde o que sofre variações deficitárias ou superavitárias são as estratificações do balanço. Quando o país tem suas transações correntes deficitárias, isso significa que o mesmo tem um gasto superior à sua produção em um determinado momento, o que implica em uma dívida que vai sendo acumulada com o decorrer do tempo caso essa condição se mantenha. Quando superavitário, isso significa que o país exportou mais do que importou, ou seja, existe uma maior entrada de divisas em um país (MUELLER, 2011).

Ao analisarmos as divisões dentro do balanço de pagamentos, existem duas categorias principais: a conta de transações correntes (ou conta corrente) e a conta capital e financeira. Existem também outras duas contas que são adjacentes: a de erros e omissões, e a de transações compensatórias (ou variação de reservas), como um mecanismo capaz de verificar alterações das reservas internacionais que não foram registradas pela autoridade monetária no balanço de pagamentos. A equação final é a seguinte:

Quadro 4: Equação do Balanço de Pagamentos.

$$\text{BP} = \text{CA} + \text{CF} + \Delta\text{IR} = 0 \quad \text{ou} \quad \text{BP} = \text{CA} + \text{CF} - \Delta\text{IR}$$

Elaboração própria.

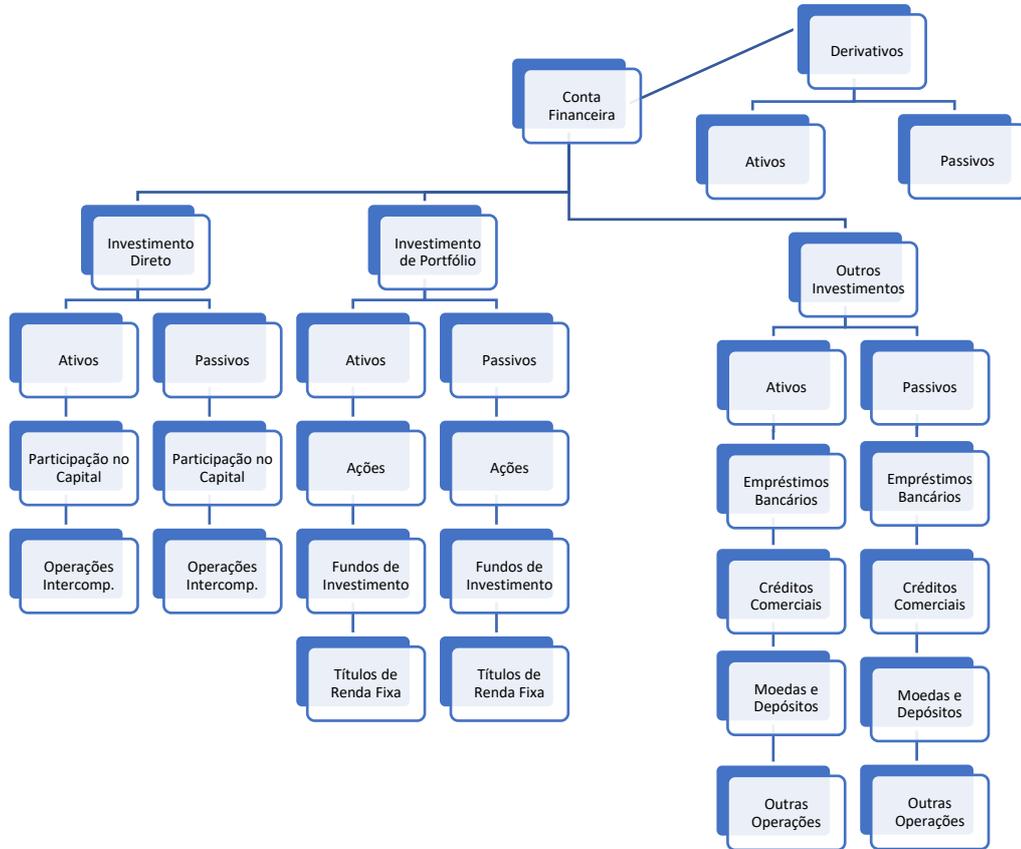
Na equação, CA representa a conta corrente, CF a conta capital e financeira e ΔIR significa mudanças nas reservas internacionais. A partir dela, observa-se que a soma de todas as contas é zero, ou seja, o balanço tende a alcançar o equilíbrio. Porém, verifica-se alterações

nas contas dentro do mesmo e, a partir disso, é possível mensurar quais as variações e efeitos das mesmas. Isso mostra uma interdependência entre as contas, uma vez que, se a conta corrente está deficitária, isso quer dizer que se torna necessária a entrada de capitais por meio da conta financeira (que será detalhada mais adiante) em busca do alcance do equilíbrio.

A conta corrente é basicamente o que mensura as entradas e saídas ligadas ao comércio de bens e serviços, exportações líquidas de serviços, receita líquida de investimentos e pagamentos de transferências unilaterais líquidas. Abrange três subcontas: i) balança comercial, que é a diferença entre exportações e importações; ii) balanço de serviços, que abrange os serviços prestados e recebidos por residentes; iii) transferências unilaterais, que constituem renda primária/secundária ou doações.

A conta capital e financeira, por sua vez, tem esse nome porque abriga duas contas complementares, sendo seu objetivo agrupar os investimentos, transações financeiras e economias movimentadas entre residentes e não-residentes. A conta capital, mais especificamente, é responsável por registrar as transferências de patrimônio entre residentes e não-residentes, como donativos, transferências patrimoniais de imigrantes e vendas de ativos não-financeiros. Já a conta financeira abrange a totalidade de ativos financeiros, registrando entradas e saídas monetárias de acordo com a figura 1:

Figura 1: Estrutura da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos.



Elaboração própria.

A partir daí, podemos ver que a Conta Financeira está dividida em quatro grandes contas: i) Investimento Direto; Investimento em Carteira, Outros Investimentos e Derivativos.

Estratificando ainda mais essas classificações, é importante considerar a abertura de cada uma delas, separando-as em ativos (*net incurrence of financial assets, referindo-se ao fluxo de Residentes*) e passivos (*net incurrence of financial liabilities, referindo-se ao fluxo de estrangeiros*). Para além disso, cada uma dessas duas categorias para cada conta tem subdivisões, de acordo com o especificado na figura 1.

Assim, para o caso dos Investimentos Diretos Passivos e Ativos, as sub contas são: participação do capital e empréstimos intercompanhias. No caso da “participação do capital” refere-se à compra de ações, acima de 10% do volume das ações ordinárias da empresa. Os Investimentos em Carteira de Passivos e Ativos, por sua vez estão subdivididos em compra de

Ações (para aqueles que compram até 10% das ações ordinárias de uma empresa) e Títulos de Renda fixa. Esses papéis podem ter sido negociados no país ou no exterior. Os outros Investimentos são uma conta mais complexa. Envolvem os empréstimos bancários; os movimentos de Moedas e Depósitos e “outras aplicações”. Por fim, Derivativos é uma conta que envolve a contabilização de apenas uma parte dos movimentos de aplicações com derivativos sendo, geralmente, uma conta pouco expressiva por sua forma de contabilização, sendo que não a detalharemos em nossas explicações.

Nesse trabalho, diante do que foi apresentado, o foco será abordar a perspectiva da conta financeira do balanço de pagamentos. Os fluxos de Residentes são considerados fluxos “ativos”, no sentido de que a partir dele o país em questão aumenta sua posição de credor com relação ao exterior. Os fluxos de Estrangeiros são considerados “passivos”, no sentido de que seu aumento significa que o país está mais devedor com relação ao exterior. O resultado líquido de cada uma das grandes contas que compõem o Balanço de Pagamentos (Investimento Direto, Investimento em Carteira, Derivativos e Outros Investimentos) se obtém, de acordo com o BPM6 pela diferença ativos-passivos.

O ponto de vista dessa contabilização é a de verificar se o país ficou mais ou menos CREDOR com relação ao exterior. Nesse sentido, quando ATIVOS é maior do que PASSIVOS, o resultado é POSITIVO (+) e o país ficou MAIS CREDOR com relação ao exterior. Do ponto de vista do movimento dos fluxos significa que saiu mais recursos de Residentes (ATIVOS), do que entrou recursos de Estrangeiros (PASSIVOS). Há, portanto, SAÍDA DE CAPITAL líquida pela conta.

No caso de ATIVOS menor do que PASSIVOS, o resultado é NEGATIVO (-), significando que o país ficou MENOS CREDOR com relação ao exterior. Quando ao movimento dos fluxos, significa que entrou mais recursos de Estrangeiros (PASSIVOS), do que saiu de Residentes (ATIVOS), tendo havido ENTRADA DE CAPITAL líquida na conta.

Deve-se considerar que o crédito nessa conta se dá a partir do fluxo positivo de entrada em um país, e como débito o capital financeiro que sai do mesmo, ou seja, quando não-residentes estão investindo em um país, gera-se crédito, e vice-versa.

Isso posto, mais uma vez, observando a figura 1. As grandes contas líquidas são: Investimento Direto, Investimento em Carteira, Outros Investimentos e Derivativos. Como

vimos, cada uma delas é subdividida em fluxos de passivos (Estrangeiros) e ativos (Residentes) e a diferença entre esses fluxos nos dá a conta líquida. Cada um dos subfluxos, por sua vez se divide em outras contas, já destacadas.

Nesse capítulo apresentaremos apenas as contas líquidas dos grandes fluxos componentes da Conta Financeira para os Países Avançados X Emergentes e Em Desenvolvimento, conforme os dados do WEO e do FMI em dados anuais. Já no Capítulo 4, os dados consideração também os subfluxos mais detalhados para o caso dos países selecionados. A análise dos fluxos mais detalhados, separando-os em ativos e passivos será efetuada no capítulo 4, para os países selecionados.

2.3 Análise dos fluxos de capitais nas macrorregiões periféricas

De acordo com o *Trade and Development Report* de 2018, da Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD), as taxas de crescimento no mundo como um todo apresentaram uma certa desaceleração, porém as economias em desenvolvimento estão em uma situação melhor, com uma taxa de crescimento em seu primeiro trimestre positiva diante da China e da Índia, mas sem um destaque forte de países como o Brasil e a África do Sul. A Rússia, por sua vez, vivenciou benefícios a partir do aumento no preço do petróleo até esse momento e os países exportadores de *commodities*, no geral, também aproveitaram tal situação (UNCTAD, 2018).

A principal preocupação, portanto, é a forte dependência desse “crescimento morno” da dívida global, considerando que, desde 2018, as mesmas aumentaram para quase US\$ 250 trilhões, o que significa três vezes a renda global, quando comparamos com uma década antes em que o valor dessa dívida significava US\$ 142 trilhões. A UNCTAD estima que a proporção da dívida global em relação ao PIB é agora quase um terço superior do que em 2008, momento em que houve a crise dos *subprimes* (UNCTAD, 2018).

Os mercados, portanto, se tornaram instáveis a partir do momento em que os países desenvolvidos anunciaram suas intenções em estabelecer políticas monetárias restritivas, o que deixa a economia internacional em um impasse político, tendo em vista que reverter a política monetária expansionista poderia ter abortado a interrupção da recuperação global. Logo, é um dilema de “conhecidos desconhecidos”, de acordo com o órgão da ONU, uma vez que existem

incertezas com relação ao movimento dos preços do petróleo, o que reflete em questões geopolíticas e sua dinâmica, bem como também não se sabem os rumos dos conflitos fiscais e tarifários existentes atualmente, principalmente no que diz respeito à guerra comercial entre EUA e China (UNCTAD, 2018).

Nos países em desenvolvimento, o impacto do comércio internacional na desigualdade também resultou na proliferação de regimes de comércio especiais e também em zonas de exportação específicas em cada país, que subsidiam a organização de trabalho de baixo custo e também uma baixa produtividade pelas empresas líderes no controle das Cadeias Globais de Valor (CGVs), beneficiando de forma limitada a economia internacional. Sabe-se que os resultados mistos das políticas, com o intuito de promover o comércio de processamento, acabam por refletir estratégias de empresas transnacionais para capturar o valor nas CGVs projetadas em suas próprias condições. Portanto, a produção real nos países em desenvolvimento acaba por representar apenas uma pequena fração do valor dos bens finais exportados (UNCTAD, 2018).

Um ponto relevante nessa discussão é o impacto causado pelas organizações não-financeiras (por exemplo, empresas multinacionais) na recuperação da economia internacional: de acordo com a UNCTAD, os mercados financeiros e suas instituições foram considerados os principais causadores da crise internacional de 2008 e culpados pelos impactos econômicos, em geral. Todavia, as instituições não-financeiras também tiveram um grande impacto, tendo em vista que houve uma diminuição considerável de investimentos, o que diminuiu a demanda agregada e contribuiu, portanto, para um menor e mais lento comércio nos últimos anos, prejudicando também a recuperação econômica internacional (UNCTAD, 2018).

Dessa forma, os países desenvolvidos, apesar de apresentarem sinais de perda de impulso e que desafiam as reivindicações em prol de um crescimento acelerado, os bancos centrais de grande parte desses países se posicionaram em prol de políticas de juros baixos, o que afetou a extensão da recuperação hesitante em alguns desses países e gerou o aumento no preço das *commodities*, que podem promover um novo crescimento estável (UNCTAD, 2018).

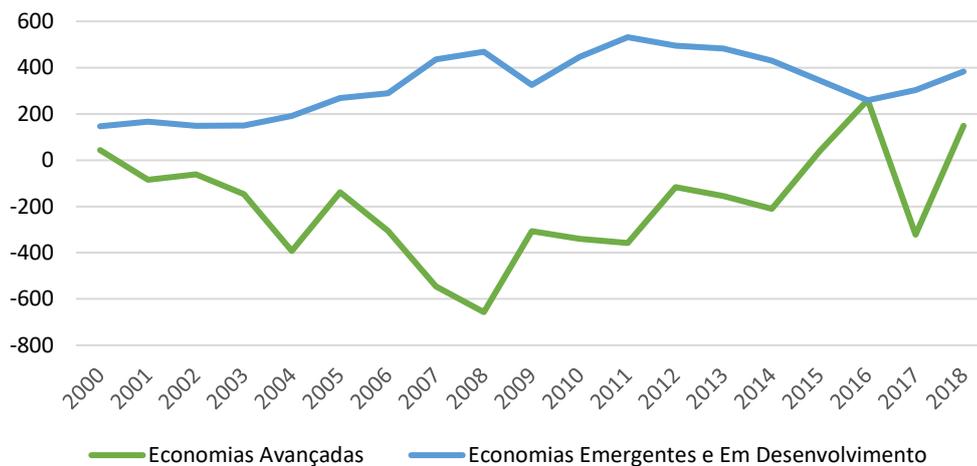
A partir disso, serão apresentados abaixo gráficos que apresentam a dinâmica dos fluxos de capitais a partir dos argumentos e considerações apresentados anteriormente nesse trabalho. Para tanto, inicialmente haverá uma análise da conta financeira dos países considerados centrais e periféricos. A classificação que apresentaremos nos gráficos, no entanto, segue a metodologia

proposta pelo FMI, que os classifica como “economias avançadas X emergentes e em desenvolvimento”. Esses dados iniciais são para que se observem as diferenças no direcionamento dos fluxos entre ambos; posteriormente, serão analisadas as cinco grandes regiões do mundo, no que se refere a conta financeira da balança de pagamentos, para que também se observem os fluxos. Todos os dados apresentados agora nesse capítulo foram coletados a partir da base de dados do *World Economic Outlook Database*, que se encontra dentro das estatísticas financeiras do *International Monetary Fund*. Já os dados do próximo capítulo foram coletados do *International Finance Statistics Balance of Payment* do IMF.

Vale ressaltar que, uma vez que todos os dados apresentados se encontram em BPM6, enquanto metodologia aplicada para análise da balança de pagamentos, todos os valores encontrados para as contas líquidas e, mais à frente, para os gráficos referentes aos *assets*, foram multiplicados por -1 para apresentação em gráfico.

A conta financeira representa as operações realizadas entre países envolvendo capital, e quando a mesma está positiva, isso significa que os indivíduos de um país estão investindo mais externamente e recebendo os rendimentos de tais investimentos, algo influenciado pela taxa de juros e de câmbio de cada país, conforme apresentado anteriormente na revisão bibliográfica desse trabalho.

Gráfico 9: Investimento direto – Economias Avançadas x Emergentes e Em Desenvolvimento (em US\$ bilhões).

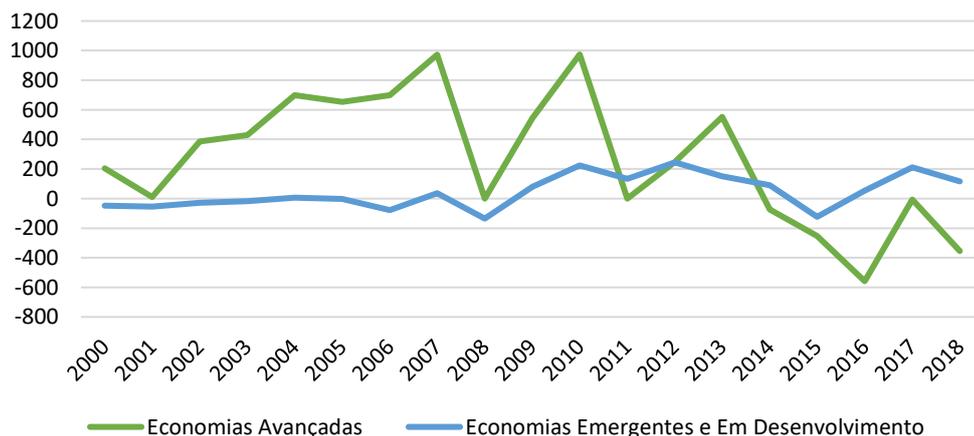


Fonte: *World Economic Outlook Database*, 2019; Elaboração própria.

Com relação aos investimentos diretos, os quais abrangem aqueles investimentos com interesse duradouro de um residente de uma economia em alguma entidade e que representam investimentos a partir de 10% do total de ações de uma companhia, nota-se que houve um crescimento contínuo nos investimentos em países emergentes e em desenvolvimento desde os anos 2000, enquanto houve um decréscimo nos investimentos realizados em países desenvolvidos até a crise dos *subprimes*.

Pode-se considerar que, a partir da crise dos *subprimes*, duas tendências podem ser analisadas: houve um leve decréscimo nos investimentos em países emergentes e em desenvolvimento entre 2008 e 2009, porém ainda assim em níveis elevados e relativamente estáveis até o momento analisado; já os países desenvolvidos registraram um aumento progressivo nos investimentos diretos realizados em seus territórios, mesmo que ainda estivessem em um valor absoluto negativo até 2016, uma vez que também investiam muito fora de suas fronteiras. Nota-se, portanto, um aumento nos investimentos em países desenvolvidos a partir da crise dos *subprimes*, também durante a crise da zona do euro em 2012 e, posteriormente, em 2016. Houve uma queda abrupta em 2017, mas atualmente retoma seu crescimento de maneira intensa, atingindo quase US\$ 200 bilhões no ano de 2018.

Gráfico 10: Investimento de portfólio – Economias Avançadas x Emergentes e Em Desenvolvimento (em US\$ bilhões).



Fonte: *World Economic Outlook Database*, 2019; Elaboração própria.

Agora, com relação aos investimentos de carteira, como apresentado anteriormente, se referem às transações com títulos de crédito que são os títulos de participação de capital e

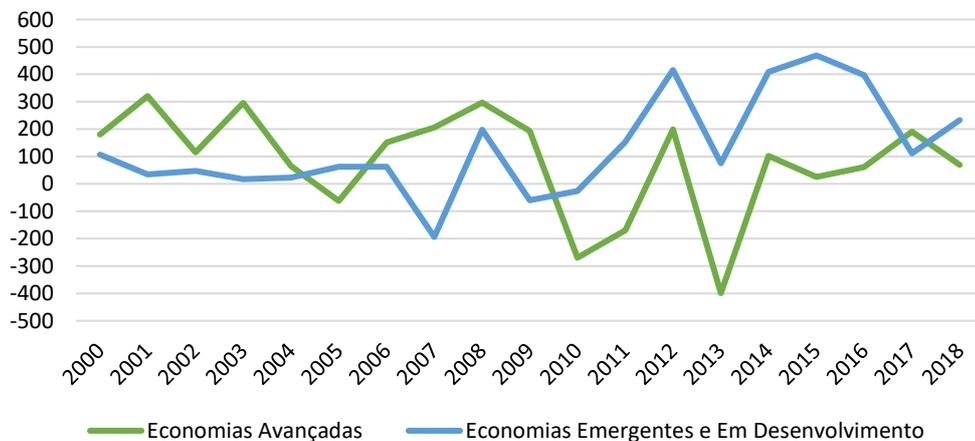
também títulos de dívida, abrangendo investimentos como ações negociadas em bolsa de valores, operações de troca de dívidas, investimento em tesouro direto, etc.

Logo, nota-se um crescimento relativamente constante no valor de investimentos de portfólio nos países desenvolvidos até 2008, atingindo um patamar de US\$ 1 trilhão de dólares nesse ano, tendo em vista uma maior complexidade dos mercados financeiros desses países. Todavia, nota-se uma queda vertiginosa na crise dos *subprimes*, onde o valor chega a apenas US\$ 1,572 bilhão em sua totalidade. Ademais, uma segunda forte queda analisada se dá em 2012 a partir da crise da zona do euro, que atingiu uma série de instituições financeiras na Europa, e o valor final nesse ano nos países desenvolvidos foi de US\$ 1,112 bilhão, enquanto nos países emergentes e em desenvolvimento reduziu de US\$ 225 bilhões para US\$ 134 bilhões.

Por fim, é possível observar uma leve queda nos países emergentes com relação a essa subconta, mas ainda assim não há uma variação maior que US\$ 200 bilhões, seja para mais ou para menos, tendo em vista que os mercados de capitais nesses países não são tão desenvolvidos quanto no outro grupo observado.

Já os derivativos representam contratos que derivam a uma parte significativa de seu valor de um ativo subjacente ou de um *benchmark*, que é uma taxa referencial. Não representa valores tão significativos nessa conta financeira, uma vez que os valores absolutos são menores do que as outras subcontas da conta financeira e esses fluxos não serão detalhados aqui nem na parte da análise dos países selecionados.

Gráfico 11: Outros Investimentos – Economias Avançadas x Emergentes e Em Desenvolvimento (em US\$ bilhões).



Fonte: *World Economic Outlook Database*, 2019; Elaboração própria.

A seção de “outros investimentos” abarca, principalmente, empréstimos bancários. No caso dos países emergentes e em desenvolvimento, observamos uma baixa expansão até 2007 e uma desaceleração com a crise dos *subprimes*, notando-se a retomada depois de 2009. Depois disso, vemos a queda com a Crise dos bancos Europeus e o anúncio da mudança da política monetária americana em 2012, havendo uma retomada aí e uma queda depois de 2015. Assim, a dinâmica segue basicamente o movimento de liquidez que indicamos. É importante ressaltar que a análise dos baixos valores observados entre o 2000 e 2007 só pode ser compreendida se “abirmos” essa conta e observarmos os sub fluxos que a compõem e que foram descritos acima. Na verdade, o que ocorre é que há um grande ingresso de Outros Investimentos de Estrangeiros (passivos) para os países “emergentes e em desenvolvimento”, mas, ao mesmo tempo, há forte saída de recursos de Residentes (ativos). Por isso, a conta líquida acaba apresentando valores mais modestos nessa primeira fase, e a análise dos países selecionados trará essa questão.

Então, pelo que apresentamos até aqui, é possível perceber que os fluxos dirigidos aos países periféricos (emergentes e em desenvolvimento) apresentaram grande expansão nos anos 2000, sendo que seu movimento tem forte relação com a dinâmica da liquidez global, conforme comentada nesse capítulo. O fluxo de portfólio nos mostra claramente essa questão, observando-se que os momentos de reversão apresentam sincronidade com a dinâmica de expansão e retração de recursos relatada. Ademais, se observa a desaceleração dos recursos depois de 2013. No caso dos Investimentos Diretos também é possível observar essas relações, ainda que as reversões sejam substancialmente menores. Quanto ao fluxo de Outros Investimentos, eles apresentam volumes líquidos muito baixos e negativos. No entanto, isso não significa que esteja havendo baixo direcionamento de recursos de Estrangeiros para os Periféricos. Na verdade, para entender melhor essa dinâmica, é preciso ver o movimento de Residentes e Estrangeiros, o que será feito no capítulo 4 para os países selecionados.

CAPÍTULO 3: O GRUPO DOS BRICS

Iniciaremos esse capítulo introduzindo o conceito dos BRICS, bem como uma contextualização sobre quem são os países que compõem esse grupo. A seguir, apresentaremos uma breve análise do processo inicial de abertura financeira de cada um desses países, na medida em que a compreensão do mesmo é essencial para analisar os fluxos que se dirigem a eles. A perspectiva é a de que, à medida que a liberalização financeira vai avançando, há uma maior atração de capitais nos momentos de liquidez. Quanto maior a abertura financeira, maior o potencial de atrair fluxos “com viés de curto prazo”, como Investimentos em Carteira, Moedas e Depósitos, Empréstimos bancários de Curto Prazo (CORRÊA, 2006). Quanto maior o peso desses capitais na Conta Financeira, maior a possibilidade de reversão de recursos nos momentos de mudança de expectativas, o que é uma vulnerabilidade muito particular (CORRÊA, 2006; KALTENBRUNNER & PAINCEIRA, 2014).

3.1 Sobre os BRICS

A partir da revisão teórica apresentada, é necessário compreender o que são os BRICS e como o grupo surgiu. BRICS é um acrônimo formado pelas iniciais de cinco países, sendo eles Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul (do inglês, *South Africa*). Inicialmente, foi um termo citado por Jim O’Neill (2001) enquanto BRIC, sem incluir a África do Sul no grupo nesse momento. O economista-chefe do *Goldman Sachs* definiu esse grupo enquanto países emergentes e em acelerado crescimento, os quais poderiam se tornar potências econômicas até a metade do século XXI (BAUMANN, 2010).

No ano de 2006, o que era apenas um conceito que aproximava um grupo de países diante de suas similaridades, tornou-se palpável, de fato: nesse ano, o BRIC foi concretizado a partir de encontros informais. Porém, ainda não era configurado enquanto um bloco econômico, o que significa que não constituía um mercado comum ou união aduaneira, mas isso foi um passo inicial para a aproximação entre os países e estabelecimento de uma cooperação internacional visando um desenvolvimento conjunto. Deve-se ressaltar que os encontros entre os países são realizados no formato de cúpulas, sendo que a primeira delas ocorreu em 2009 na

cidade de Ecaterimburgo, na Rússia. Além disso, em 2011, a África do Sul torna-se parte do grupo e integra a letra “S” ao final da sigla (IPEA, 2010).

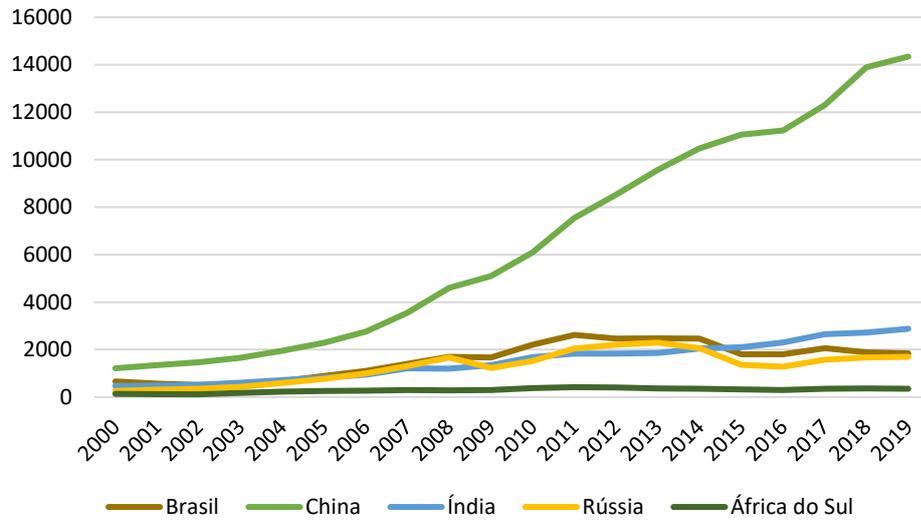
Existem alguns pontos em que os BRICS possuem características similares. Em primeiro lugar, sua população: os cinco países abrigam aproximadamente 41,5% da população mundial, com mais de 3,150 bilhões de pessoas dentro de suas fronteiras, de acordo com informações do Banco Mundial. A tabela abaixo possui os dados mais recentes com relação à população de cada país, em quantidades aproximadas, de acordo com os dados do Banco Mundial de 2018 (WORLD BANK DATA, 2019).

Tabela 1: População dos BRICS e comparativo em % com a população mundial.

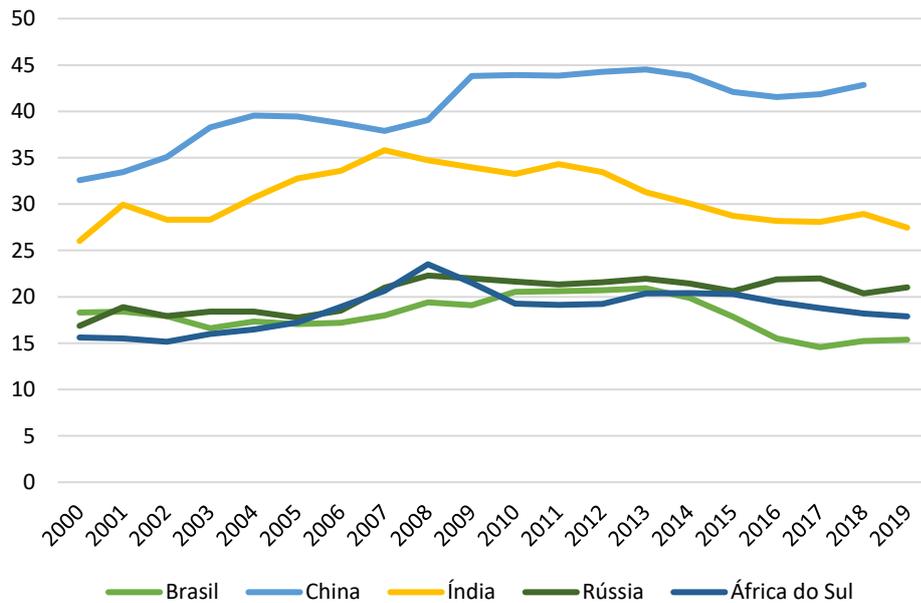
País	Habitantes	% do total mundial
Brasil	211.049.527	2,75%
Rússia	144.373.535	1,88%
Índia	1.366.417.754	17,81%
China	1.397.715.000	18,21%
África do Sul	58.558.270	0,76%
Total	3.178.114.086	41,42%

Fonte: *World Bank Open Data*, 2020; Elaboração própria.

Outro ponto importante é analisar a economia dos países do grupo, uma vez que são considerados países emergentes e em desenvolvimento. Dessa forma, existem dois gráficos importantes que mostram a relevância dessas economias no contexto internacional: o primeiro deles mostra qual o PIB de cada um país e seu crescimento entre 2000 e 2019, de acordo com os dados do *World Bank Open Data*; o segundo apresenta os dados referentes à formação bruta de capital fixo, variável que mensura o total de capital investido em um país.

Gráfico 12: Evolução do PIB - BRICS (valor corrente em US\$ bilhões).

Fonte: *World Bank Open Data*, 2020; Elaboração própria.

Gráfico 13: Formação Bruta de Capital Fixo - Comparativo BRICS (em % do PIB).

Fonte: *World Bank Open Data*, 2020; Elaboração própria.

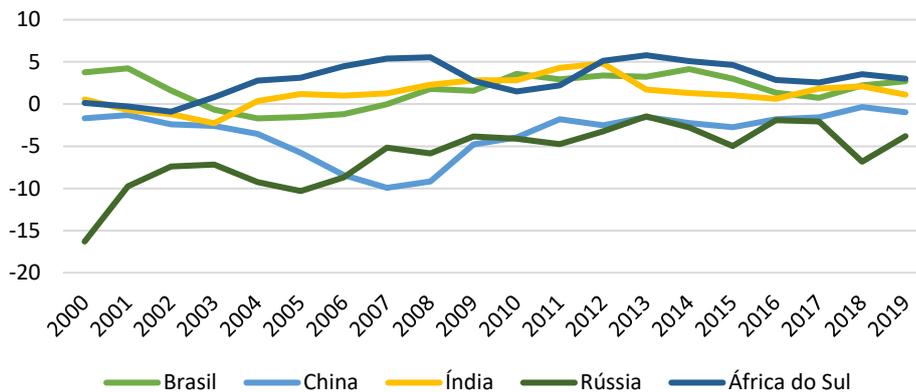
Ao considerarmos os gráficos acima, alguns pontos devem ser observados. Em primeiro lugar, o crescimento chinês: a China apresentou um crescimento acelerado e vertiginoso, principalmente a partir de 2007, quando houve o crescimento de seu PIB em 13%, mesmo estando às vésperas da crise internacional iniciada pela questão dos *subprimes* nos Estados Unidos da América (EUA). A crise atingiu a China, porém o país conseguiu manter seus

elevados índices de crescimento a partir de um grande pacote econômico esquematizado pelo governo, apostando em obras de infraestrutura e no estímulo do mercado interno como forma de manter tais índices (BBC, 2010).

Em segundo lugar, nota-se que, apesar da crise, os BRICS passaram por um momento mais turbulento entre 2007 e 2010, onde Brasil, África do Sul e Rússia vivenciaram uma taxa de crescimento do PIB deficitária. O país mais afetado pela crise internacional foi a Rússia, com uma queda de aproximadamente 6,5% em seus investimentos e de quase 8% em seu crescimento anual. Todavia, todos os países do grupo mantiveram-se relativamente estáveis em termos de crescimento e formação bruta de capital fixo após a crise, que foi um momento de crescimento oportuno para os países periféricos (WORLD BANK OPEN DATA, 2020).

Para considerarmos os verdadeiros impactos dos BRICS no sistema internacional e como se dá a dinâmica de sua cooperação econômica, é necessário inicialmente compreender a magnitude das economias que compõem o grupo. Para tanto, serão analisados três gráficos diferentes: o saldo da balança de pagamentos, como forma de mensurar as relações comerciais de um país com o resto do mundo; o crescimento percentual do PIB dos BRICS de 2000 a 2019; uma previsão do crescimento percentual do PIB dos BRICS entre 2020 e 2024. Os dados foram analisados a partir do *World Economic Outlook Database*, dentro do portal do *International Monetary Fund*, e também a partir do *World Bank Open Data*, portal do *World Bank*.

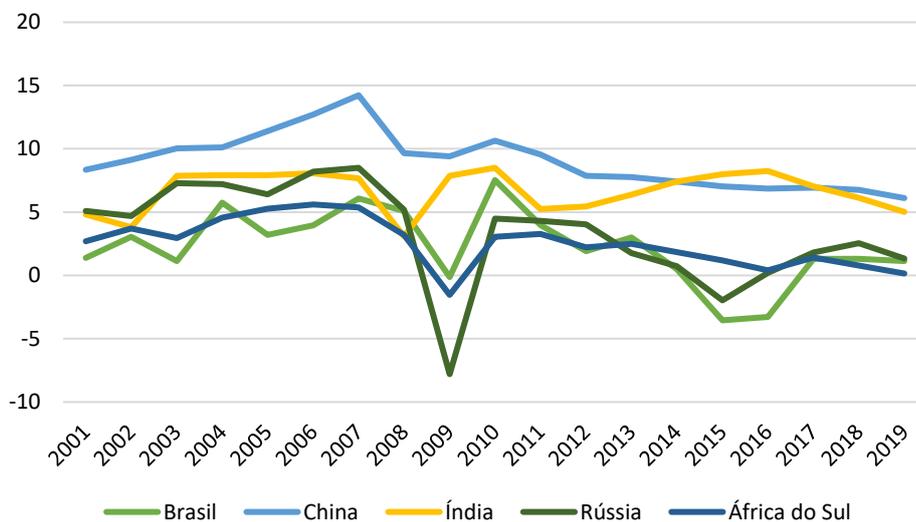
Gráfico 14: Balanço de Pagamentos - BRICS (em % do PIB).



Fonte: *World Economic Outlook Database*, 2020; Elaboração própria

Ao analisar a balança de pagamento, é possível observar um alto destaque da China com relação ao restante dos membros, uma vez que obteve um superávit intenso a partir de 2005, momento em que houve o *boom* das *commodities* no sistema internacional a partir de uma maior demanda interna chinesa. O número de importações aumentou significativamente, uma vez que as compras chinesas se multiplicaram em cerca de 17 vezes. Com relação a Índia, o seu consumo também aumentou significativamente (cerca de dez vezes maior em menos de duas décadas), porém o saldo da balança comercial manteve-se em relativamente baixo ao longo dos anos, chegando inclusive a um déficit de quase US\$ 100 bilhões no ano de 2012, significando um momento em que houve saída de recursos das fronteiras indianas (MANZI, 2016).

Gráfico 15: PIB - BRICS (crescimento em % anual).



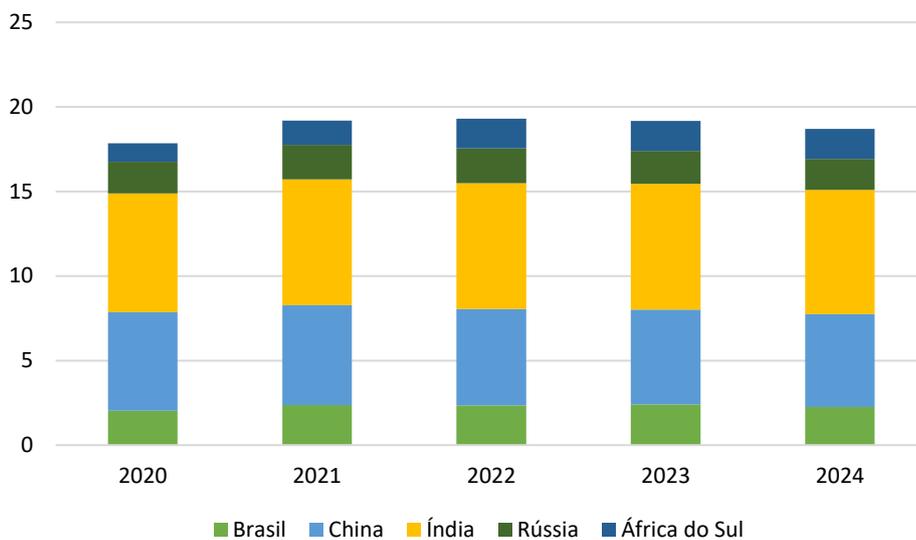
Fonte: *World Bank Open Data, 2019*; Elaboração própria.

Já com relação ao crescimento do PIB das cinco economias, nota-se um padrão similar em todas as economias. Isso porque possuem uma série de características similares com relação à composição de suas balanças comerciais, a classificação de países periféricos, a relevância regional e internacional de cada uma dessas economias, etc. Dessa forma, houve um crescimento moderado vivenciado a partir dos anos 2000, sendo que não houve grandes instabilidades internacionais ao longo dos primeiros anos dessa década. Apenas em 2008, durante a crise dos *subprimes*, os países vivenciaram uma queda em suas taxas de crescimentos.

Rússia, África do Sul e Brasil foram os principais afetados, porém China e Índia, apesar de vivenciarem uma certa queda entre 2007 e 2008, mantinham taxas de crescimentos muito

altas. Isso porque, conforme gráfico apresentado na seção 2 sobre a formação bruta de capital fixo, ambos os países receberam uma série de investimentos. Em um momento de fragilização da economia e, portanto, expansão da liquidez internacional, os capitais se dirigiram aos países periféricos pagando-se taxas menores, e esses dois países, em específico, foram os principais alvos dos investidores por apresentarem um rápido crescimento e por apresentarem mercados de capitais mais desenvolvidos.

Gráfico 16: PIB - BRICS (crescimento em % anual) (Estimativa 2020-2024).



Fonte: *World Economic Outlook Database*, 2019; Elaboração própria.

Feita tal análise macroeconômica, é possível verificar a relevância dos BRICS no sistema internacional, e é necessário salientar alguns eventos importantes que auxiliaram o crescimento dos países no decorrer dos anos e foram capazes de estrutura-los ainda mais. Um desses eventos foi a criação de um Banco de Desenvolvimento dos BRICS. Foi inicialmente discutido durante a Quarta Convenção do grupo, realizada em Durban no ano de 2013, pensado inicialmente enquanto uma maneira de os países utilizarem de uma maneira mais produtiva os recursos financeiros globais para superar desafios para o desenvolvimento de infraestrutura e estabelecimento de financiamentos de longo prazo (FUNAG, 2015).

Já na Quinta Convenção, realizada em Fortaleza no ano de 2014, firmou-se a assinatura do Acordo Constitutivo do Novo Banco de Desenvolvimento. O banco iniciou com capital

autorizado de US\$ 100 bilhões, dividido igualmente entre os membros fundadores. Abaixo, se encontra o parágrafo 11 do relatório dessa convenção, relativo à consolidação do banco:

“Os BRICS, bem como outras economias de mercado emergentes e em desenvolvimento, continuam a enfrentar restrições de financiamento significativas para lidar com lacunas de infraestrutura e necessidades de desenvolvimento sustentável. 225 VI Cúpula: Declaração e Plano de Ação de Fortaleza Tendo isso presente, temos satisfação em anunciar a assinatura do Acordo constitutivo do Novo Banco de Desenvolvimento, com o propósito de mobilizar recursos para projetos de infraestrutura e desenvolvimento sustentável nos BRICS e em outras economias emergentes e em desenvolvimento. Manifestamos apreço pelo trabalho realizado por nossos Ministros das Finanças. Com fundamento em princípios bancários sólidos, o Banco fortalecerá a cooperação entre nossos países e complementará os esforços de instituições financeiras multilaterais e regionais para o desenvolvimento global, contribuindo, assim, para nossos compromissos coletivos na consecução da meta de crescimento forte, sustentável e equilibrado.” (FUNAG, 2015)

O Banco de Desenvolvimento dos BRICS (também conhecido como Novo Banco de Desenvolvimento ou NBD) tem a função de auxiliar no processo de balanceamento da economia global, onde a poupança dos mercados periféricos seria canalizada em prol de utilizações produtivas, de fato, e não para especulação em mercados, como o mercado imobiliário. Um ponto interessante é que, ao invés de terem fundado um bando de desenvolvimento, os BRICS poderiam ter investido mais dinheiro à disposição de instituições financeiras de Bretton Woods, uma vez que um novo banco poderia ser inclusive um concorrente para instituições como o Banco Mundial. Porém, o mesmo foi criado com o objetivo de defender os interesses desses países, tendo em vista que, sob suas perspectivas, acreditam ser marginalizados no sistema internacional e não se sentem devidamente representados no Banco Mundial e no Fundo Monetário Internacional (PEREIRA, MILAN, HAFFNER; 2015).

Apesar da criação do banco pelos BRICS, um confronto agressivo com os EUA diretamente não é algo desejado, tendo em vista que, para todos os cinco países, os norte-americanos são parceiros vitais em termos comerciais, além de serem o principal *player* no comércio internacional (PEREIRA, MILAN, HAFFNER; 2015).

3.2 O processo de liberalização financeira dos BRICS

3.2.1 Liberalização financeira no Brasil

A abertura financeira brasileira se insere em um amplo movimento de transformações no mercado internacional, isso porque foi parte dos programas de estabilização e também das reformas neoliberais a partir de meados dos anos 1980. Ainda existem restrições à conversibilidade da conta de capitais no Brasil. Já nos anos 1990, houve uma liberalização ampla dos investimentos estrangeiros de portfólio, mas que, se comparada com outros países latinos como Argentina e México, foi menos intensa (DE FREITAS, PRATES; 1998).

Entre os anos 1957 e 1988, a economia brasileira foi marcada pelo protecionismo em conjunto com a política de substituição de importações, visando fortalecer a indústria nacional. Porém, entre 1983 e 1988, houve um amplo processo de liberalização a partir da eliminação de certas barreiras não-tarifárias e ao reduzir gradativamente outras políticas protecionistas. Um exemplo disso é a unificação de tributos que incidiam sobre as compras internacionais e a redução da tarifa média, de 51,3% para 37,4% (GIAMBIAGI, MOREIRA; 1999).

Já em 1990, definiu-se a nova “Política Industrial e de Comércio Exterior”, que possibilitou uma redução gradual e em curto prazo das tarifas de importação e rompeu com uma série de barreiras não-tarifárias e decorrentes da segunda metade do século XX. A tabela abaixo apresenta a variação da alíquota média simples de importação, onde notamos, até 1995, uma redução gradual e significativa da mesma (GIAMBIAGI, MOREIRA; 1999).

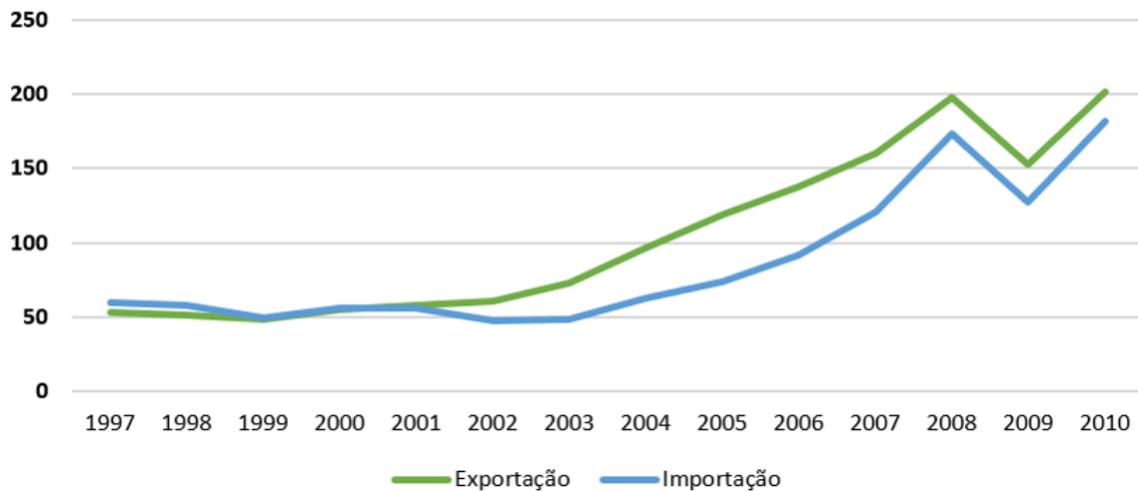
Tabela 2: Alíquotas Médias das Importações Brasileiras.

<i>Destinação Econômica</i>	<i>1996</i>		<i>1997</i>		<i>Jan-Jun de 1997</i>		<i>Jan-Jun de 1998</i>	
	<i>Alíquota Nominal</i>	<i>Alíquota Real</i>						
Matérias-Primas e Produtos Intermediários	8,97	4,91	9,41	5,48	9,90	5,82	12,31	7,61
Bens de Capital	11,97	7,37	11,16	7,73	9,76	6,46	16,34	12,45
Bens de Consumo	24,55	11,07	25,94	10,06	29,58	12,11	26,34	10,36
Bens de Consumo Duráveis	35,39	13,58	37,05	11,89	37,58	13,50	36,73	12,36
Bens de Consumo Não-Duráveis	15,03	8,86	14,49	8,16	19,15	10,30	16,77	8,51
Equipamento de Transporte	18,99	6,20	19,38	6,28	19,86	6,84	21,71	8,07
Combustíveis e Lubrificantes	11,44	7,75	9,06	6,29	11,40	7,66	9,79	7,10
Material de Construção	12,19	8,29	13,95	8,08	13,48	9,03	17,74	10,45
Não-Especificado	12,51	6,72	11,26	9,88	10,47	9,20	0,00	0,00
Total Geral	13,60	7,05	13,80	7,04	14,23	7,33	16,69	9,27

Fonte: GIAMBIAGI, MOREIRA; 1999; Elaboração: Instituto de Ciências Econômicas e Gestão (ICEG).

Em 1995, o Plano Real estava em operação e a política de importações brasileira se firmou no intuito de estabilizar os preços e proteger moderadamente os setores mais afetados diante da liberalização econômica do período vigente. Houve um aumento de 57% nas exportações brasileiras entre 1988 e 1997, saltando de US\$ 33,8 bilhões para US\$ 53 bilhões e, em paralelo, as importações aumentaram em quatro vezes, com crescimento médio de 15,4% ao ano, o que levou inclusive a uma alteração na balança comercial, que se tornou deficitária em US\$ 8,4 bilhões no ano de 1997, diante do aumento significativo de importações (GIAMBIAGI, MOREIRA; 1999).

Gráfico 17: Balanço Comercial do Brasil em RS bilhões (1997-2010).



Fonte: Ministério da Economia, 2020; Elaboração própria.

Dessa forma, pode-se afirmar que a balança comercial brasileira, na segunda metade da década de 1990, sofreu influência: dos efeitos expansionistas sobre as importações; da estabilização econômica possibilitada pelo Plano Real no governo de Fernando Henrique Cardoso, presidente da República entre 1994 e 2002; do processo de integração regional por meio da consolidação do Mercosul. Porém, a partir de 1998, o cenário muda em razão da crise asiática e por uma desaceleração do mercado internacional, o que gerou uma diminuição da demanda internacional e fez com que as nossas exportações reduzissem, principalmente com relação aos *commodities* como minério de ferro e o café, com uma redução de 10,4% de 1997 para 1998, o que representava uma diferença de cerca de US\$ 1,5 bilhões (GIAMBIAGI, MOREIRA; 1999).

Um ponto interessante a ser levantado é o impacto da formação de dois grupos no decorrer do processo de liberalização da economia brasileira: o Mercosul e a Alca. A integração regional era apresentada por seus defensores como uma possibilidade de promoção do comércio. É possível considerar que a formação do Mercosul é o manifesto da América do Sul com relação às exigências do mercado internacional, tendo em vista que esses países, por serem periféricos no contexto da hierarquia econômica internacional, têm um maior poder de barganha e podem alcançar mais oportunidades quando não estão isolados e mantêm uma postura de integração (GIAMBIAGI, MOREIRA; 1999).

Uma outra perspectiva é a de Carneiro (2002), o qual acredita que, embora o país tenha avançado no processo de liberalização e os preços estivessem estabilizados durante esse

período, a deterioração do saldo comercial é um ponto crítico e que reflete em uma economia dependente no sistema internacional. Houve a falência de várias empresas nacionais a partir da concorrência com mercadorias importadas e com a elevada taxa de juros, além do fato de que a ausência de um mecanismo regulador dos fluxos de capitais fez com que a economia brasileira se tornasse vulnerável e com uma autonomia reduzida (VIEIRA, VERÍSSIMO; 2009).

Logo, o Brasil passou por uma liberalização gradual, porém em curto prazo, sob a perspectiva de Averbug (1999), sendo que esse processo culminou inclusive na formação do Mercosul, de grande importância para a promoção do desenvolvimento brasileiro nesse período. Ainda de acordo com Averbug, o mesmo afirma que “a política de comércio internacional brasileira deve permanecer subordinada aos interesses nacionais”, ou seja, o país deve continuar seu processo de liberalização, porém respeitando seus limites e visando sempre a maximização de ganhos e minimização de custos, aguardando o momento correto para colher os benefícios de uma integração regional e promover avanços estruturais na indústria local para garantir uma estabilidade econômica (GIAMBIAGI, MOREIRA; 1999).

Com relação ao BRICS, o Brasil passou a participar, principalmente a partir dos anos 2000, de mais negociações multilaterais e acordos de cooperação internacional, o que mostra uma política externa tendenciada em participar de diferentes questões internacionais, como militares, financeiras, políticas e culturais. Dessa forma, quando o Brasil está unido a mais países em um grupo específico, como o caso dos BRICS, existe um maior poder de barganha nas negociações internacionais e, conseqüentemente, uma alteração do equilíbrio mundial, apresentando ao mundo um país que tem a capacidade de influenciar a economia global (RIBEIRO, DE MORAES; 2015).

3.2.2 Liberalização financeira na Rússia

Um pouco antes do colapso da União Soviética, foi observado um certo fracasso dos soviéticos no que tange o desenvolvimento econômico e proeminência internacional após a década de 1980, o que apresentou ao mundo um socialismo falido. Mikhail Gorbatchov, durante seu governo entre 1985 e 1991, apresentou a ideia da *perestroika*, o que possibilitou a ascensão de grupos pró-capitalistas. Torna-se mais intenso o debate de industrialização e de que o setor primário deve fornecer os recursos para as indústrias.

A complexidade do sistema monetário soviético era notável, tendo em vista que eram utilizadas duas moedas paralelas, sendo uma escritural (para adquirir bens de consumo) e uma fiduciária (meio de pagamento utilizado entre as empresas soviéticas). Porém, tal sistema pode gerar um colapso em cadeia, tendo em vista que, se várias empresas não conseguissem vender seus produtos, isso geraria uma reação em cadeia porque o consumidor está diretamente ligado a venda e, conseqüentemente, a produção. Logo, o regime de *soft budget-constraint* é um dos principais motivos do colapso financeiro da URSS, tornando necessária uma reforma nesse aspecto.

O período entre 1992 até 1998 é considerado uma fase de transição e um choque para a Rússia, uma vez que teve um crescimento negativo e com instabilidades. Isso porque havia uma herança forte do sistema socialista e os russos contavam com uma forte participação do Estado na economia, havendo uma crise na balança de pagamentos. De acordo com Serrano e Mazat (2016), esse período é conhecido como “Tratamento de Choque”, uma vez que é composto por uma série de reformas econômicas que foram aplicadas no país a partir de 1992 com o intuito principal de transformar a economia russa e promover o capitalismo conforme o Consenso de Washington. Porém, uma série de fatores levaram a economia do país a uma longa recessão e com uma queda significativa de investimentos, como a falta crônica de crédito, a maneira que ocorreram as privatizações, a desmonetização da economia e etc. (SERRANO, MAZAT; 2016).

Também vale destacar que houve um movimento de primarização das exportações russas ainda no governo soviético, durante um momento em que houve alta nos preços do petróleo. Isso foi acentuado durante o período do “tratamento de choque”, sendo que esse risco foi confirmado durante a crise de 1998 vide grande dependência das *commodities* na pauta econômica do país. Essa vulnerabilidade ocorreu diante da fuga de capitais e da forma que foi realizada a abertura econômica do país. Houve também uma série de dificuldades orçamentárias e o aumento da dívida interna, que era superior a metade do que se tinha de receitas fiscais ao final dos anos 90. Por fim, é possível verificar que o sistema financeiro russo também sofreu bastante porque as instituições russas tinham vários títulos de dívida do governo, e muitas delas não suportaram a crise de 1998, o que gerou uma série de mudanças na economia caracterizadas por resultados negativos e uma taxa de crescimento médio do PIB *per capita* negativa, atingindo o valor negativo de -6,9% entre os anos de 1991 e 1998 (SERRANO, MAZAT; 2016).

A mudança ocorreu a partir do que Serrano e Mazat afirmam ser a “Recuperação Nacionalista”. Os russos vivenciaram um momento de expansão e liberalização econômica a partir do governo Putin a partir de 2000, sendo que a economia russa obteve seu crescimento por estar atrelada a um aumento do preço internacional do petróleo entre 1999 e 2006, além do desenvolvimento industrial e no setor de serviços. Foi definida a meta de “dobrar o PIB” no prazo de dez anos, e isso a partir de uma estratégia de maximização do crescimento econômico atrelado na diversificação da economia e promoção do desenvolvimento social. A Rússia tentou se desvincular da dependência da exportação de primários, como o petróleo, e tentou voltar-se para a industrialização interna (SERRANO, MAZAT; 2016).

Um ponto relevante foi a melhor administração do governo russo a partir da redução da vulnerabilidade externa, focando bastante na conta de capitais e melhorando a mudança do regime cambial. A Rússia adotou um regime de câmbio flutuante, o que evitou a especulação, mas ainda assim havia uma supervisão forte do Banco Central sobre as flutuações com o medo de haver uma alta volatilidade. A partir do acúmulo de reservas internacionais e, considerando também os juros baixos no cenário internacional, o país atuou a partir de uma “política monetária de redução progressiva dos juros reais básicos” (SERRANO, MAZAT; 2016).

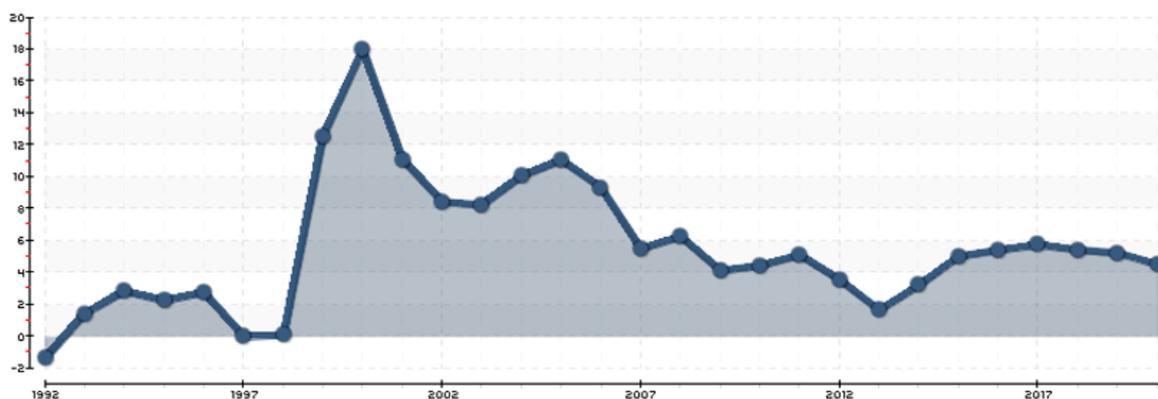
Entre 1999 e 2003, a Rússia manteve sua balança comercial superavitária em cerca de US\$ 250 bilhões. Atuou por meio de uma desvalorização cambial para elevar as exportações e a produção, visando um processo de substituição de importações, só que o aumento dos salários reais, juntamente com a queda das taxas de juros, gerou uma alta demanda interna. Logo, de acordo com Paula e Ferrari Filho (2006), a redução da vulnerabilidade externa russa se deu a partir da balança superavitária e do aumento das reservas cambiais, o que caracteriza a conta capital do país como “parcialmente conversível” por possuir mecanismos de controle sobre “o que entra e o que sai” (VIEIRA, VERÍSSIMO; 2009).

De acordo com um estudo realizado pelo Banco Mundial em 2005, existem cinco dimensões para explicar como o país poderia crescer rapidamente no longo prazo: a realocação da população diante da urbanização e industrialização do país; reestabelecer o emprego diante da diversificação econômica promovida pelo governo; reestruturação intrassetorial da indústria, com o objetivo de aumentar os ganhos com a produção; criação de novas empresas para aumentar a produção; desconcentrar propriedades e promover uma realocação espacial (DE PAULA, 2008).

Um outro estudo, realizado por De Paula, apresenta uma divisão em duas etapas do crescimento econômico russo similar ao proposto por Mazat e Serrano (2016): um primeiro momento antes da crise russa de 1998, e um depois. Isso porque houve uma queda acumulada de aproximadamente 45% do PIB entre 1990 e 1998, só que, a partir de 1999 até 2006, houve um aumento médio de 6,7%. Isso porque, a partir do colapso do sistema socialista, foram necessárias diversas reformas para adaptação em um sistema capitalista que vigorava na comunidade internacional nesse momento, o que teve grandes custos como: desemprego em massa, inflação elevada, queda no padrão de bem-estar social e etc. (DE PAULA, 2008).

Diante de um grande déficit na balança comercial russa (equivalente a 7,4% do PIB em 1996), do colapso do sistema financeiro soviético e seus impactos no decorrer dos anos pós-URSS e da alta dívida externa no momento, explica-se a crise russa de 1998. Porém, a influência da crise asiática também intensificou as dificuldades vivenciadas pelos russos nesse período: houve uma queda significativa da balança comercial russa, que foi de US\$ 21,6 bilhões em 1996 para US\$ 14,9 bilhões no ano seguinte. Portanto, a Rússia recorreu ao FMI, ao Banco Mundial e ao Japão em agosto de 1998 para obter auxílio financeiro e promover um planejamento mais estratégico no combate da crise (DE PAULA, 2008).

Gráfico 18: Saldo da balança comercial da Rússia em percentual do PIB entre 1992 e 2020.



Fonte: Actualitix, 2020; Elaboração: Actualitix.

Houve um aumento significativo das reservas russas nesse momento: de US\$ 8,5 bilhões em 1999 para US\$ 175 bilhões em 2005, ou seja, uma reserva 20 vezes maior em um prazo de seis anos. Houve também a elaboração de mecanismos de controle sobre o fluxo de capitais,

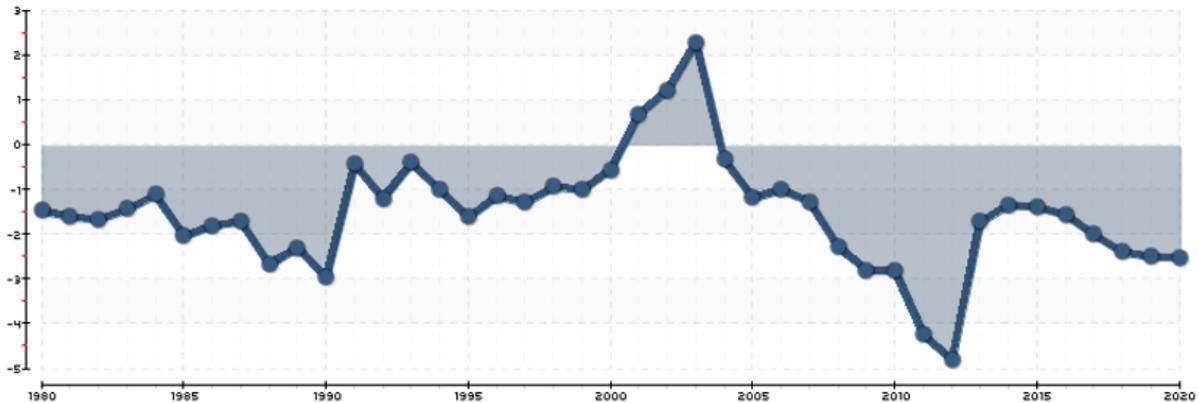
com o intuito de proteger a economia de especulações financeiras e também proteger os bancos russos (DE PAULA, 2008).

A Rússia também articulou bastante o conceito dos BRICS buscando formalizar essa união, bem no início das discussões entre os membros do grupo, com o objetivo de promover um dinamismo internacional e apresentar à comunidade internacional que a Rússia é um país que busca mudanças globais e visando atenuar a imagem de *hard power* concebida aos russos, principalmente durante o governo soviético. Sergei Lagrov, ministro de relações exteriores desde 2004, afirma que o BRICS pode ser uma possibilidade de atuação em questões econômicas internacionais, como apoiar diretamente os integrantes da Zona do Euro por meio do BRICS (RIBEIRO, DE MORAES; 2015).

3.2.3 Liberalização financeira na Índia

A Índia utiliza o BRICS como uma forma de reivindicar a desconcentração do poder num contexto de multilateralismo, defendendo a reforma na distribuição do poder de voto no Fundo Monetário Internacional. Por ser a segunda maior potência em termos de população no mundo, a Índia tem um peso significativo sobre a economia internacional e apresentou, assim como a China, taxas ascendentes de crescimento de seu PIB, atingindo uma média de 6,47% de crescimento anual entre 2000 e 2018, de acordo com o Banco Mundial; isso mesmo após um baixo crescimento no início dos anos 1990 tendo em vista a crise econômica vivenciada em 1991 pelos indianos (WORLD BANK DATA, 2020).

A partir de 1985, a Índia inicia um momento de liberalização econômica por meio de uma adaptação na área industrial e também por algumas privatizações, visando também diminuir o alto nível de corrupção existente e que prejudicava a política do país. De acordo com Mohan, “houve tentativas periódicas de reformas orientadas para o mercado, geralmente seguindo as pressões do balanço de pagamentos, o que induziu respostas políticas que combinaram a depreciação da taxa de câmbio e uma flexibilização das restrições sobre as entradas de capital estrangeiro” (MOHAN, 2008).

Gráfico 19: Saldo da balança comercial indiana (% do PIB).

Fonte: Actualitix, 2020; Elaboração: Actualitix.

Com relação a política liberalizante, é possível afirmar que os Investimentos Diretos Estrangeiros se tornaram bem abertos em todas as áreas econômicas. Os Investimentos em Carteira, por sua vez, foram abertos de maneira mais restritiva, tendo em vista que foram liberados apenas para os fundos de investimento. Isso mostra um maior pragmatismo e um caráter gradual na abertura econômica indiana, que ainda continuou com uma forte presença estatal em setores estratégicos. No ano de 2006, todavia, a liberalização prosseguiu mais intensamente a partir de uma reavaliação do Comitê de Conversibilidade de Conta de Capital, o que promoveu uma aprimoração nos mercados de capitais (MOHAN, 2008).

Apresentou também um baixo índice de inflação no início dos anos 2000 e um desenvolvimento significativo em suas exportações, inclusive um investimento intenso na área de ciência e tecnologia, o que transformou a Índia em um polo internacional de tecnologia. Durante a década de 1990, houve ênfase na liberalização econômica do país a partir da abertura para o investimento direto externo, no desenvolvimento do mercado financeiro e diminuição do poder monopolista sobre a esfera estatal. Logo, por meio de novos investidores externos no mercado indiano, houve uma promoção dos padrões de investimento internacional e fez com que houvesse uma maior atração de capitais (RIBEIRO, DE MORAES; 2015).

De acordo com Nassif (2006), a Índia vivenciou um momento de desenvolvimento considerável em razão de três fatores:

- i) planejamento estratégico de longo prazo, o que mostra uma organização e direcionamento do Estado em setores que não são atrativos ao capital privado, e flexibilizando áreas que possam ter forte investimento privado e que antes seriam de controle estatal;
- ii) prosseguimento nas reformas estruturais iniciadas durante o início da década de 1980, com o objetivo de elevar a produtividade econômica e industrial;
- iii) política macroeconômica que visava aumentar a quantidade de empregos à população e também ao crescimento do PIB.

As reformas indianas não foram realizadas subitamente, mas de forma gradual e planejada, o que colaborou inclusive para um crescimento intenso, estável e acelerado a partir dos anos 2000. Os indianos focaram em estabelecer medidas no longo prazo como uma forma de manter a estabilidade e, a partir disso, aumentar gradativamente a qualidade de seu mercado, atendendo a padrões internacionais e, portanto, atraindo mais capitais. De acordo com Velasco (2005), foi uma abertura pragmática e, mesmo assim, ainda mantém uma série de aparelhos de controle estatal, considerando que a Índia não defende a independência do Banco Central e que o Estado ainda mantém um controle forte sobre o setor bancário, promovendo também a privatização apenas de setores que não seriam estratégicos ao Estado (VIEIRA, VERÍSSIMO; 2009).

Com relação ao processo da abertura indiana, Gupta (2016) acredita que os fluxos de capitais podem ser classificados nos seguintes momentos:

- i) 1990-2000: momento em que houve uma entrada significativa de fluxos, se observarmos apenas o período vigente e descartar o posterior. Os *inflows* saltaram de US\$ 5 bilhões para US\$ 10 bilhões nos anos 1990, e as reservas alcançaram um patamar de US\$ 75 bilhões;
- ii) 2000-2007: houve um aumento significativo de recursos, onde os *inflows* alcançaram uma média de US\$ 44 bilhões (mais de quatro vezes superior ao fluxo da fase anterior);
- iii) 2008-2016: período de forte volatilidade, também conhecido como “*stop and go*”, onde os fluxos declinaram, de forma rápida, para US\$ 7 bilhões, algo

fortemente influenciado pela crise dos *subprimes* em 2008. Porém, ainda assim, houve uma recuperação rápida e, em 2012, já estava próximo dos US\$ 90 bilhões novamente.

Outro ponto importante a se considerar no processo de abertura da Índia foi um grande mercado consumidor interno, do aumento progressivo nos níveis de produtividade (mais de 3,5% a partir dos anos 1990) e também da alta qualificação do mercado profissional indiano, principalmente a partir das reformas estruturais apresentadas durante a década de 1980. Um diferencial, ao compararmos os indianos com os chineses, é que a Índia se fundamentou em uma expansão acelerada no setor de serviços, o que contribuiu em um desenvolvimento tecnológico e numa política industrial focada em promover a liberalização da importação de equipamentos (DE PAULA, 2008).

De acordo com De Paula e Ferrari Filho (2006), houve um aumento no fluxo de Investimento Direto Externo a partir dos anos 1990, onde houve um afrouxamento na regulamentação dos capitais de longo prazo, mas ainda assim não é possível afirmar que o crescimento indiano se manterá completamente estável no longo prazo, principalmente ao observamos que a agricultura ainda absorve mais da metade da população indiana, que hoje está no patamar de 1,35 bilhão de pessoas, de acordo com o censo de 2018 do Banco Mundial, sendo necessário aumentar o potencial da força de trabalho excedente (VIEIRA, VERÍSSIMO; 2009).

É possível afirmar que as reformas no início da década de 1990, que foram influenciadas por pressões de instituições internacionais como o FMI e também de acordo com o Consenso de Washington, indicaram que a liberalização financeira poderia fazer com que as taxas de juros mundiais alcançassem um patamar mais comum, permitindo a abertura comercial dos países em desenvolvimento. Quanto a Índia, havia um paradoxo entre a política doméstica e a externa, e isso fez com que houvesse uma maior pressão na liberalização do país. De acordo com Santana, vários foram os motivos que levaram as reformas indianas, sendo eles essa pressão vinda de instituições internacionais, a crise vivenciada em 1991 pela Índia e a percepção de que essa crise foi resultado de políticas prévias, promovendo a ideia de que novas reformas deveriam ser implementadas (SANTANA, 2012).

3.2.4 Liberalização financeira na África do Sul

Atualmente a maior economia do continente africano, a África do Sul teve uma trajetória ascendente e se mostrou uma potência econômica regional, assim como tem alcançado mais destaque no cenário internacional. Por mais que seu PIB seja inferior ao de seus parceiros no BRICS, teve uma taxa de crescimento ascendente, num valor aproximado de 4% entre 2000 e 2005, momento em que o grupo estava em formação.

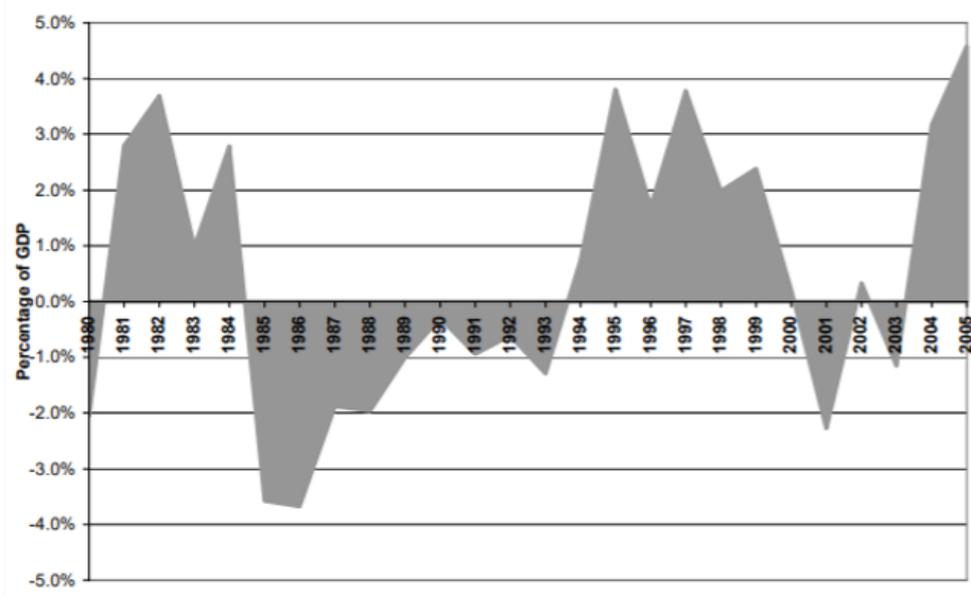
Um ponto interessante, ao considerarmos a entrada da África do Sul no grupo dos BRICS, é que o país possui um caráter internacional de “representante africano”. O continente africano, hostilizado durante os séculos passados diante de uma dinâmica exploratória, tende a ser representado pelo grupo como uma forma de promover o desenvolvimento africano e dos países periféricos, contando com representantes em diferentes continentes e visando um desenvolvimento conjunto (VIEIRA, VERÍSSIMO; 2009).

Além disso, já existia uma aproximação prévia entre alguns países do grupo com a África do Sul. Um exemplo disso é o IBAS, grupo que reúne a África do Sul, Brasil e Índia em uma cooperação multilateral e que visa o desenvolvimento conjunto dos países-membros. A Rússia, por sua vez, busca uma legitimidade de suas reivindicações por mudanças internacionais e também aumentar sua presença no continente africano. O Brasil possui semelhança com os sul-africanos em uma série de aspectos, principalmente com relação a formação cultural e social, uma vez cerca de metade da população brasileira é afrodescendente, além do fato de que essa aproximação é benéfica para a política externa brasileira, uma vez que tal aproximação é capaz de aumentar a credibilidade brasileira sobre os países africanos. E, a China, mesmo que considerado o país mais forte do grupo, é quem “menos precisaria dos sul-africanos”, porém os chineses foram os articuladores da entrada dos mesmos no grupo, tendo em vista que eles possuem interesses diretos nos investimentos africanos, principalmente ligados à infraestrutura (RIBEIRO, DE MORAES; 2015), uma vez que investiram aproximadamente US\$ 75 bilhões em projetos de ajuda e desenvolvimento na África até 2013, de acordo com pesquisadores da *AidData* e do *Center for Global Development (CGD)* (BBC, 2013).

De acordo com Mohamed (2006), o momento pós-apartheid na África do Sul é marcado por uma política de liberalização gradual em várias frentes, e o fim do apartheid também significou um aumento considerável de investimentos externos direcionados aos sul-africanos.

Houve uma série de *inflows* durante o período de negociações em 1992 e também a partir das eleições democráticas em 1994. Posteriormente, houve uma queda entre 1997 e 1998, mas volta a crescer em 1999. Ocorre uma queda significativa em 2000 e 2001, porém a partir de 2004 os níveis voltam a subir e atingem o valor de 3,2% em comparação ao PIB (um aumento de 4,4% em relação ao ano anterior).

Gráfico 20: Fluxo de capitais na África do Sul em percentual do PIB entre 1980 e 2005.



Fonte: Mohamed, 2006; Elaboração: Mohamed, 2006.

Houve também uma liberalização forte no que tange os *outflows*, uma vez que, a partir de 2001, os investidores passaram a investir 15% a mais do que o ano anterior em investimentos externos, de acordo com um limite projetado pelo governo sul-africano, sendo que esse limite foi aumentando gradualmente (MUNHOZ, PEREIRA, DE DEUS; 2011).

O Investimento Direto Externo também é um elemento relevante ao analisarmos a economia sul-africana, tendo em vista o fato de que apresentavam uma política macroeconômica ortodoxa como forma de atrair capitais de investidores não-residentes. Grande parte dos capitais que entraram na África do Sul a partir dos anos 2000 vieram por meio de investimentos em carteira de curto prazo, absorvidos pelo setor privado (MOHAMED, 2006).

O fim do *apartheid* coincidiu com um momento de alta liquidez nos mercados internacionais. Logo, houve um grande crescimento nos valores dos ativos investidos, e a liquidez internacional foi um fator relevante no aumento dos fluxos de capitais internacionais.

E os grandes *inflows* nos países em desenvolvimento é um fator que pode ter influenciado em algumas crises na era neoliberal de acordo com Mohamed (2006), tendo em vista sua alta volatilidade e caráter de curto prazo. Logo, o autor afirma que o crescimento econômico recente da África do Sul foi impulsionado pelo consumo e pela criação de uma dívida sem um investimento adequado ou infraestrutura/capacidade produtiva, onde os investimentos em carteira contribuíram para o que o autor reconhece por ser um “crescimento econômico pautado pelo consumo” (MOHAMED, 2006).

De acordo com Vieira e Veríssimo, a economia da África do Sul começou a ter uma dependência sobre choques internacionais favoráveis no que tange o preço de *commodities*, o que levou o país a desenvolver uma estratégia para que tivesse um diferencial competitivo no que se refere à exportação de primários. Um problema da África do Sul é sua proteção tarifária, que dificulta a exportação de manufaturados e acaba por limitar o desenvolvimento da estrutura industrial sul-africana. Logo, sua economia acaba por ser ditada pelo mercado internacional, onde, em momentos de baixa demanda por primários no mercado internacional interferem negativamente nos preços sul-africanos. Isso mostra que a liberalização pós-apartheid fez com que houvesse uma diminuição no custo dos insumos e promovesse efeitos estimulantes na exportação de produtos e diversificação da pauta produtiva (VIEIRA, VERÍSSIMO; 2009).

É interessante também observar a perspectiva dos autores Tswamuno, Pardee e Wunnava (2007), que afirmam que a abertura financeira nos países em desenvolvimento gerou um crescimento sem precedentes dos fluxos de capitais para esses países, acumulando um valor total, entre os anos de 1990 e 1993, de quase US\$ 850 bilhões. As políticas de desenvolvimento durante os anos 1990 na África do Sul auxiliaram a sua participação e relevância na economia internacional, aumentando os investimentos externos dentro do território sul-africano. A economia sul-africana também tem um desenvolvimento maior se comparado com os outros países não apenas da África Subsaariana, mas também de todo o continente africano, uma vez que teve o desenvolvimento do seu mercado de capitais antes de outros países e possui uma série de investimentos externos e empresas multinacionais sediadas em seu território (TSWAMUNO, PARDEE, WUNNAVA; 2007).

Críticos da liberalização acreditam que a mesma promoveria ao país uma maior especulação e exposição aos choques internacional e fuga de capitais. Para Gridlow (2001), os países em desenvolvimento acreditavam que os investimentos de portfólio seriam mais

duradouros do que os empréstimos interbancários, mas a fuga de capitais dos mercados emergentes e em desenvolvimento fez com que esse mito fosse quebrado. Isso porque o mercado de capitais tem uma alta volatilidade em virtude do seu caráter especulativo (TSWAMUNO, PARDEE, WUNNAVA; 2007).

CAPÍTULO 4: ANÁLISE SOBRE A DINÂMICA DOS FLUXOS DE CAPITAIS NOS BRICS ENTRE OS ANOS 2003 E 2019

Nesse capítulo, iremos analisar a dinâmica da Conta Financeira dos países selecionados. Para tal, seguiremos a análise da liquidez internacional e sua periodicidade, apresentada em capítulo anterior, sendo que também devemos levar em conta o processo de abertura financeira que os países envolvidos efetuaram e que também foi apresentada anteriormente.

Esse capítulo terá duas partes. Na primeira delas, analisaremos os dados da Conta Financeira de cada um dos países. Nessa parte iniciaremos apresentando os dados da Conta Corrente (CC) e da Conta Financeira (CF), considerando dados trimestrais, acumulados em 4 trimestres, para observar o movimento geral das contas. Após isso, analisaremos separadamente a Conta Financeira de forma mais detalhada e, para tal, consideraremos dados trimestrais, pois também nos interessa observar a volatilidade das contas. Observaremos o movimento de cada uma das grandes contas líquidas componentes da referida CF líquida: Investimento Direto (ID), Investimento em Carteira (IC), Outros Investimentos (OI) e Derivativos (Der). Em seguida, abriremos as três primeiras contas separando os fluxos de ativos (residentes) e passivos (estrangeiros), para compreender melhor a dinâmica da composição de cada uma das contas líquidas (ativo-passivo) e também para observar o movimento do direcionamento de recursos dos Estrangeiros ao país em questão. Relembrando o que já destacamos anteriormente, no BPM6, as contas líquidas de ID, IC, OI e Der, são obtidas pela relação “ATIVO – PASSIVO”. No caso de nossos gráficos, todas as contas líquidas serão multiplicadas por -1 e também os fluxos de Residentes, quando apresentado, será multiplicado por -1. Isso por que queremos apresentar nos gráficos os fluxos de entradas e saídas de recursos para melhor compreensão.

Após isso, a segunda parte complementa o estudo e será apresentada uma análise comparativa da dinâmica do direcionamento de recursos dos estrangeiros (PASSIVOS) das contas de ID, IC e OI, em relação a cada um dos países analisados. Para tal, utilizaremos os dados levantados por Souza e Corrêa (2021), que consideram os dados levantados acima, em relação ao PIB. Dessa forma, será possível observar o peso de cada conta com relação ao tamanho da economia do país e tecer comparações.

4.1 Estudo da dinâmica dos fluxos da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos do Brasil, Rússia, Índia e África do Sul

4.1.1 Brasil

Durante os anos 2000, a economia brasileira apresenta diferentes dinâmicas de crescimento. Entre 2003 e 2014, podemos dizer que vigora um “modelo de crescimento” em que há forte intervenção do Estado, efetuando gastos públicos via transferências distributivas de renda (previstas na constituição de 1988), como também efetuando gastos com investimentos do próprio governo e de suas empresas estatais, com destaque especial para a Petrobras. Esses são elementos importantes de demanda, que se articulam ainda: com a expansão do crescimento mundial, com o aumento do preço das *commodities* e das exportações de produtos primários, com o aumento real do salário mínimo e a expansão do crédito. Se observa internamente um movimento de crescimento econômico importante no país, que persiste até 2013. Aqui, se destaca o papel do mercado interno na expansão, articulado ao crescimento que ocorre, também, no setor externo³.

Nota-se que ocorre um movimento de desaceleração no aprofundamento da crise dos *subprimes*, mas as políticas anticíclicas adotadas pelo governo (gastos públicos e crédito público), em conjunto com o retorno da liquidez mundial, são importantes para explicar a manutenção do crescimento.

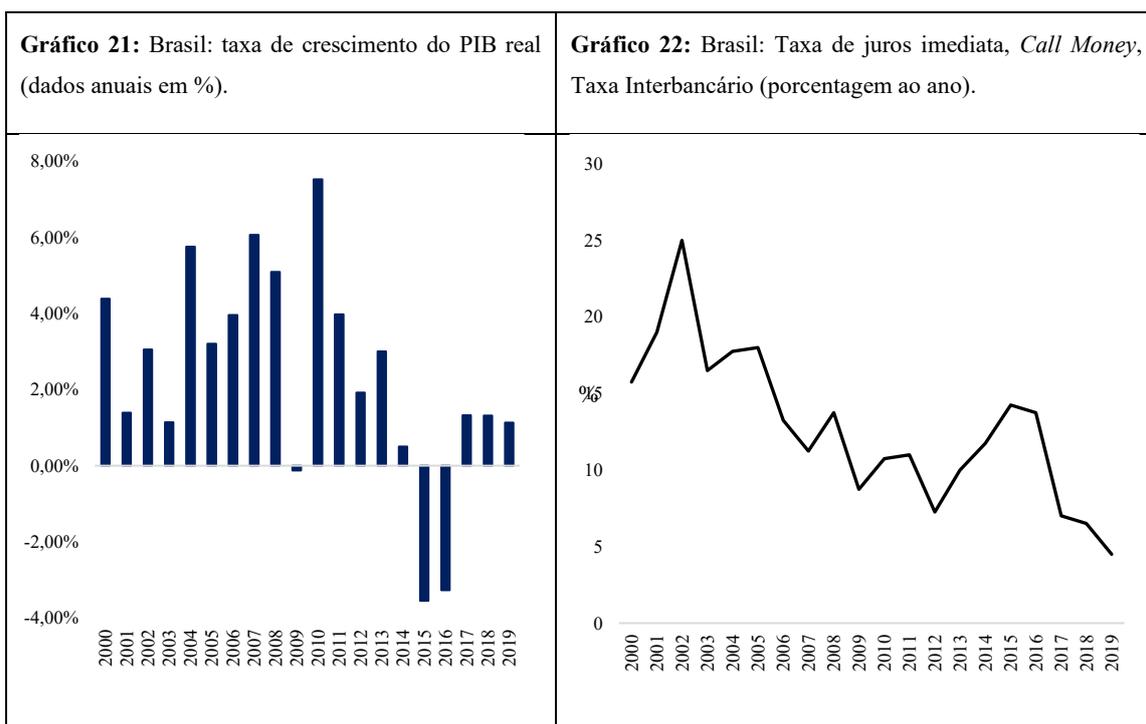
Um elemento importante que deve ser destacado é o fato de que se articulam políticas de intervenção do Estado, mas, em nível macroeconômico mantém-se a articulação macroeconômica prevista pelos modelos liberalizantes: abertura financeira, metas de superávits primários, câmbio flutuante e sistema de metas de inflação.

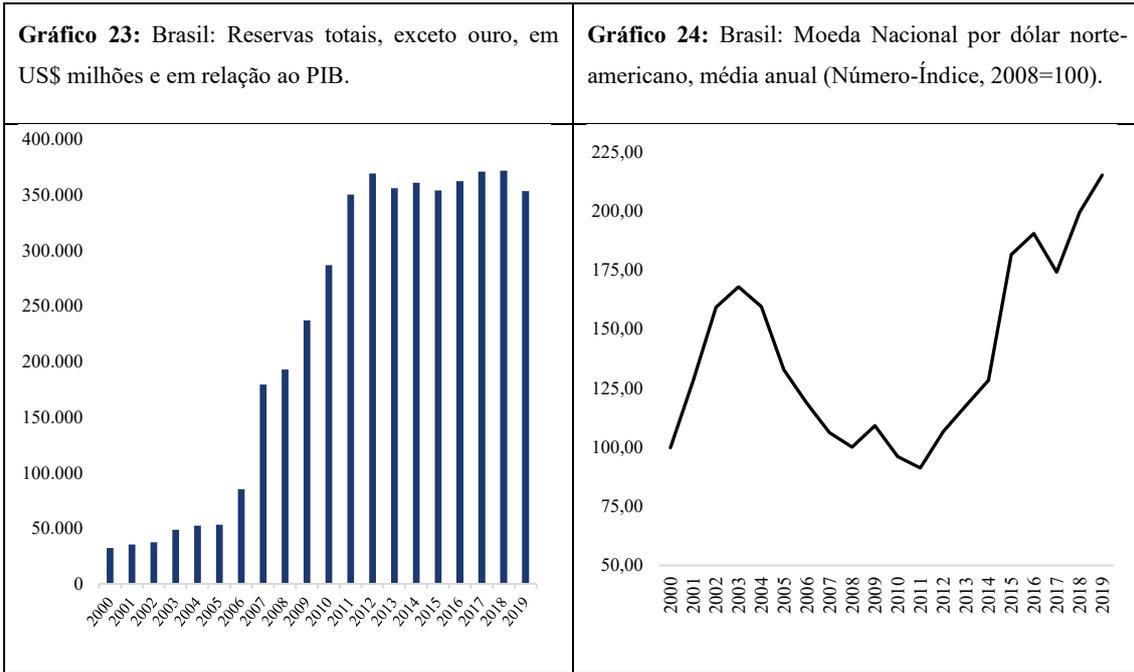
Nessa articulação, os juros permanecem altos (ainda que cadentes), atraindo muito capital, como veremos abaixo. Ademais, isso se articula com os bons resultados de Transações Correntes, provocando forte pressão sobre o câmbio, que se valoriza. Não se assiste valorização mais forte porque as autoridades monetárias compram parte do excesso de divisas, aumentando suas reservas e gerando crescimento do déficit público, tendo em vista sua ação para desmonetizar a emissão monetária devido a compra de reservas (CORRÊA & SANTOS, 2013).

³ Para essa discussão, veja-se a referência em Corrêa e Santos (2013).

Depois de 2013, observamos uma paulatina desaceleração da economia brasileira, resultante da mudança da dinâmica do comércio mundial e do movimento do preço de *commodities*, como também do fato de que começa a haver internamente forte pressão para a contenção de gastos públicos em um momento que o investimento desacelerava por conta do próprio menor dinamismo mundial. Uma das pernas do crescimento, que era o mercado interno, começava a se descoordenar à medida em que os gastos públicos se tornavam menos vigorosos num momento de instabilidade mundial e de problematização do setor externo.

A partir daí, é possível perceber que a dinâmica do câmbio começa a mudar, e o movimento passa a ser o de desvalorização. Aliás, como veremos, essa dinâmica não ocorrerá apenas no Brasil, como também nos países periféricos em geral, conjugando um mercado mundial menos dinâmico com uma liquidez menos vigorosa, fatos já comentados na análise da periodicidade descrita no capítulo anterior.





Fonte: Banco Mundial.

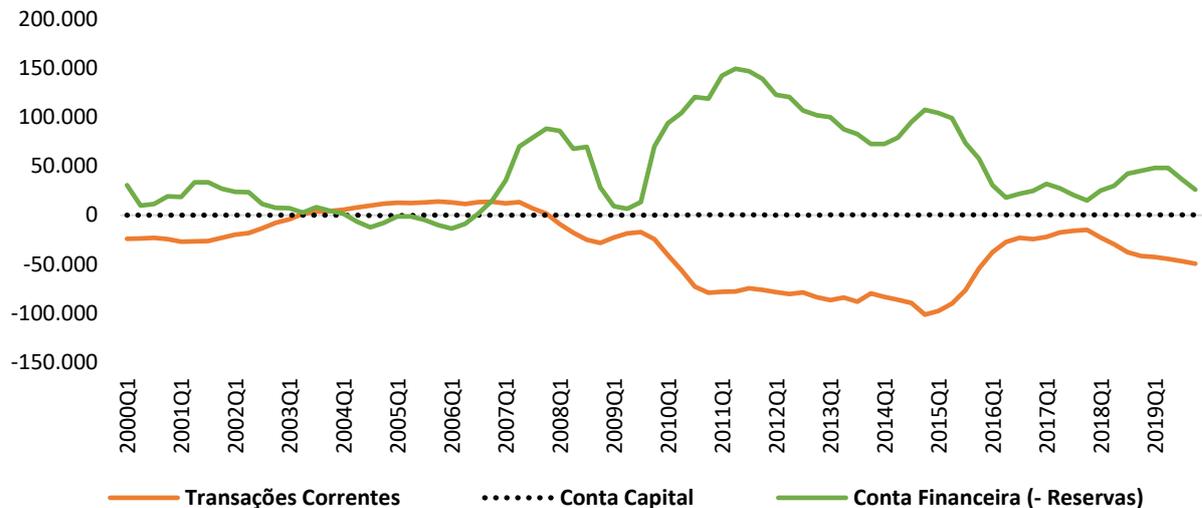
Fonte: IMF/WEO.

Depois de 2015, há uma mudança importante no modelo de crescimento brasileiro, se processando uma profunda mudança institucional e modificando-se a regulação da proteção trabalhista; retirando-se parte das proteções constitucionais dos recursos dirigidos à saúde e à educação; estabelecendo uma reforma do sistema de previdência; estipulando-se tetos restritos aos gastos públicos.

Aprofunda-se o viés da perspectiva liberal para além da abertura comercial e financeira, do sistema de metas de inflação e câmbio flutuante; agora, também se adota o movimento rumo ao Estado Mínimo. Num momento em que as economias periféricas já começavam a apresentar problemas de crescimento, a redução do gasto público na economia brasileira é um fator importante para explicar a profunda desaceleração que se instala, na medida em que a ação anticíclica do Estado fica fortemente limitada. O período pós-2015 caracteriza-se por um crescimento muito baixo e por uma desaceleração.

No que se refere à dinâmica do Balanço de Pagamentos, podemos ver que, na primeira fase de liquidez, a Conta Corrente vai apresentando um movimento de expansão no início dos anos 2000, apresentando, inclusive, valores positivos à despeito do alto peso da Conta de Rendas (pagamentos de juros, lucros e dividendos para o exterior) e de Serviços. A isso, se soma o movimento de expansão da entrada dos capitais até 2008.

Gráfico 25: Brasil: Balanço de Pagamentos e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestres e em US\$ milhões⁴.



Fonte: Souza e Corrêa (2021), a partir do IMF/IFS.

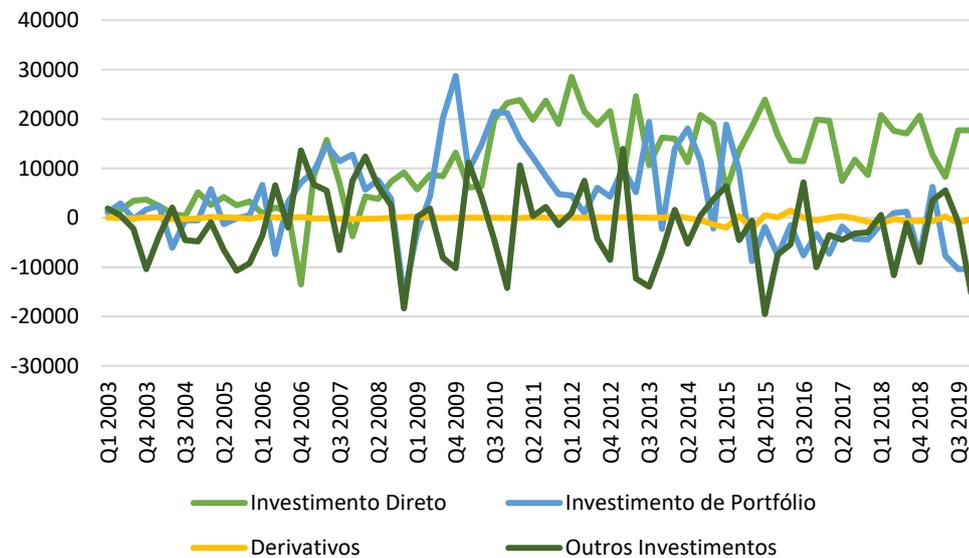
Depois de 2009 ocorre o movimento de Transações Correntes passa a piorar crescentemente devido à piora da Balança Comercial e à dinâmica das Contas de Serviços e Rendas. Isso é contrabalançado com a forte entrada de capitais que mantém-se até 2012. Depois disso, vemos a desaceleração dos volumes da Conta Financeira líquida, sendo que o movimento da mesma segue basicamente a dinâmica da liquidez mundial, que descrevemos anteriormente. Um destaque especial vai para os baixos volumes observados em 2016 e 2017, com a tímida retomada posterior.

Isto posto, vejamos com mais detalhes a dinâmica da Conta Financeira, abrindo suas contas. O gráfico 26 nos apresenta a abertura da Conta Financeira, agora em bases trimestrais, para melhor observação de sua volatilidade. Vemos aí as grandes contas: ID, IC, OI e Der. Diante disso, iniciamos a análise destacando que a conta de Investimentos Diretos é aquela que tem maior poder de captação para o caso do Brasil, seguida por Investimentos em Carteira e, depois por Outros Investimentos. A conta de Derivativos é insignificante.

⁴ 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.

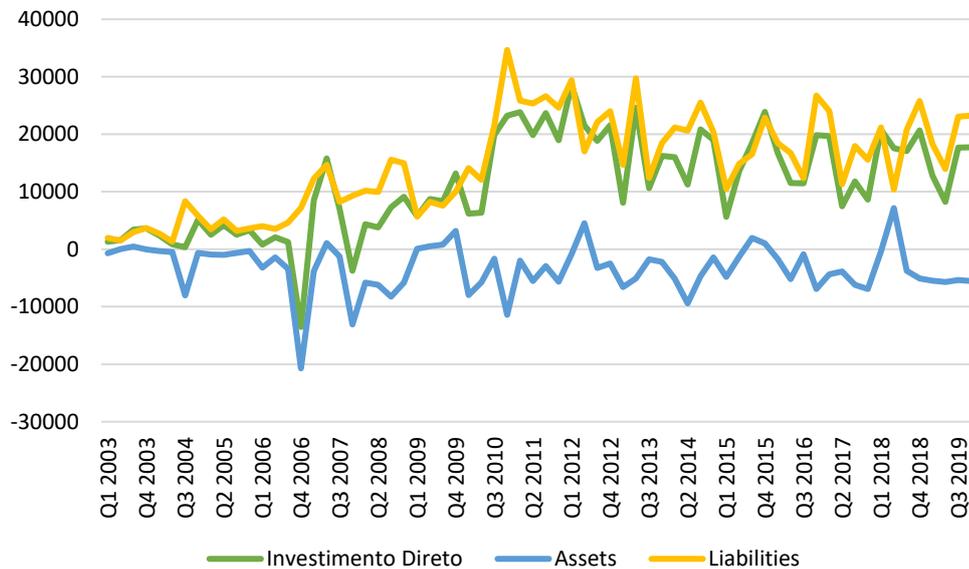
Iniciamos a análise destacando essas grandezas porque, conforme veremos mais adiante, o forte peso da conta de Investimentos Diretos sobre as demais, seguida pela conta de Investimentos em Carteira é uma especificidade do Brasil mas, para compreender essa dinâmica, é preciso analisar o movimento de cada uma dessas grandes contas e, além disso, é necessário separar o comportamento de residentes (ativos) e estrangeiros (passivos).

Gráfico 26: Brasil: Grandes fluxos componentes da Conta Financeira (em US\$ milhões – dados trimestrais).



Fonte: *International Financial Statistics*, 2020; Elaboração própria.

Gráfico 27: Brasil: Investimento Direto; ID Ativos (*assets*) e ID passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais).

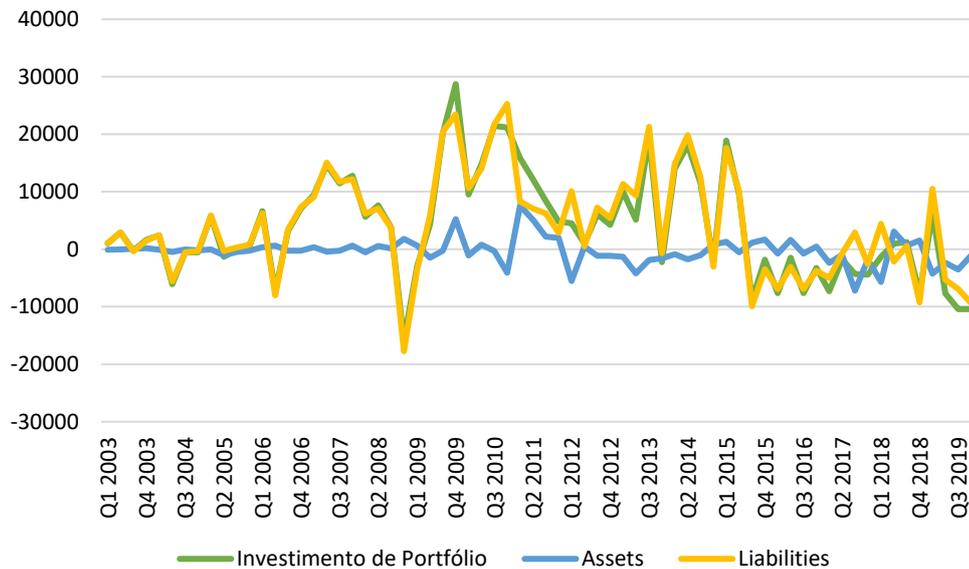


Fonte: *International Financial Statistics*, 2020; Elaboração própria.

O gráfico 27 nos mostra a intensa expansão dos Investimentos Diretos no Brasil ao longo dos anos 2000. Se observa uma importante expansão inicial, que se estende até 2007, havendo uma baixa reversão durante o aprofundamento da crise dos *subprimes* entre o final de 2008 e o início de 2009. Porém, logo após, se observa uma retomada mais vigorosa dos recursos, mantendo-se, depois disso, em patamares mais elevados do que a primeira fase da expansão. Os maiores patamares observados se dão entre o final de 2009 e o 2011, incorporando o período de forte retomada da liquidez internacional. Um comentário importante é que a conta líquida apresenta esses altos patamares porque ela é determinada, essencialmente, pelo ingresso de recursos de Estrangeiros (passivos), sendo que o Investimento Direto no exterior (realizado essencialmente por residentes) é substancialmente menor. Note-se que depois de 2013 a conta deixa de apresentar uma trajetória ascendente, sendo que seus patamares mais altos estão em níveis anteriores aos observados no período imediatamente precedente.

Por um lado, isso nos mostra o vigor da entrada de IDP para o país, mesmo quando o país apresenta importante desaceleração econômica. Por outro lado, a estagnação de crescimento reflete a limitação do crescimento do país, mas não apenas isso, visto que nesse período pós-2013 está ocorrendo, também, uma limitação da liquidez mundial, em especial para os fluxos de recursos dirigidos aos países periféricos.

Gráfico 28: Brasil: Investimento de portfólio (ou Investimento em Carteira IC); IC Ativos (*assets*) e IC Passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais).



Fonte: *International Financial Statistics*, 2020; Elaboração própria.

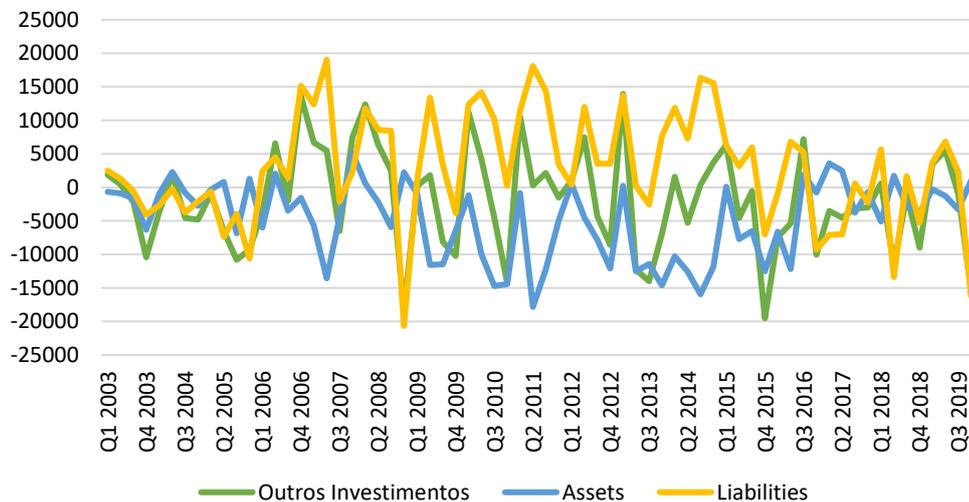
Os dados dos Investimentos em Carteira nos mostram mais especificamente a correlação com a dinâmica da liquidez mundial, na medida em que potencialmente esses fluxos são mais influenciados por mudanças de conjuntura do que os fluxos de ID apresentados anteriormente.

O primeiro comentário importante é o de que, para os ICs, no caso brasileiro, é que também se observa o fato de que são os fluxos de estrangeiros (passivos) aqueles que definem essencialmente o movimento da conta de Investimentos em Carteira líquida, já que o volume de residentes é substancialmente menor. Relativamente à primeira fase da expansão, vemos o forte crescimento dos Recursos até 2007, sendo que a exceção é a volatilidade ocorrida pela mudança da taxa de juros norte-americana em 2004 e depois em 2006. Essa dinâmica tem a ver com a articulação entre a liquidez internacional, a forte abertura da Conta Financeira que se efetuou na década de 1990 e os altos juros ofertados no Brasil, conforme gráfico 22, como também no exterior. Ademais, há também ganhos nos mercados acionários, na medida em que os preços dos títulos sobem nessa fase. Outro fator de atração é a própria dinâmica do câmbio. O processo de valorização que estava ocorrendo, conforme gráfico 24, indicava a manutenção dessa situação, não havendo o perigo de que ocorressem desvalorizações que comprometessem a posterior remessa de juros (no caso de títulos de renda fixa) e dividendos (no caso das ações).

Paralelamente, se observa a reversão de recursos ocorrida na crise dos *subprimes*, provocada pela saída dos estrangeiros e o retorno no final de 2009, com a posterior expansão até 2011, destacando-se que os volumes alcançados são superiores aos da primeira fase. Outro comentário é o de que esses fluxos apresentam grande volatilidade, apresentando-se uma queda importante entre 2012 e 2013. Depois desse período, os fluxos continuam voláteis e os volumes passam a ser paulatinamente menores, caindo em 2015 e 2016, quando os valores negativos se avolumam. Essa desaceleração mais forte em 2015 e 2016 teria ocorrido apenas no Brasil, sendo resultante do baixo crescimento e do alto nível de nossa dívida pública.

O que os dados que analisaremos mais adiante, referentes aos demais países componentes dos BRICS (exceto China) nos mostram é que essa não foi uma especificidade do Brasil. De qualquer forma, o que podemos ver é que o fluxo de Investimentos em Carteira no Brasil é influenciado pelos Estrangeiros e que a dinâmica dos mesmos segue, fortemente, a liquidez mundial.

Gráfico 29: Brasil: Outros Investimentos (OI); OI Ativos (*assets*) e OI Passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais).



Fonte: *International Financial Statistics*, 2020; Elaboração própria.

O gráfico 30 nos mostra o movimento da conta de Outros Investimentos, sendo importante destacar o fato de que essa também apresenta alta volatilidade. Uma diferença com relação aos IDs e ICs é a de que, no caso da Conta de Outros Investimentos, tanto estrangeiros

quanto residentes são importantes para explicar o seu movimento e, por isso, a Conta Líquida de OI apresenta valores mais baixos do que a conta líquida de ID e IC.

Mesmo levando em conta essa observação, se analisarmos os fluxos de Estrangeiros dirigidos para o Brasil via essa conta, veremos que o seu valor máximo trimestral atingiu o nível de US\$ 19,050 milhões, enquanto que o valor máximo trimestral de Investimentos em Carteira atingiu US\$ 25,277 milhões e os de Investimentos Diretos atingiu US\$ 34,661 milhões. Os recursos que ingressam via Outros Investimentos no Brasil depois de 2003 referem-se essencialmente a empréstimos bancários de bancos estrangeiros para agentes residentes no país.

Note-se que esses fluxos são muito voláteis, como já comentamos e variam a cada conjuntura desfavorável. Apresentam forte reversão na crise dos *subprimes*, na crise dos bancos Europeus em 2001/2012; na mudança de política monetária norte americana, em 2013. Paralelamente, a partir de 2015, apresentam um movimento fortemente negativo, que tem a ver com o comportamento dos bancos no direcionamento de recursos aos países periféricos, em momento de instabilidade mundial, e isso será observado também nos demais países.

Conforme indicamos, a conta Outros Investimentos apresenta também importantes fluxos de residentes emprestando recursos a agentes do exterior. Trata-se de bancos brasileiros emprestando para agentes fora do país. Isso analisado, no item 4.2 desse mesmo capítulo, teremos ainda considerações adicionais, comparando a dinâmica dos países estudados.

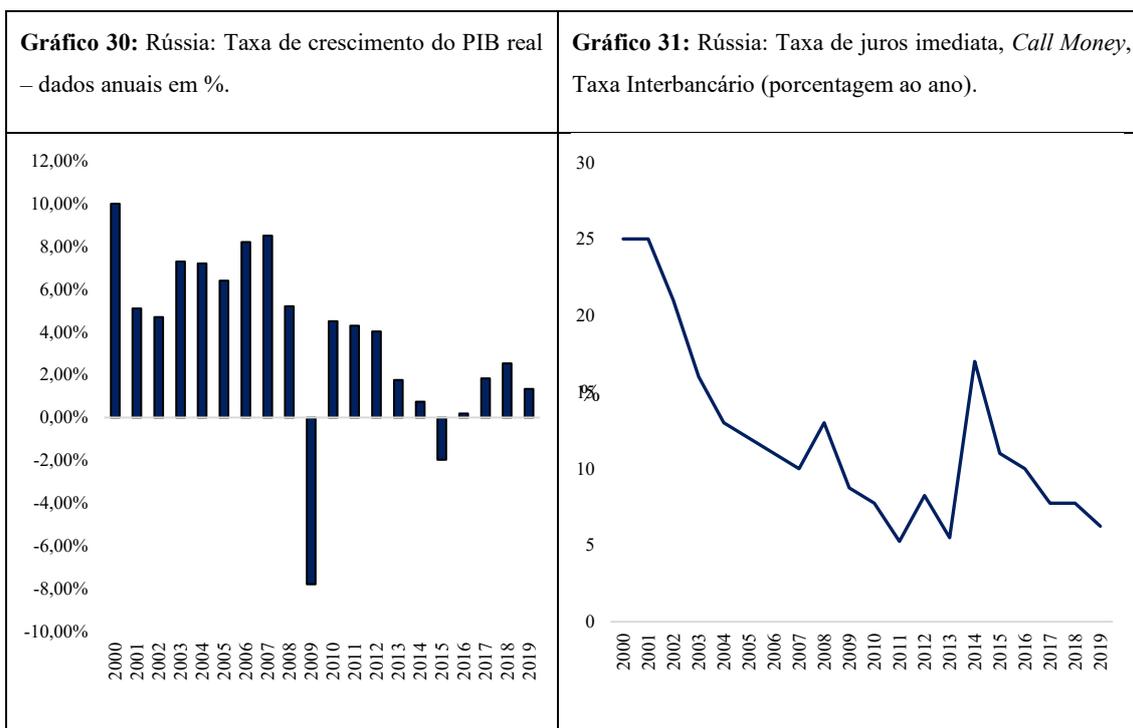
4.1.2 Rússia

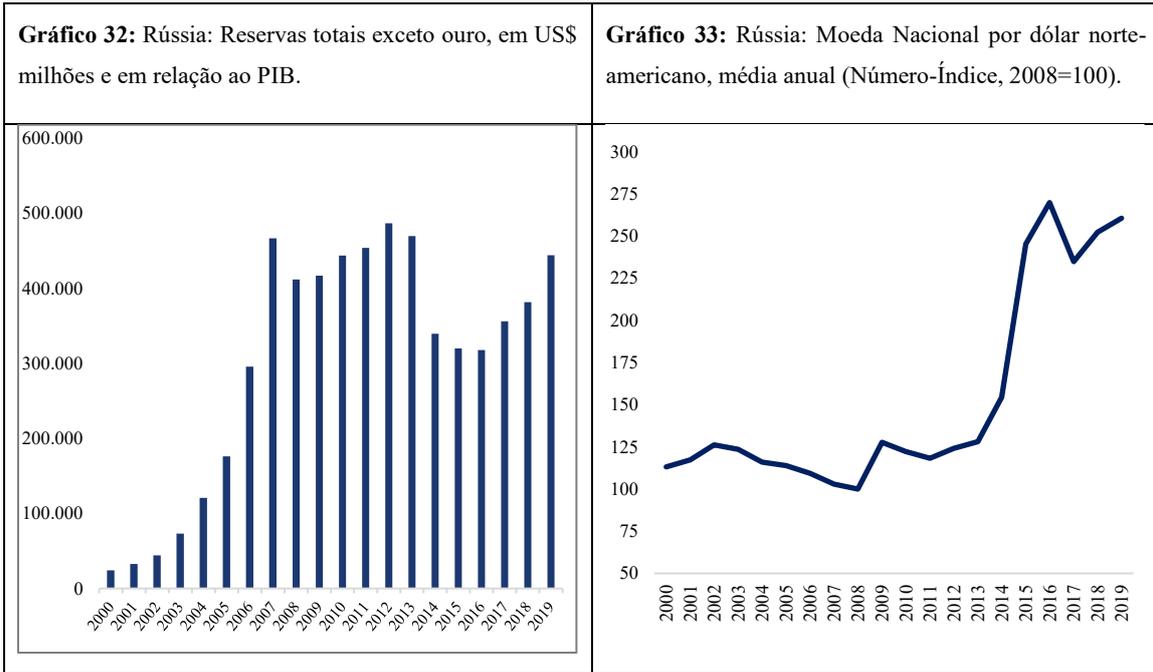
Considerando o que foi apresentado anteriormente sobre a abertura econômica russa, é possível analisar que houve dois momentos marcantes conforme Serrano e Mazat (2016): o “Tratamento do Choque” que ocorreu entre 1992 e 1998, momento em que houve uma série de regressões econômicas diante da reorganização interna russa e adaptações ao sistema capitalista num contexto pós-Guerra Fria; e a Recuperação Nacionalista, entre 1998 e 2008, que foi o momento de reerguimento da economia russa, que passou a estar muito articulada à dinâmica do mercado, sendo fortemente dependente do setor exportador – e mais especificamente do preço do petróleo.

Dessa forma, o ajuste da economia Russa aos “requisitos de mercado” ao longo das décadas de 1980 e 1990 levou-a à forte dependência do setor exportador, mais especificamente

da exportação de petróleo, sendo que também ocorreu um amplo processo de abertura financeira, comentado em capítulo anterior. O ajuste adotado culminou na crise de 1998.

Depois disso, a “recuperação nacionalista” articulou a atividade de investimentos públicos (graças à moratória e reorganização fiscal) com ampla abertura financeira, sendo que se destacava também a expansão do setor exportador, fortemente alavancado pela venda de petróleo, com altos preços.





Fonte: IMF e Banco Mundial.

Fonte: IMF.

Para além da articulação interna, isso está articulado ao crescimento do comércio mundial; à melhora do preço das *commodities* (em especial, do preço do petróleo); à expansão da liquidez internacional e ao aumento do consumo interno, em grande parte devido ao aumento do crédito o que, como veremos, tem relação com o ciclo de liquidez.

Nessa fase, ocorre forte ingresso de recursos, pressionando a valorização do câmbio e gerando a intervenção das Autoridades Monetárias na compra do excesso de divisas ingressantes. Assim como para o caso do Brasil, ocorre o movimento de crescimento das reservas conforme gráfico 32, e de valorização do câmbio de acordo com gráfico 33, com impacto sobre a dívida pública. Também na Rússia, a valorização do câmbio é funcional para o combate à inflação, sendo que se observa um movimento de queda da taxa de juros doméstica no gráfico 31, apesar de a mesma ainda continuar em patamares expressivos, se comparada às taxas dos países centrais.

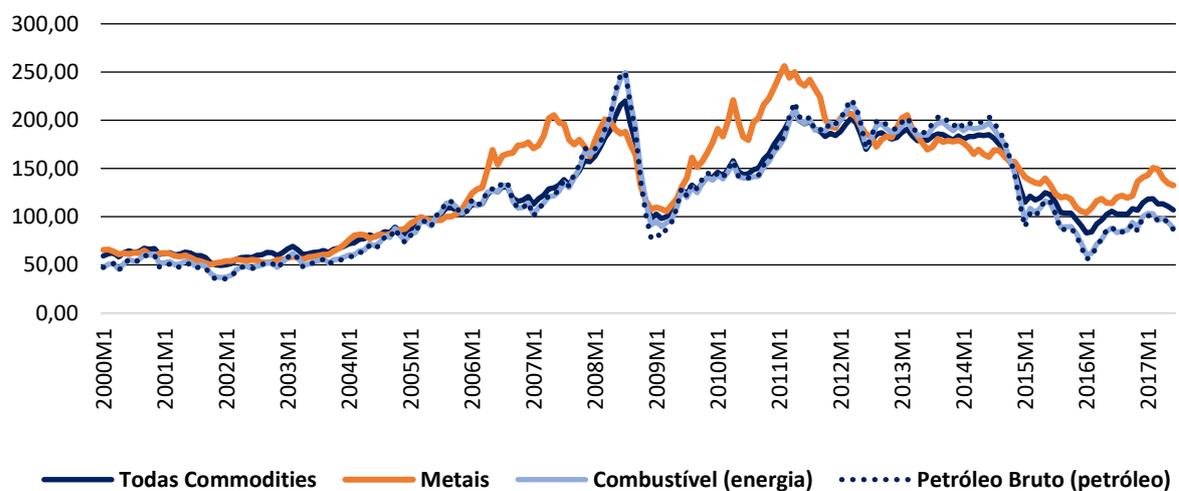
O conjunto “valorização do câmbio” e “juros baixos” fez com que os salários russos aumentassem e o lucro excedente diminuísse, sendo que houve maior facilidade ao crédito ao consumo e imobiliário. Houve um grande crescimento do mercado interno e do setor de construção civil, aumentando significativamente o percentual de área construída no país

(cresceu aproximadamente 111% entre 2000 e 2008), além de investimentos em indústrias extrativas ligadas ao setor de produção energética (SERRANO, MAZAT; 2016).

Foi notável, também, o crescimento do consumo a partir dos anos 2000 e o aumento de investimento do Estado em geral, o que levou a uma taxa positiva de crescimento da formação bruta de capital fixo e aumento da competitividade internacional da economia russa. A economia russa tem um portfólio diversificado e é considerado um país industrializado (SERRANO, MAZAT; 2016), mas ainda tem forte articulação com o setor exportador e com os preços do petróleo, que sofre forte reversão em 2008 e 2009.

Em 2008 e, em especial, em 2009, ocorre forte desaceleração da economia russa, sendo que o crescimento retorna em 2010, com a volta da liquidez, como também com a retomada dos preços do petróleo conforme observado no gráfico 34 logo abaixo:

Gráfico 34: Índice de preço das *commodities* (grupos selecionados) – dados mensais entre 2000 e 2017.



Fonte: IMF/WEO. Elaboração própria.

Depois disso, o crescimento permanece basicamente até 2013. A instabilidade envolvida no período pós-2013, que é prejudicial para os países periféricos, também afeta a Rússia, com destaque para a paulatina problematização do comércio mundial, uma nova queda do preço do petróleo e a instabilidade quanto aos rumos da política monetária americana. Observa-se, a partir daí, um menor crescimento da economia russa. Essa situação de instabilidade

internacional se soma ao conflito com a Crimeia, em 2014, que gera forte movimento contra a Rússia, havendo inclusive embargo. Os EUA e seus aliados condenaram uma intervenção armada russa na Crimeia, mas havia muitos interesses envolvidos como, por exemplo, a existência de uma base militar na Crimeia, com localização privilegiada entre o Mar Mediterrâneo e o Mar Negro, como também a existência de grande extensão de gasodutos.

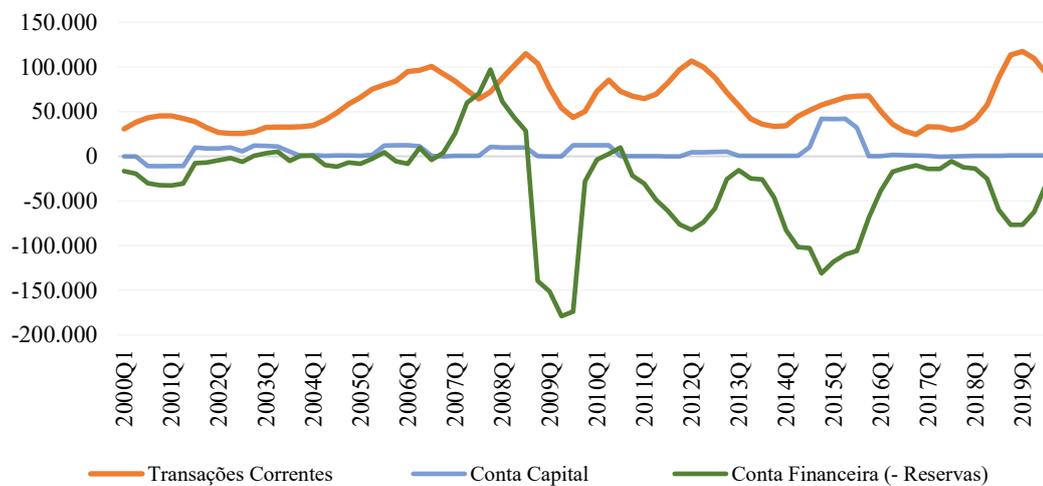
Na verdade, no conflito houve a anexação da Crimeia à Rússia, com forte protesto por parte das Nações Unidas. O acordo de anexação foi firmado em 18 de março de 2014. Na ocasião, a União Europeia não reconheceu a anexação da Crimeia pela Federação Russa e, tanto ela quanto os Estados Unidos anunciaram sanções contra autoridades da Crimeia e da Rússia. Isso trará efeitos sobre a economia russa e para o fluxo de recursos dirigidos a ela. O que se observa é uma desaceleração econômica entre 2014 e 2016 e uma posterior retomada lenta do crescimento entre 2017 e 2019.

Analisando-se a dinâmica das Contas “Transações Correntes” e “Financeira” do Balanço de Pagamentos da Rússia, observamos que a primeira apresenta um movimento superavitário até 2007, com uma desaceleração na crise dos *subprimes*. A retomada dos melhores resultados ocorre depois de 2010, com a expansão do preço do petróleo, mostrando a forte relação do resultado dessa conta, com a Balança Comercial, puxada pela exportação de petróleo. Depois disso, o resultado da Conta Corrente continua superavitário, mas observa-se movimentos menos expansivos, como entre 2012 e o início de 2014, quando o preço do petróleo para de crescer. A manutenção do preço do petróleo, ainda durante o ano de 2014, gera a expectativa de que essa dinâmica permaneceria e há uma expansão das exportações e do resultado de Transações Correntes. No entanto, a nova queda entre 2015 e 2016, por questões geopolíticas instabiliza de novo esse mercado e observa-se mais uma vez a piora do resultado da Conta Corrente, ainda que esse permaneça positivo, retornando-se a uma melhor situação depois de 2016.

No caso da Conta Financeira, é possível observar a sua expansão no primeiro período e, mais fortemente, entre 2006 e 2007, seguida de desaceleração. No entanto, o que se observa é que a Conta Financeira russa apresentou um movimento essencialmente deficitário, levando-nos a analisar mais a fundo esse resultado. Paralelamente, do lado da Conta Financeira, poderíamos traçar três períodos:

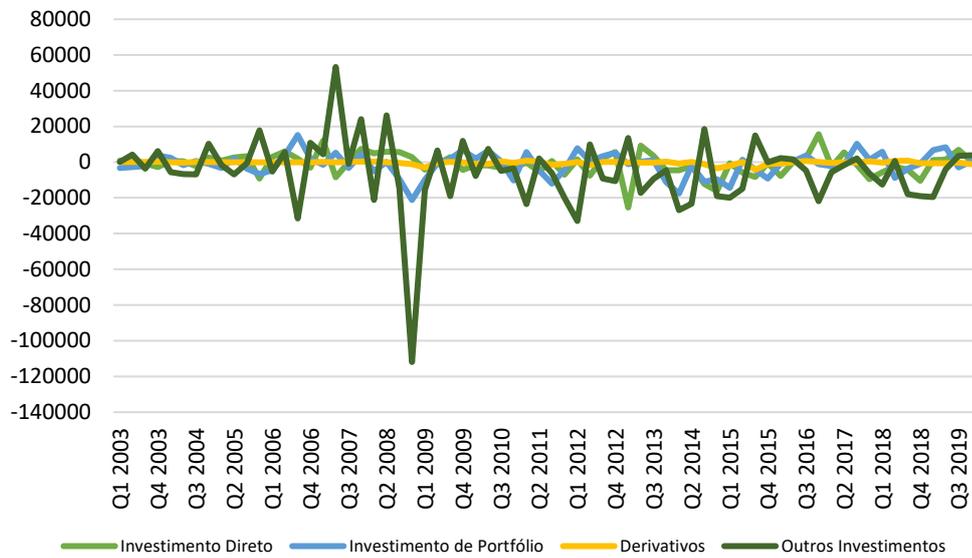
- (i) o que vai até 2008, em que há volumes levemente negativos e uma forte expansão em 2006 e 2007;
- (ii) o que se refere ao aprofundamento da crise dos *subprimes*, entre o final de 2008 e durante 2009; que se refere a uma profunda reversão de recursos;
- (iii) o período posterior a 2010 em que se apresentam resultados negativos.

Gráfico 35: Rússia: Balanço de Pagamentos e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestres (em US\$ milhões).



Fonte: Souza e Corrêa, 2021.

Gráfico 36: Rússia: Grandes fluxos componentes da Conta Financeira (em US\$ milhões – dados trimestrais).



Fonte: *International Financial Statistics*, 2020; Elaboração própria.

Observando-se as grandes contas líquidas que conformam a Conta Financeira, vemos que, para todas elas, corre um baixo volume líquido conforme gráfico 36. A exceção se dá no caso da conta Outros Investimentos, na expansão de 2006 e 2007, e na reversão da crise dos *subprimes*. Passemos agora a abrir cada uma dessas Grandes Contas.

Gráfico 37: Rússia: Investimento Direto (ID); ID Ativos (*assets*); ID Passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais).



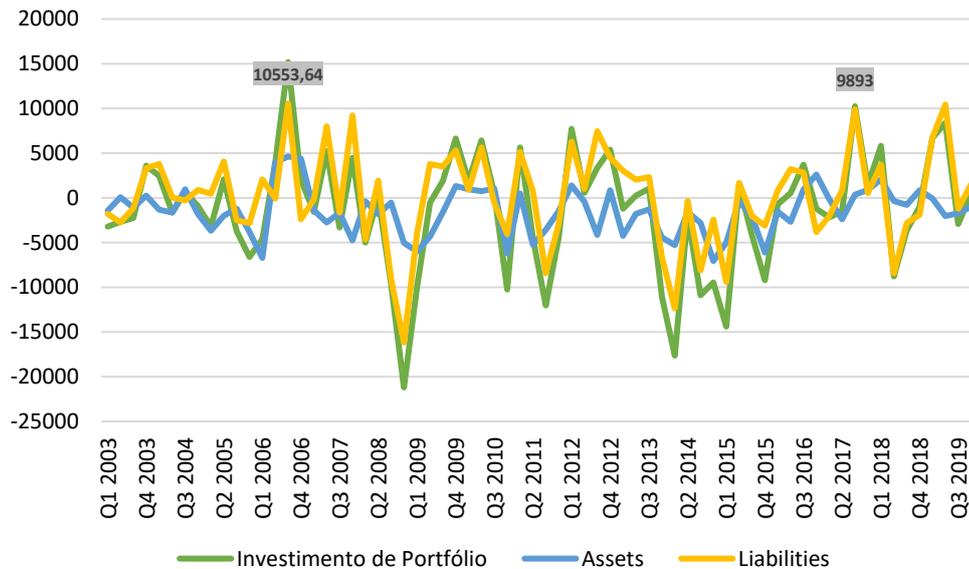
Fonte: *International Financial Statistics*, 2020; Elaboração própria.

Quando abrimos a conta de Investimentos Diretos, vemos que o baixo resultado líquido se refere ao fato de que tanto residentes quanto estrangeiros têm volumes semelhantes de movimento: os primeiros saindo do país para aplicar no exterior, e os segundos entrando no país. No caso específico dos estrangeiros, é possível ver que a conta é essencialmente positiva, com expansão importante até o primeiro semestre de 2008, desacelerando no fim desse ano. Se é verdade que a queda não é tão grande, é também verdade que não há retorno expansivo para os patamares anteriores. Os Investimentos Diretos permanecem em um patamar relativamente estagnado até 2013, quando ocorre um pico. A indicação é que aí tenha ocorrido uma saída de residentes para aplicar no exterior, sendo que os mesmos retornaram ao país como “estrangeiros” depois de esquemas de mudanças de contas. Aliás, esse é um questionamento que ocorre internacionalmente quanto aos movimentos da Conta Financeira da Rússia. A indicação é a de que haja movimentos de “jogadas financeiras” em paraísos fiscais, permitindo esquemas de lavagem de dinheiro.

Excetuando-se esse “pico”, os Investimentos Diretos de Estrangeiros para a Rússia permaneceram não-expansivos após 2009, havendo importante queda durante o período do Conflito da Crimeia. Há uma retomada posterior, com a melhora do preço do petróleo e com a

resposta (ainda que tênue) da economia Russa. Fora o “pico”, citado acima, o maior valor trimestral dirigido ocorreu no primeiro período e o nível foi de US\$ 22.256,6 milhões.

Gráfico 38: Rússia: Investimento de Portfólio (ou Investimento em Carteira – IC); IC Ativos (*assets*); IC Passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais).



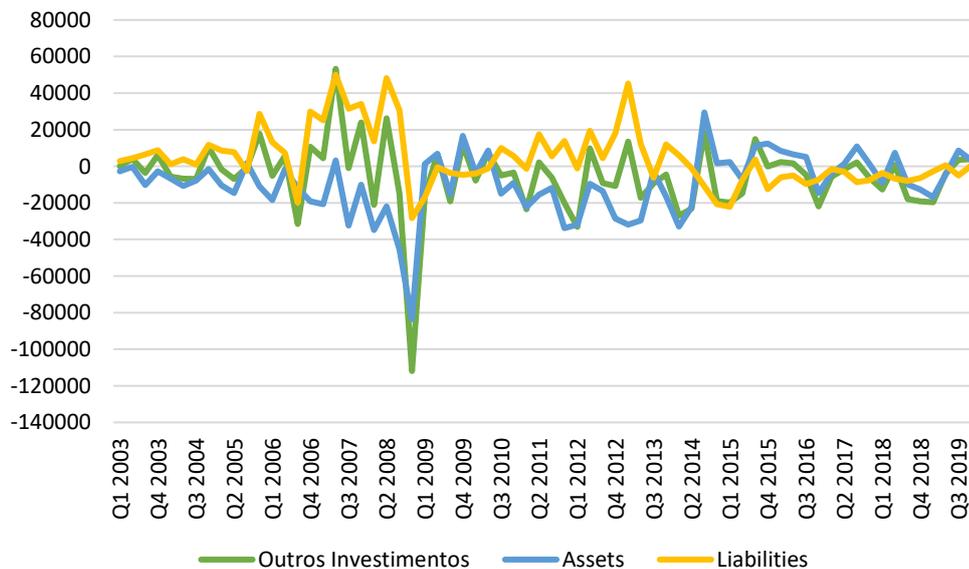
Fonte: *International Financial Statistics*, 2020; Elaboração própria.

A análise de Investimentos em Carteira (ou de Portfólio) nos mostra, mais uma vez, que os resultados líquidos têm que ser analisados, considerando os movimentos de estrangeiros e de residentes. Um comentário é o de que, na primeira fase, até 2007, há um forte ingresso de IC passivos (estrangeiros), sendo que os mesmos revertem no final de 2008 e durante 2009. Nessa fase, o movimento de saída de residentes ocorre, mas há um retorno dos mesmos em 2006, sendo que saem novamente na crise dos *subprimes*. O movimento conjunto gera uma forte saída em 2009. Seguindo a dinâmica da liquidez mundial, os capitais retornam, só que na Rússia, isso acontece apresentando forte volatilidade. Ainda assim, ocorre uma expansão de volumes até 2012. A partir daí, o movimento é de forte desaceleração desses fluxos. A queda é puxada pela saída de Residentes e também de estrangeiros: conjuga-se a situação da incerteza da política monetária norte americana a partir de 2013, com o conflito da Criméia em 2014 e a queda dos preços do petróleo, afetando profundamente as decisões das aplicações de portfólio em direção da Rússia. Como já foi dito, o movimento de Residentes, reforça o movimento de saída de estrangeiros e a Conta de Investimentos em Carteira mostra-se negativa entre 2013 e

2015. É um período de forte desaceleração do câmbio, que também gera impactos inflacionários. O Governo Russo, para combater esses movimentos, implanta o regime de Metas de Inflação e aumenta drasticamente a taxa de juro conforme gráfico 31.

Como vimos, a partir de 2016 ocorre uma retomada da economia russa, em parte por conta da melhora do preço do petróleo, sendo que se observa um retor no dos capitais, e é possível observar esse movimento no caso dos Investimentos em Carteira de Estrangeiros, mostrando seu comportamento instável e constantemente influenciados por fatores conjunturais. Um comentário final na análise dos fluxos de IC nessa parte do trabalho é o de que seus volumes de ingressos trimestrais apresentam valores máximos muito mais baixos do que os observados na conta de Investimentos Diretos. O maior valor trimestral ocorreu na primeira fase e chegou a US\$ 10,553 milhões.

Gráfico 39: Rússia: Outros investimentos (OI); OI Ativos (*assets*); OI Passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais).



Fonte: *International Financial Statistics*, 2020; Elaboração própria.

No caso dos Outros Investimentos, também é necessário observar o movimento de ativos e passivos. É por conta do alto volume de ambos que a Conta de Outros Investimentos líquida apresenta valores mais reduzidos. Na verdade, se analisamos os fluxos de residentes (ativos) e estrangeiros (passivos) em separado, vemos que os volumes de cada um deles é expressivo. A forte entrada de OI refere-se essencialmente a bancos estrangeiros emprestando dinheiro para bancos russos. Essa é uma dinâmica em que esses últimos ganham com esquemas de arbitragem, dado que as taxas internacionais de tomada de empréstimo são muito mais baixas do que a taxa dos empréstimos que eles cobram na Rússia.

Essa expansão de captação é muito forte na primeira fase sendo que, em um único trimestre, esses fluxos chegam a bater o valor máximo de US\$ 53.295,62 milhões. Esse valor é muitíssimo maior do que o observado para qualquer trimestre de Investimento Direto ou de Investimentos em Carteira. Esses fluxos sofrem forte reversão na crise dos *subprimes*, assim como ocorre para os países periféricos em geral, dado o movimento de “fuga para qualidade” e de busca de liquidez nos momentos de instabilidade.

Os fluxos de OI de estrangeiros retornam mais lentamente do que em outros países periféricos em 2009 e mais fortemente em 2010, e têm um movimento expansivo até 2013. Mais uma vez, a instabilidade internacional se soma à especificidade dos acontecimentos da economia Russa em 2014 e à queda do preço do Petróleo, que a afetam muito e geram uma queda dos recursos que os bancos estrangeiros dirigem para a Rússia. O retorno posterior é débil, mesmo depois de 2016.

Um comentário importante adicional quanto aos fluxos de OI é o de que os OI de residentes ativos) reforçam os movimentos de saídas de recursos nos momentos de desaceleração. Isso ocorre na crise dos *subprimes*, como também no interregno entre 2013 e entre o final de 2014 e início de 2015.

4.1.3 Índia

A economia indiana completou, em 2012, uma série ininterrupta de 20 anos com elevadas taxas de crescimento conforme gráfico 40, sendo que essa dinâmica ocorreu após a mudança do “modelo de crescimento” indiano em prol de uma dinâmica econômica mais liberalizada do que o modelo que vigora anteriormente

Um dos processos fundamentais, como vimos em capítulo anterior desse trabalho, envolveu uma profunda abertura comercial e também financeira. No caso da primeira, 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 relativas àquele comércio.

No caso da abertura financeira, na realidade, o processo foi paulatino e mais lento do que nos casos brasileiro e russo. De qualquer forma, os fluxos de Investimentos Diretos se abriram permitindo o ingresso de empresas estrangeiras no país. De outra parte, houve uma abertura paulatina dos fluxos de Investimentos em Carteira, envolvendo a regulação para a atuação de Fundos de Investimento, como também a existência de certos limites para a compra de ações no mercado de capitais Indianos.

Apesar de o processo de abertura ter se iniciado nos anos 1990, ele se estendeu durante a referida década e veio a se aprofundar apenas no início dos anos 2000, sendo que a abertura se tornou maior em 2004 (especialmente quanto aos limites de compras de ações). Ainda assim, permanecem alguns limites e setores protegidos. 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, necessidade de aprovação prévia do governo, etc. (SOUZA, 2021).

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”. De forma articulada às reformas implementadas na década de 1990, está também a adoção do regime de câmbio flutuante (porém com flutuação suja), que ocorreu em 1994, sendo que também a Índia, assim como o Brasil e outros países periféricos, foram se adequando ao novo “receituário liberal”.

No que se refere à dinâmica do novo modelo de crescimento, a entrada de multinacionais ajudou a alavancar o setor de tecnologia de informação (TI), que se transformou em polo dinâmico da economia indiana. Ele gera cerca de 25% das exportações da Índia. É esse o setor que absorve grande parte dos Investimentos Diretos de Estrangeiros, que será comentado mais adiante. Com essa dinâmica o setor serviços foi responsável, em 2009 por cerca de 50% das exportações do país. Destaca-se a exportação de softwares, com grande participação de empresas transnacionais. A essa dinâmica se agregam serviços que se articulam ao setor de alta tecnologia, como: serviços contábeis, os *call centers*, serviços jurídicos; serviços corporativos, dentre outros.

De outra parte, outra alavanca importante nesse “novo modelo” é relacionada à dinâmica do consumo, tendo em vista o vasto mercado consumidor indiano e sua enorme “classe média”, o que alavanca a produção de bens de consumo de massa e de bens de consumo duráveis. Destaca-se, por exemplo, a demanda por celulares, eletrodomésticos, alimentos processados, construção civil e ainda para a indústria de automóveis, com vendas anuais de um milhão de veículos apenas no mercado doméstico. Aliás, esse crescente mercado interno é o foco prioritário para a maioria dos grandes grupos empresariais do país.

Assim, essa “nova dinâmica” articula o setor de exportação de serviços tecnológicos, complementado pelo setor de bens de consumo destinado às novas classes médias urbanas. Destaca-se, ainda, a continuidade da participação do Estado, que mantém empresas e efetua intervenção, tendo tido grande capacidade de endividamento externo, sendo que durante o início dos anos 2000 se observou um importante crescimento da dívida pública.

A par do dinamismo acima, apresentam-se importantes tensões no modelo. De um lado, destaca-se a exigência de mão de obra altamente especializada e, de outro, se destaca uma imensa população que vive em condições mínimas de sobrevivência e de aprendizado. Destaca-se essa enorme população afetada pela extrema pobreza, além das tensões políticas, sociais, étnicas, religiosas e comunitárias, ou até mesmo a existência de uma grande diversidade e complexidade cultural e regional, simbolizada pelo sistema de castas.

Outra tensão importante refere-se à incorporação da dinâmica agrícola a essa “nova modernidade”, que envolve uma agricultura de maior tecnologia e que exige tamanhos maiores, pressionando fortemente a agricultura familiar indiana e gerando importantes conflitos.

Um terceiro aspecto ainda diz respeito à dinâmica limitada do mercado de crédito indiano face à população de baixa renda e à existência de sistemas informais de crédito, que envolvem taxas de juros mais altas e possíveis movimentos disruptivos, sendo que essa questão se destacou em 2010 e 2011, provocando instabilidades internas e gerando um aumento expressivo das taxas de juros de acordo com o gráfico 41.

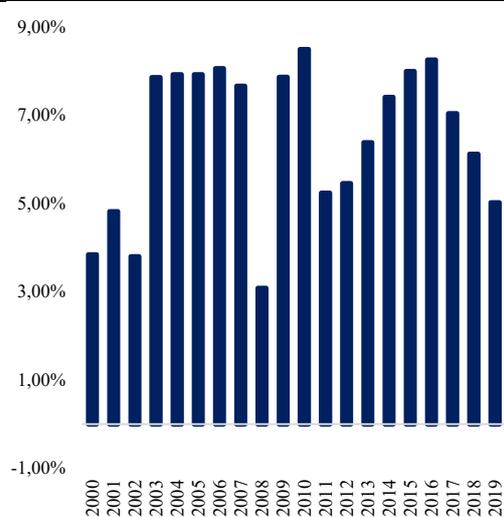
Uma quarta questão refere-se à manutenção da pressão por uma maior liberalização e menor participação do Estado e, para que esse reduza sua atuação, o que contradiz a situação do país em termos de pobreza e de diversidades. A pressão então, é pelo aprofundamento da liberalização, e pela menor participação do Estado.

No que se refere à dinâmica do crescimento, a Índia tem conseguido resistir e manteve sua dinâmica positiva, tanto na primeira fase da expansão da liquidez mundial, quanto posteriormente à crise dos *subprimes* conforme gráfico 40. Destaca-se que há um menor crescimento caem um pouco em 2011 e 2012, como também depois de 2017. No entanto, os níveis de crescimento estão acima da média mundial e, tanto a China quanto a Índia são considerados casos particulares no mundo em uma época pós 2008, em que as taxas de crescimento dos países estão mais baixas (UNCTAD, 2017).

De qualquer forma, a Índia continua sendo um país periférico, tanto por conta de sua baixa renda média, quanto por sua moeda subordinada e sistema financeiro limitado, quanto por sua articulação subordinada à dinâmica financeira mundial (como veremos) e a seus limites de avanço de seus resultados de Transações Correntes, mesmo considerando o perfil de sua exportação articulada a atividades de alta tecnologia.

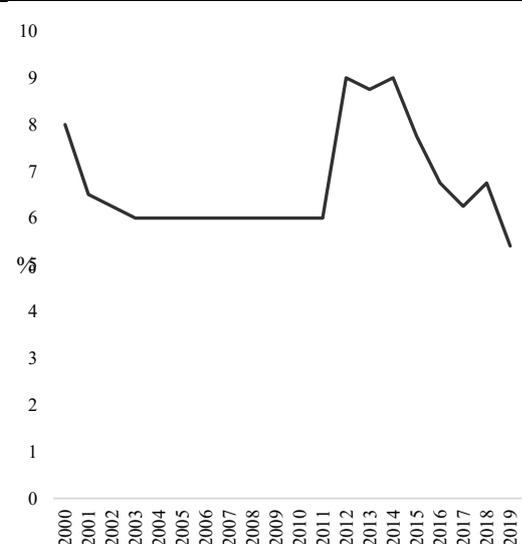
O que se pode observar é que a expansão do primeiro período dos anos 2000, que vai até 2007, ocorre com forte ingresso de capitais articulados à liquidez internacional e à abertura financeira da Índia (fluxos mais detalhados abaixo). O movimento geral do câmbio nessa época foi de valorização, como se observa no gráfico 43, sendo que ocorre também um crescimento das reservas vide gráfico 42, indicando uma ação do Estado para conter a valorização excessiva e gerando impactos de dívida pública, assim como no Brasil e também na Rússia.

Gráfico 40: Índia: Taxa de crescimento do PIB real – dados anuais em %.



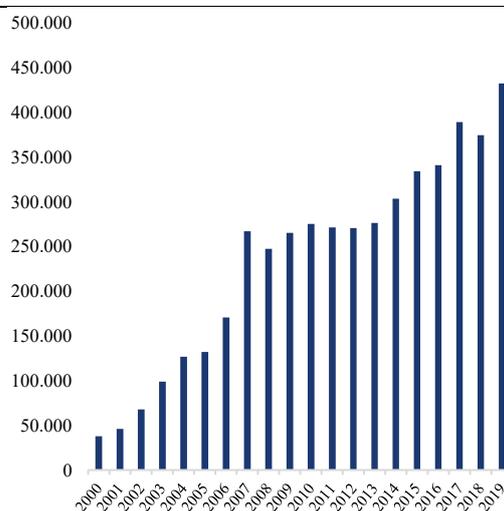
Fonte: IMF e Banco Mundial.

Gráfico 41: Índia: Taxa de juros imediata, *Call Money*, Taxa Interbancária (porcentagem ao ano).



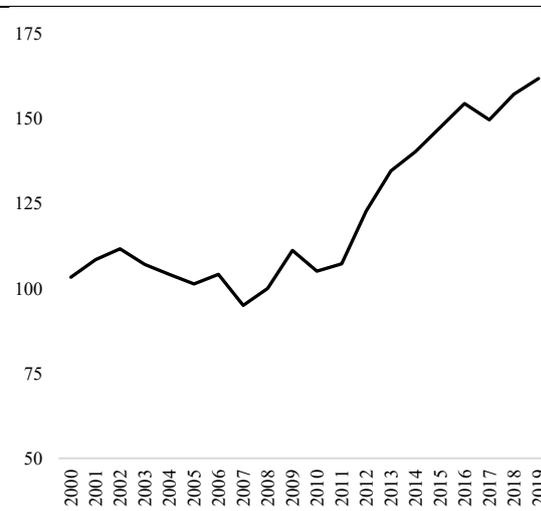
Fonte: OCDE.

Gráfico 42: Índia: Reservas totais exceto ouro, em US\$ milhões e em relação ao PIB.



Fonte: IMF e Banco Mundial.

Gráfico 43: Índia: Moeda Nacional por dólar norte-americano, média anual (Número-Índice, 2008=100).



Fonte: IMF.

Depois da reversão observada pela crise dos *subprimes*, conforme já destacamos, há uma retomada do crescimento. Porém, depois de 2010, o movimento do câmbio passa a ser o

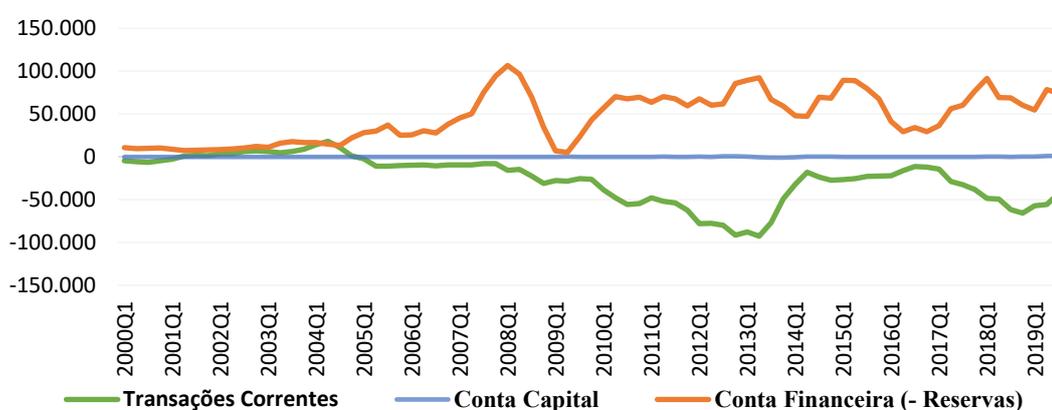
de desvalorização, sendo que, especificamente em 2010, isso tem a ver com a crise do sistema bancário indiano aí observada. Isto posto, pelo gráfico 44, verificamos o comportamento das contas de “Transações Correntes” e “Financeira”.

A dinâmica da Conta Corrente passa a apresentar valores negativos a partir de 2005, e essa dinâmica se aprofunda depois da crise dos *subprimes* e até 2013. Depois disso os resultados negativos melhoram um pouco, mas voltam a piorar em 2017. Isso nos mostra que, assim como no caso do Brasil, mesmo considerando que a dinâmica da Conta Corrente é essencialmente negativa, exige-se o ingresso de recursos pela Conta Financeira.

No caso da Conta Financeira, ocorre uma expansão dos recursos no início dos anos 2000, mas observe-se que, depois de 2004, quando a abertura financeira se aprofunda a expansão é muito mais forte. Nessa fase, o ingresso de recursos é muito superior ao déficit de Transações Correntes, e isso gera um excessivo ingresso de recursos e a expansão das Reservas para controlar o câmbio.

Os fluxos financeiros revertem na crise dos *subprimes*, mas há uma rápida retomada ao final de 2009. Esses fluxos crescem até 2013, conforme a dinâmica da liquidez mundial. Nesse ano, sofrem uma desaceleração por conta da mudança da política monetária norte americana e ocorre depois uma reversão mais profunda entre 2015 e 2016, período em que as taxas de juros dos Estados Unidos sobem.

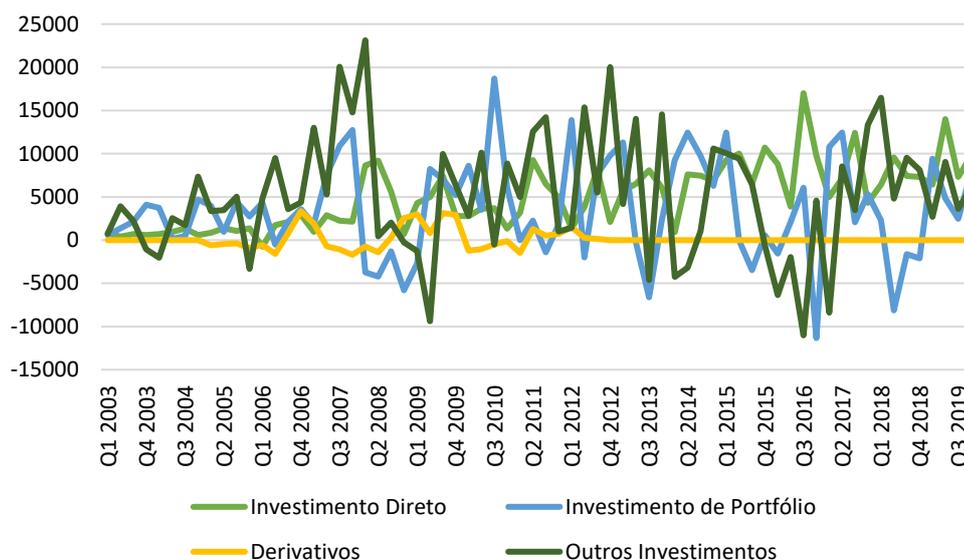
Gráfico 44: Índia: Balanço de Pagamentos e suas subcontas – dados acumulados em quatro trimestres e em US\$ milhões.



Fonte: Souza e Corrêa, 2021.

Observando o movimento das grandes contas componentes da Conta Financeira, vemos, pelo gráfico 45, o forte peso dos Outros Investimentos sobre a Conta Financeira, seguido pelos fluxos de Portfólio e de Investimentos Diretos.

Gráfico 45: Índia: Grandes fluxos componentes da Conta Financeira (em US\$ milhões – dados trimestrais).

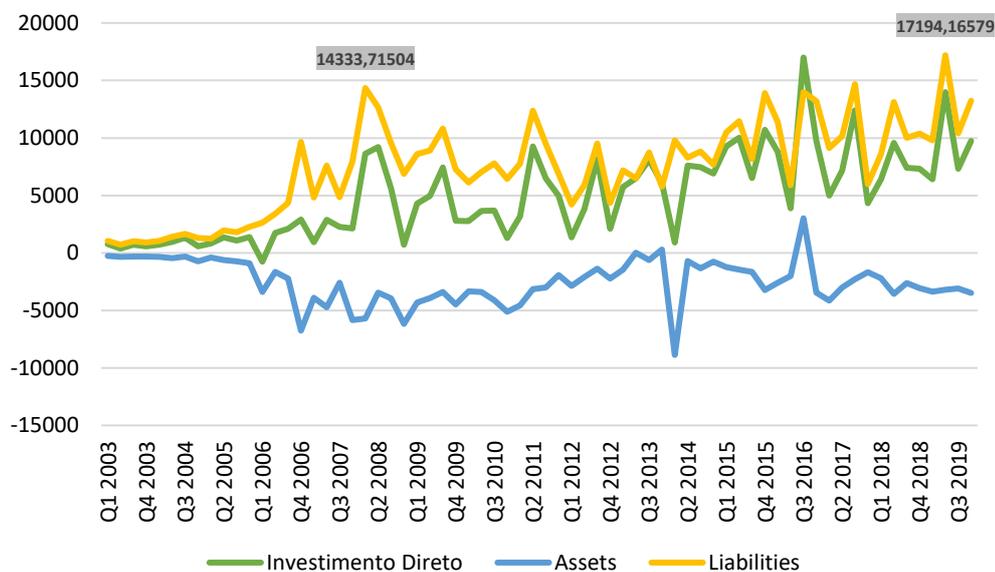


Fonte: *International Financial Statistics*, 2020; Elaboração própria.

Abrindo as grandes contas de ID, IC e OI, é possível entender melhor o movimento das mesmas. O gráfico 46 nos mostra que a conta de Investimentos Diretos é definida essencialmente pelo investimento de estrangeiros (passivos). Observa-se uma importante expansão desses recursos após o aprofundamento da abertura e, especialmente após 2006, quando ocorre uma maior flexibilização para a compra de ações. Como os Investimentos Diretos consideram nessa rubrica a compra de ações acima de 10% de ordinárias, isso afeta diretamente a conta.

Não ocorre grande desaceleração com a crise dos *subprimes*, mas o que parece estar acontecendo é que essa conta está menos relacionada com a liquidez, e relacionada ao fato de que as regulações comprimiam esses fluxos, sendo que há uma trajetória ascendente e contínua.

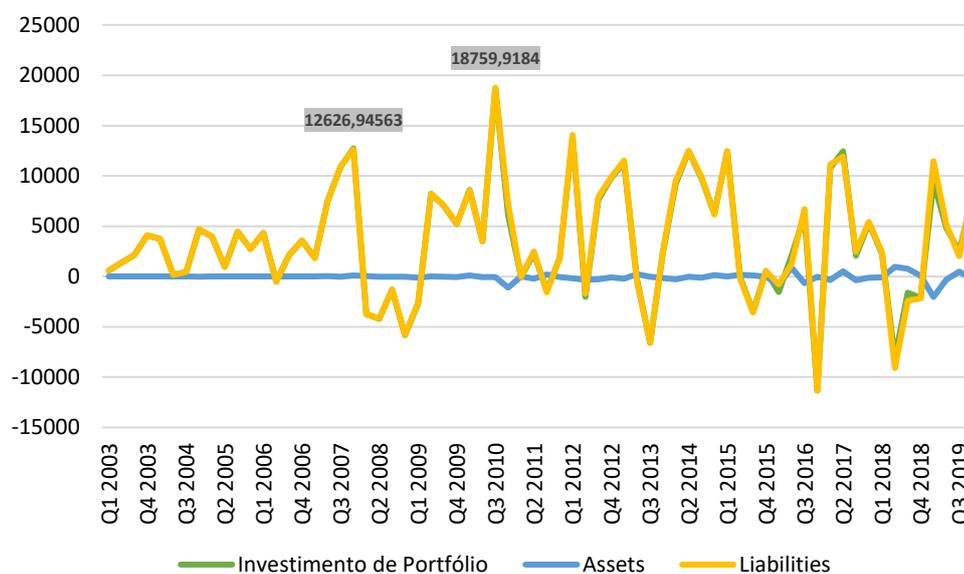
Gráfico 46: Índia: Investimento Direto (ID); ID passivos (*liabilities*) e ID ativos (*assets*) (em US\$ milhões – dados trimestrais).



Fonte: *International Financial Statistics*, 2020; Elaboração própria.

Quanto ao movimento de Portfólio, os fluxos de estrangeiros são praticamente dominantes, inexistindo movimento de residentes. Eles, sozinhos, definem a dinâmica dos fluxos líquidos já citada anteriormente quando observamos o fluxo total de Investimentos em Carteira: observa-se a relação de sua expansão pós 2006 com o aprofundamento da abertura financeira, seguido da desaceleração vinculada à crise dos *subprimes*, seguido de um rápido retorno. Contata-se, ademais, a forte volatilidade desses fluxos, continuamente afetados por acontecimentos conjunturais. Observa-se uma nova reversão em 2013, e novamente nos anos de 2015 e 2016, fatos vinculados à dinâmica da liquidez mundial anteriormente comentados.

Gráfico 47: Índia: Investimento de Portfólio (ou Investimento em Carteira – IC); IC Ativos (*assets*); IC Passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais).

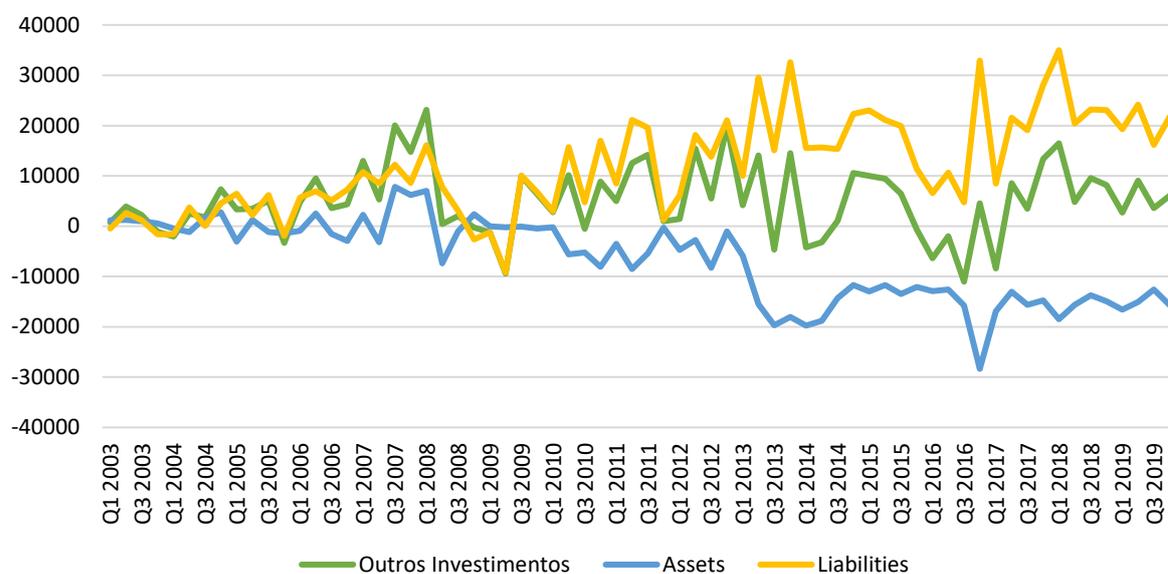


Fonte: *International Financial Statistics*, 2020; Elaboração própria.

Por fim, analisando os movimentos de Outros Investimentos no gráfico 48, os movimentos de estrangeiros afetam a conta líquida depois de 2009, quando começa a ocorrer uma maior saída de recursos, referindo-se a bancos residentes emprestando no exterior. A conta total de OI aparece em valores mais baixos por conta disso. De fato, se observarmos apenas os valores de OI passivos, veremos a expansão inicial até 2007, a reversão durante o aprofundamento da crise dos *subprimes* e o rápido e vigoroso retorno depois de 2009. Apesar dessa conta apresentar volatilidade e movimentos de reversão quando ocorrem os movimentos negativos da liquidez mundial, o que observamos é que, à despeito dessa volatilidade, a conta vai apresentando volumes crescentes de captação, superiores aos observados no primeiro período. Os volumes alcançados e liberados pelos Estrangeiros são bem maiores do que os observados para as contas de IC passivos e da ID passivos.

Como se sabe, a conta de OI ligada aos estrangeiros, refere-se a bancos estrangeiros emprestando para residentes: dentre eles, os próprios bancos que são residentes na Índia. Essa dinâmica reflete as dificuldades do Sistema Financeiro da Índia.

Gráfico 48: Índia: Outros investimentos (OI); OI Ativos (*assets*); OI Passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais).



Fonte: *International Financial Statistics*, 2020; Elaboração própria.

4.1.4 África do Sul

Em 1994, após o fim do *apartheid* e com a eleição de Nelson Mandela, inicia-se a transição da África do Sul para um governo não-racial e as discussões sobre a direção da reestruturação econômica se tornaram recorrentes. Como vimos no capítulo que analisa a liberalização financeira dos países que estamos, estudando o governo eleito, nota-se que esse adota uma agenda de reformas liberais através da introdução do plano GEAR (*Growth, Employment and Redistribution*), e essa visão permanece basicamente até 2002. De 2004 em diante, há um relaxamento na ortodoxia, mas mantém-se a forte abertura comercial e financeira que se implanta na década de 1990.

Dessa forma, ao longo da década de 1990 e até 2004, políticas monetária e fiscal restritivas foram adotadas em conjunto com a liberalização dos fluxos de capitais e a independência do Banco Central, sendo que a construção dessa institucionalidade culmina com a implantação do Regime de Metas de Inflação em 2002.

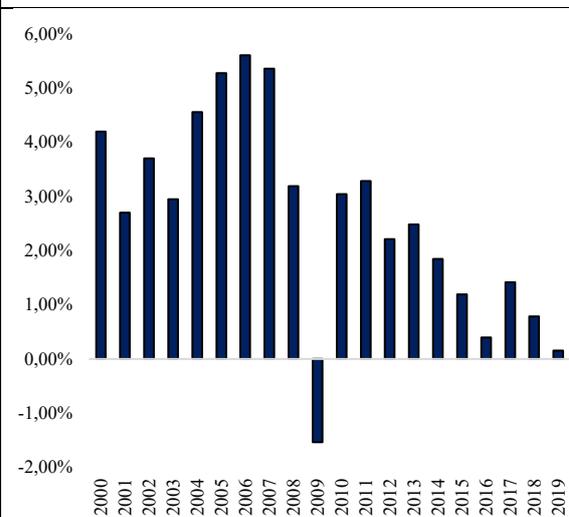
Observa-se, então, que ocorreu um processo conhecido como “rápida globalização” e o interessante é que esse movimento foi voluntário e não exigido pelas agências multilaterais em situação de dificuldades de balanços de pagamentos, como ocorreu em vários países ao longo

da década de 1990. 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. O resultado do processo foi uma taxa de crescimento medíocre e forte perda de empregos. Até o início dos anos 2000 cerca de 500.000 empregos haviam sido perdidos.

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), num período de forte dinâmica internacional, de aumento do preço das commodities e de liquidez internacional. Aí se processou uma importante mudança, sendo que se adotou a expansão dos Gastos Públicos, especialmente em infraestrutura, como também uma política industrial indutiva (*National Industrial Policy Framework – NIPF*), na medida em que o diagnóstico era o de que o investimento era a alavanca fundamental para o crescimento econômico.

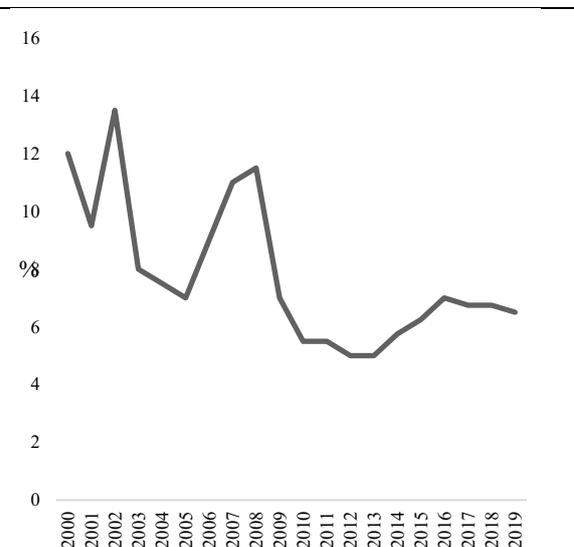
Dessa forma, na fase que incorpora o início dos anos 2000, observamos uma importante expansão da economia sul-africana conforme gráfico 49, com ampliação do investimento e do consumo. Também é uma fase de forte entrada de capitais, fato já comentado anteriormente, sendo que iremos detalhar a questão do perfil da conta financeira logo mais à frente. O forte ingresso de capitais provoca pressões sobre o câmbio e o movimento da Autoridade Monetária é o de comprar o excesso de divisa ingressante, assim como nos demais países aqui estudados. O resultado é o aumento das reservas internacionais vide gráfico 51, com pressões sobre a dívida pública e de valorização do câmbio conforme o gráfico 52.

Gráfico 49: África do Sul: taxa de crescimento do PIB real – dados anuais em %.



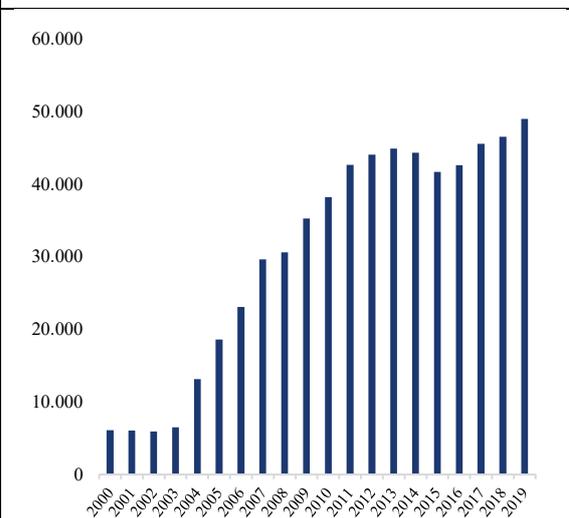
Fonte: IMF e Banco Mundial.

Gráfico 50: África do Sul: Taxa de juros imediata, Call Money, Taxa Interbancária (porcentagem ao ano).



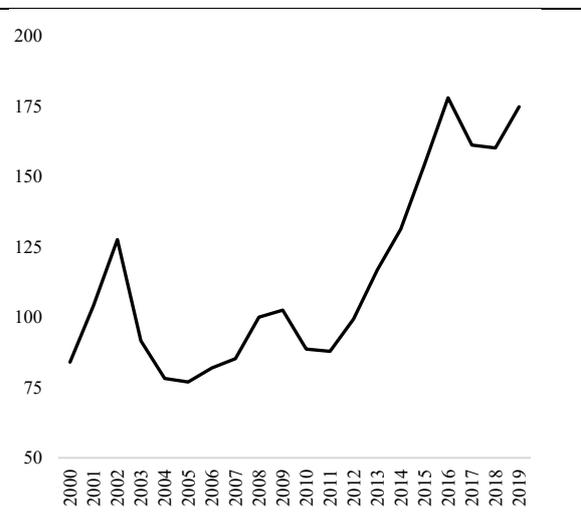
Fonte: OCDE.

Gráfico 51: África do Sul: Reservas totais exceto ouro, em US\$ milhões e em relação ao PIB.



Fonte: IMF e Banco Mundial.

Gráfico 52: África do Sul: Moeda Nacional por dólar norte-americano, média anual (Número-Índice, 2008=100).



Fonte: IMF.

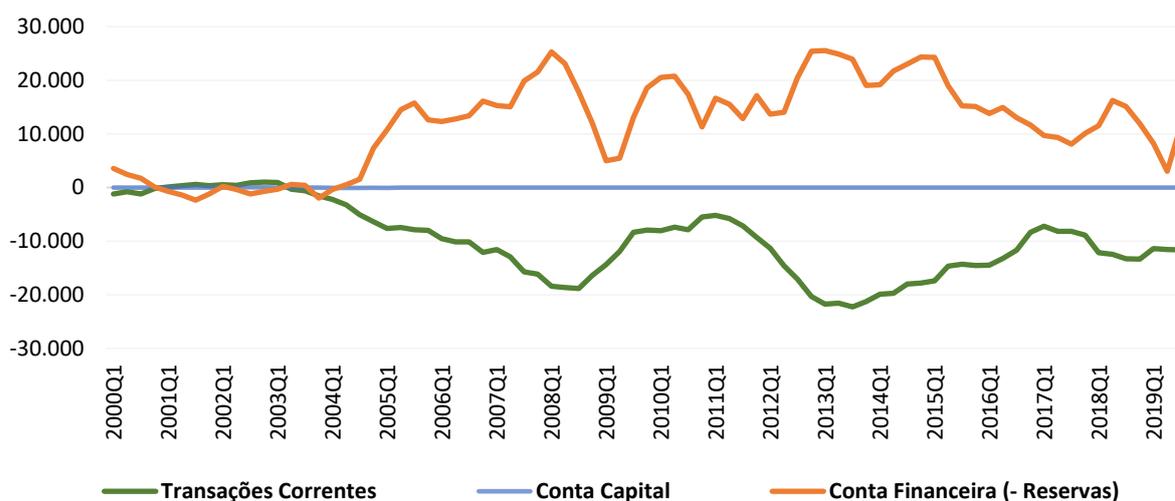
Na crise dos *supbrimes*, há uma desaceleração e é importante comentar que o Governo sul-africano, apesar de adotar o regime de Metas de Inflação, efetua uma política de redução

das taxas de juros, que é um elemento adicional para a retomada do crescimento após o final de 2009. O período posterior à crise dos *subprimes* apresenta taxas de crescimento menores, fato que se observa em diversos países periféricos, impactados com a menor dinâmica do comércio e também com a instabilidade dos preços das commodities.

A menor dinâmica do comércio, bem como uma entrada de capitais menos forte, gera um movimento de valorização do câmbio pós-2013, sendo a mesma dinâmica que ocorre para todos os países analisados. Por sua vez, isso tem pressões inflacionárias, contrarrestadas pelo aumento paulatino da taxa de juros conforme apresentado no gráfico 50.

A observação das grandes contas do Balanço de Pagamentos nos mostra o seguinte:

Gráfico 53: África do Sul: Balanço de Pagamentos – dados acumulados em quatro trimestres e em US\$ milhões.



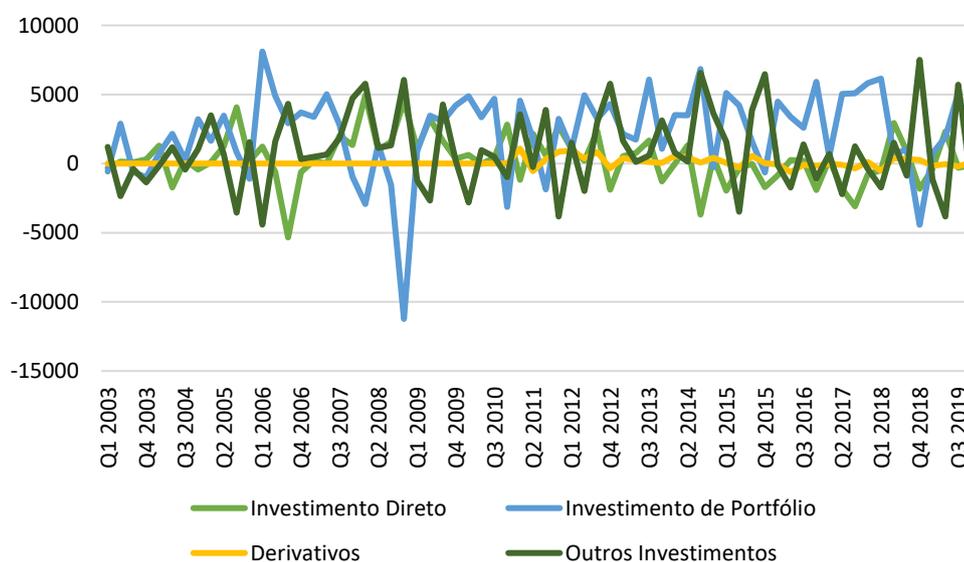
Fonte: Souza e Corrêa, 2021.

No caso da economia da África do Sul, observamos que o forte ingresso de capitais se dá mais fortemente após 2004, ainda que o processo de abertura tenha se iniciado na década de 1990. O salto das reservas internacionais em 2004 nos mostra esse movimento. Depois disso, a Conta Financeira apresenta uma importante expansão até 2007 e sofre desaceleração na crise dos *subprimes*. O comentário importante é o de que esses fluxos não ficam negativos, e retomam no final de 2009, expandindo-se até 2013 e alcançando volumes semelhantes aos da primeira fase. Se considerarmos o volume médio anual, do interregno 2009 a 2013, os valores

são maiores do que os da primeira fase. Depois de 2013, os volumes são menores, o que está de acordo com as explicações da periodização que construímos anteriormente.

Paralelamente, note-se o resultado continuamente negativo de Transações Correntes. À despeito da dinâmica positiva das *commodities* no início dos anos 2000, o interregno 2004-2007 apresenta uma piora da conta de Transações correntes, muito por conta do aumento das importações em situação de crescimento. Esse mesmo movimento ocorre nos momentos de maior crescimento e é relaxado nos momentos de desaceleração.

Gráfico 54: África do Sul: Grandes fluxos componentes da Conta Financeira (em US\$ milhões – dados trimestrais).

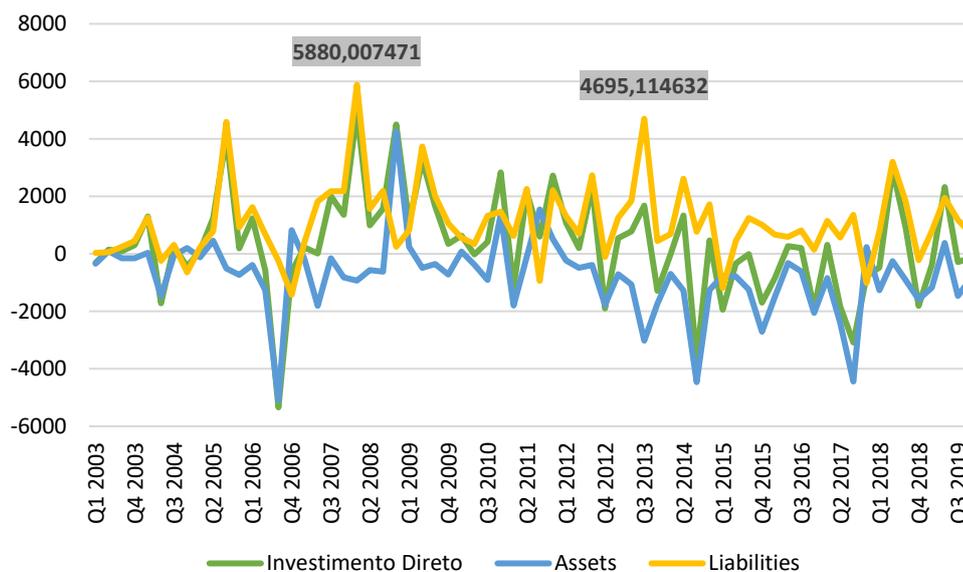


Fonte: *International Financial Statistics*, 2020; Elaboração própria.

Ao abrir os dados da Conta Financeira no gráfico 54, já é possível observar que o forte crescimento observado entre 2004 e 2007 refere-se à expansão dos Investimentos em Carteira, assim como a queda ocorrida quando a crise dos *subprimes* se aprofunda. Nota-se, paralelamente, que os fluxos de Investimentos Diretos e Outros Investimentos permanecem inicialmente positivos até meados de 2009, só caindo no final desse ano. Outra constatação é a volatilidade de todos os fluxos e o fato de que os Investimentos em Carteira são os mais relevantes em termos de volume, dentre todos. São seguidos pelos Outros Investimentos e, em último lugar, vêm os Investimentos Diretos.

No entanto, a compreensão desses movimentos pode ser mais acurada se abrirmos cada uma das contas e observarmos os movimentos de residentes (ativos) e estrangeiros (passivos). É o que faremos a seguir.

Gráfico 55: África do Sul: Investimento Direto (ID); ID ativos (*assets*); ID passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais)



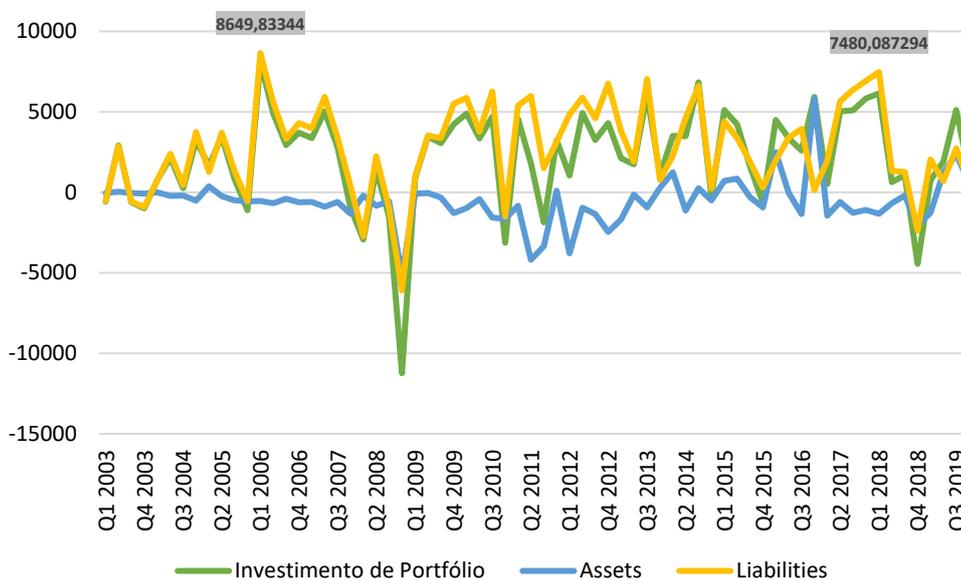
Fonte: *International Financial Statistics*, 2020; Elaboração própria.

Os fluxos de Investimentos Diretos apresentam movimentos importantes de Residentes e de Estrangeiros, o que torna o resultado líquido da conta menor, especialmente depois de 2012, quando a saída de Investimentos Diretos de residentes se aprofunda. Quanto aos Investimentos Diretos de estrangeiros, eles apresentam um ingresso importante até 2007. Um comentário interessante é o de que, na primeira fase da expansão dos Investimentos Diretos, boa parte desses fluxos que ingressaram referiam-se a 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 ingressantes (BARBOSA, TEPASSÊ; 2009). Depois de 2009 o ingresso de IDs de Estrangeiros retorna, de forma volátil até 2013 e depois daí desacelera. Apenas depois de 2016 vemos alguma recuperação.

Quanto aos Investimentos em Carteira, o gráfico 56 nos mostra que eles são determinados essencialmente pelo fluxo de Estrangeiros, enquanto que o fluxo de Residentes é baixo e nota-se que são os estrangeiros (passivos) que entram com um volume expressivo de recursos entre 2005 e 2006, sendo que há pouca saída de residentes (ativos). O retorno dos fluxos após 2009 ocorre de forma vigorosa, mantendo-se o forte dinamismo dos fluxos, apesar da volatilidade. O período 2015 e início de 2016 apresenta volumes mais baixos, sendo que nessa fase observamos uma desaceleração de vários fluxos em diferentes países, refletindo o aumento das taxas de juros norte americana e a reestruturação de portfólio que isso provocou. Depois disso houve uma queda nos fluxos.

Quanto à análise da atração dos fluxos de Investimentos em Carteira de Estrangeiros, nosso comentário é que ele apresenta forte movimento, sendo que se confirma o fato de que os volumes dirigidos pelos estrangeiros são maiores aqui do que nos Investimentos Diretos. A análise sobre o PIB e com dados anuais que apresentaremos na próxima seção nos mostrará isso com maior clareza.

Gráfico 56: África do Sul: Investimento de portfólio (ou Investimento em Carteira IC); IC Ativos (*assets*) e IC Passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais).

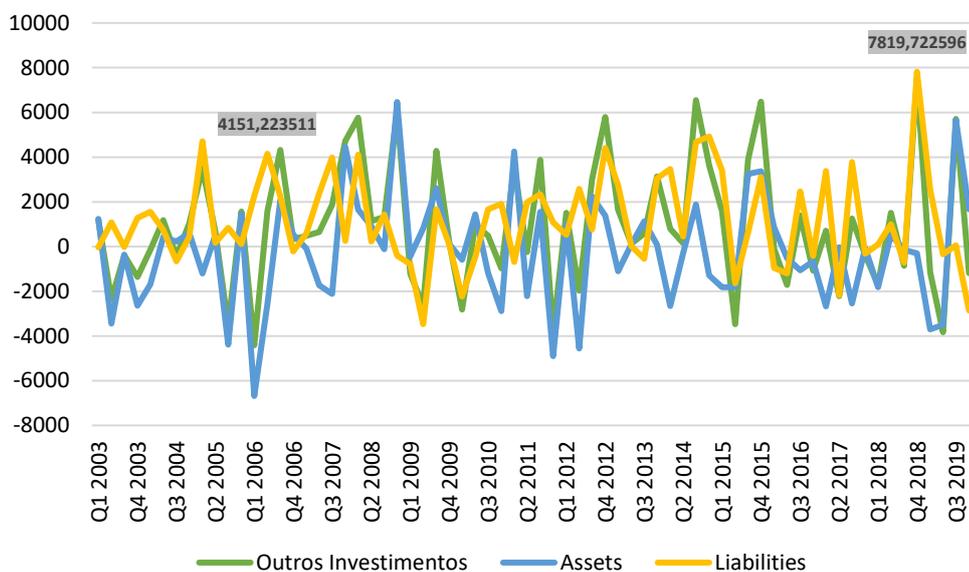


Fonte: *International Financial Statistics*, 2020; Elaboração própria.

Por fim, quanto a conta de Outros Investimentos, notamos que tanto ativos quanto passivos são relevantes para explicar a conta líquida. No caso dos estrangeiros, ocorre o movimento de ingresso de recursos durante os anos 2000 e são observados momentos de reversão dos empréstimos bancários durante o aprofundamento da crise dos *subprimes* e depois, entre 2014 e 2017. Aliás, essa fase é problemática para os empréstimos bancários de estrangeiros em todos os países.

De outro lado, vemos que os fluxos de residentes apresentam fortes movimentos de saída. Isso, por um lado indica que o país está credor com o exterior, ensejando futuros recebimentos de juros. Mas, por outro lado, provoca movimentos de compra de divisas, que pode ser problemático em momentos de instabilidade. O interessante é notar que isso não está ocorrendo no caso da África do Sul. Os momentos de instabilidade no fluxo de estrangeiros não são os mesmos que o momento que está ocorrendo uma maior saída de residentes. Ainda assim, é preciso observar a face perversa da abertura para o país, tanto no que concerne ao movimento de estrangeiros, quanto de residentes. O comentário adicional é o de que os volumes de captação trimestral dos Outros Investimentos têm sido maiores do que o dos Investimentos Diretos.

Gráfico 57: África do Sul: Outros Investimentos (OI). OI ativos (*assets*); OI passivos (*liabilities*) (em US\$ milhões – dados trimestrais).



Fonte: *International Financial Statistics*, 2020; Elaboração própria.

4.2 Análise comparativa dos fluxos componentes da Conta Financeira para o Brasil, Rússia, Índia e África do Sul

Conforme destacado, nessa parte da análise consideraremos os dados das contas relativas a fluxos de estrangeiros dirigidos ao país analisado: IDP, ICP e OIP, sendo todos em relação ao PIB. Os dados serão apresentados em bases trimestrais, acumulados em 12 meses, pois aqui queremos ver mais especificamente a tendência dos fluxos para a comparação que será efetuada. Também apresentaremos os dados em volume, considerando US\$ milhões, sendo também interessante tecer algumas comparações usando a grandeza absoluta. Efetuaremos a análise para cada uma das grandes contas de estrangeiros (passivos), mencionadas acima. Essa análise que apresentamos está baseada em Souza e Corrêa (2021), sendo que a consideramos elucidativa pra fechar o capítulo.

Gráfico 58: Brasil: Investimento Direto Passivo – dados trim. Ac. em quatro trim. em US\$ milhões e em % do PIB.

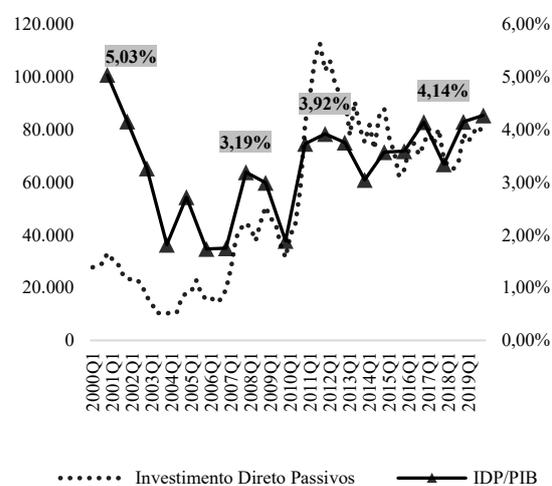


Gráfico 59: África do Sul: Investimento Direto Passivo – dados trim. Ac. em quatro trim. em US\$ milhões e em % do PIB.

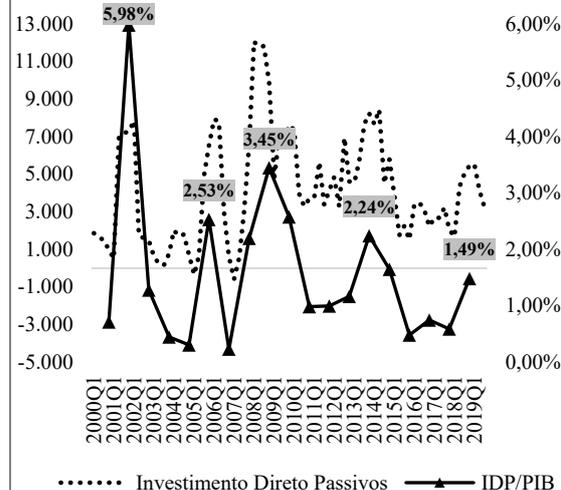


Gráfico 60: Índia: Investimento Direto Passivo – dados trim. Ac. em quatro trim. em US\$ milhões e em % do PIB.

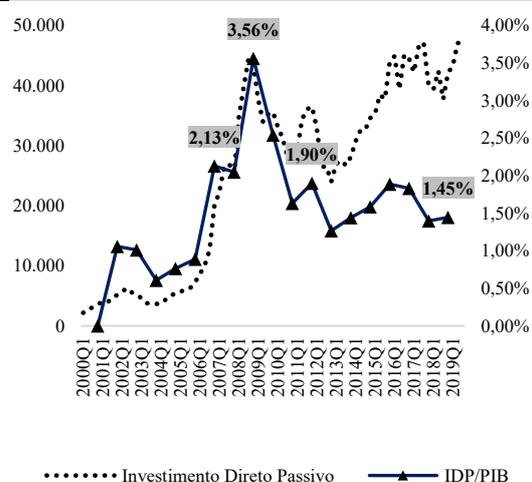
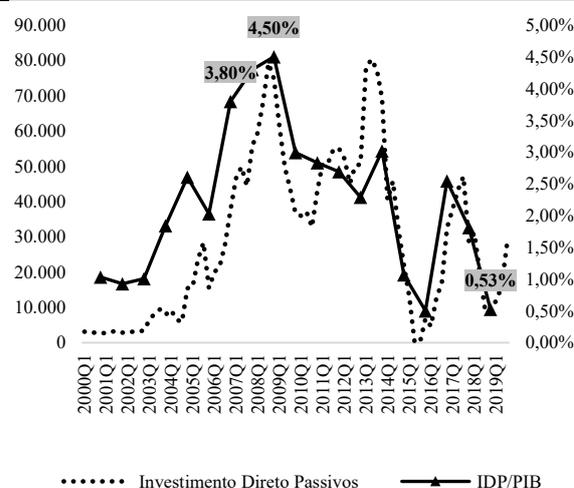


Gráfico 61: Rússia: Investimento Direto Passivo – dados trim. Ac. em quatro trim. em US\$ milhões e em % do PIB.



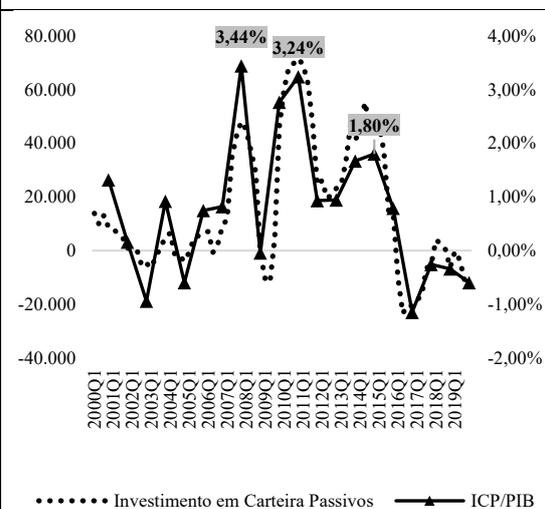
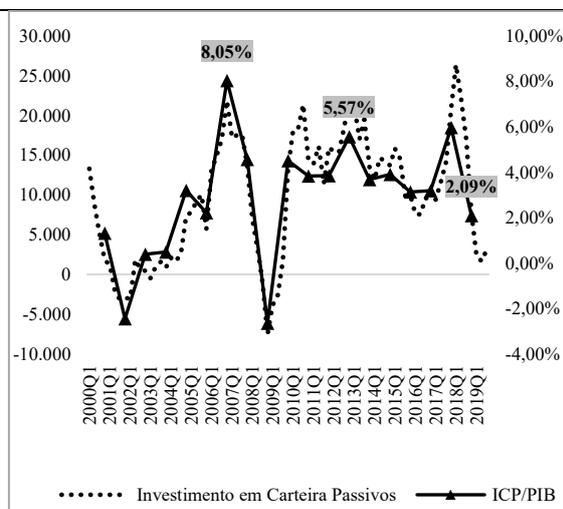
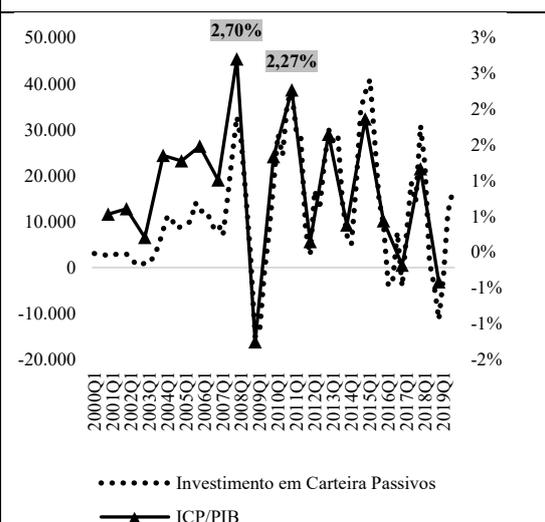
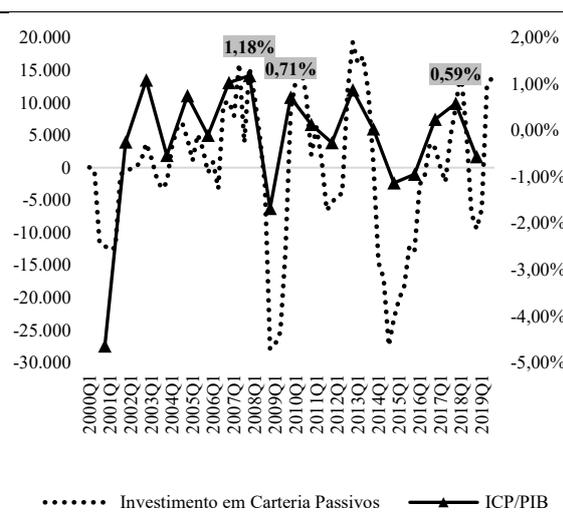
Fonte: Souza e Corrêa, 2021.

No caso dos Investimentos Diretos, consideramos os gráficos 58 a 61 levando em conta o período, que se inicia em 2002 e vai até 2007, referente à expansão da liquidez mundial, e

vemos a expansão dos Investimentos Diretos Passivos (IDP) no Brasil, sendo que a relação IDP/PIB chega a 3%. Para a Índia, no mesmo período, os níveis chegam a 3,56% do PIB e, para a Rússia, a 4,5% do PIB. Ou seja; vemos que todos os primeiros três países são grandes captadores de IDP líquidos nessa fase, em que já tinham implantado seus processos de abertura financeira, sendo que os ingressos de IDP se fazem em níveis de participação semelhantes em comparação ao tamanho de cada uma das economias. A África do Sul, que tem uma economia substancialmente menor do que a dos demais, também expande as suas captações de Investimentos Diretos, mas em valores muito menores e a mesma chega ao nível de 2,53% do PIB.

Todos os países sofrem uma desaceleração desses fluxos com a crise dos *subprimes*, conforme já comentado anteriormente e, considerando a retomada desses fluxos depois de 2009 e que vai até 2013, vemos que no Brasil os níveis alcançados do IDP vão apresentar um volume de recursos superior ao período anterior, o que ocorre também com a Rússia. Os níveis de participação do IDP/PIB do Brasil chegam a 3,9%, da Rússia a 4,5%. Já nos casos da Índia e da África do Sul, a retomada pós 2009 não é tão virtuosa e a participação do IDP/PIB cai. Um comentário importante é o de que, em termos de volume, até o ano de 2014, os volumes captados entre Brasil e Rússia apresentam patamares semelhantes, enquanto que a Índia apresenta uma captação mais baixa em volume depois de 2009.

Depois de 2013, no caso do Brasil, o patamar da relação IDP/PIB permanece no nível de 4%: ocorre uma desaceleração dos IDPs, ao mesmo tempo em que se observa uma desaceleração da economia. Já para a Índia, a relação IDP/PIB cai para o nível de 1,5%, indicando que a trajetória da economia passa a ser mais dinâmica do que a captação líquida de IDPs. A África do Sul também passa a apresentar um nível de IDP/PIB de 1,5% e a Rússia apresenta uma perda expressiva desses investimentos, de forma que seu nível de IDP/PIB cai para menos de 1%. Os volumes captados pela Rússia passaram a ser menos da metade dos valores captado pelo Brasil.

Gráfico 62: Brasil: ICP – dados acum. em quatro trim. em US\$ milhões e % do PIB.**Gráfico 63:** África do Sul: ICP – dados acum. em quatro trim. em US\$ milhões e % do PIB.**Gráfico 64:** Índia: ICP – dados acum. em quatro trim. em US\$ milhões e % do PIB.**Gráfico 65:** Rússia: ICP – dados acum. em quatro trim. em US\$ milhões e % do PIB.

Fonte Souza e Corrêa, 2021.

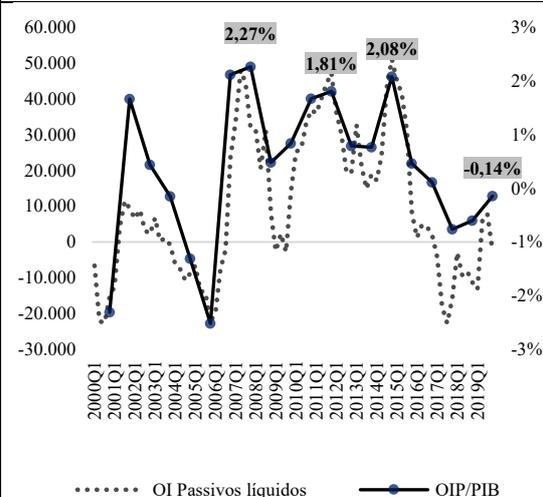
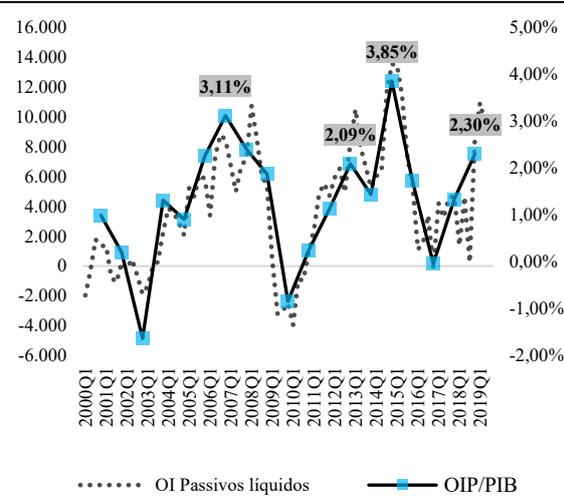
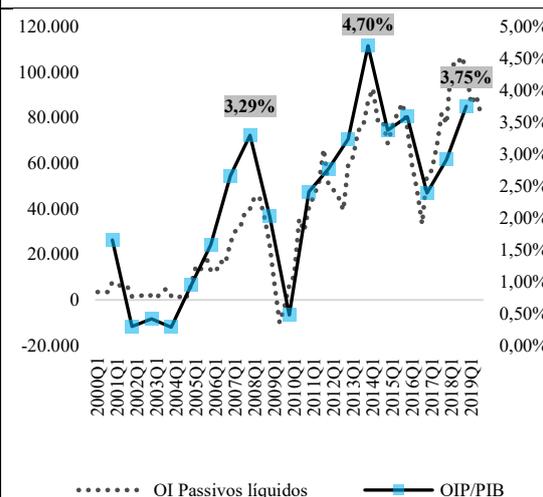
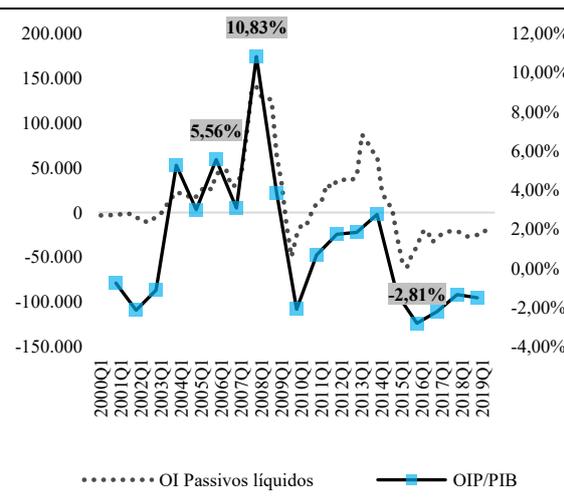
Ou seja; aqui é possível destacar o grande direcionamento relativo de recursos de IDP para o Brasil. Se até 2012 a relação IDP/PIB era semelhante para todos os países, depois disso ocorreu uma divergência de comportamento, sendo que em todos os países houve perda profunda nessa relação, contrariamente ao que ocorreu com o caso do Brasil.

A próxima análise refere-se à captação líquida de ICP, sendo que os 61 a 64 são os que comentaremos. É possível observar que Brasil, Índia e África do Sul são os países que

apresentam os maiores níveis de ICP/PIB, sendo observada uma forte expansão até 2007. No caso do Brasil chega a 3,44% do PIB, para a Índia chega a 2,7% e para a África do Sul a 8,05%. Já no caso da Rússia, o maior nível alcançado entre 2003 e 2007 é o de são os de 1,18%. Considerando os dados acumulados em 4 trimestres, para todos os países, a retomada de ICP depois de 2009 e até 2013 é vigorosa e os volumes chegam a valores superiores ao observado na primeira fase. A única exceção é a África do Sul, que também teve uma recuperação considerável de captação de ICP, mas os valores da primeira fase foram maiores.

De outra parte, depois de 2013 há forte volatilidade desses fluxos, conforme já comentamos na primeira parte do capítulo, havendo uma tendência de queda de valores para os países que analisamos. Para o caso de todos, a captação de ICP cai para níveis abaixo de 1,2% do PIB, com exceção da África do Sul, em que fica em 2% do PIB. Mais uma vez, é importante destacar que os volumes líquidos de ICP captados pela Índia são menores do que os do Brasil, a não ser no período pós 2016, quando esses fluxos caem profundamente para esse último país. No caso da Rússia, os volumes dos Investimentos em Carteira são substancialmente menores do que o observado para o Brasil e a Índia, sendo que se apresenta uma desaceleração profunda quando do Conflito da Criméia. De qualquer forma, a tendência geral é da forte expansão do ICP depois da crise dos *subprimes* e até 2013, com um menor dinamismo posterior.

No caso dos fluxos de OIP, o Brasil experimenta a fortíssima expansão no primeiro período de liquidez, com um grande salto em 2006 e 2007, chegando aí ao nível de captação de 2,27% do PIB e na África do Sul chega a 3,11%. Na Índia, o peso dos OIP é maior do que aquele que se observa nos dois primeiros países analisados, sendo que na primeira fase de liquidez, eles chegam a 3,29% do PIB em 2007. Na Rússia, os volumes de OIP até 2006 se assemelham aos do Brasil, havendo um salto em 2007, quando eles atingem o patamar de 10,83% do PIB.

Gráfico 66: Brasil: OIP – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões e % do PIB.**Gráfico 67:** África do Sul: OIP – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões e % do PIB.**Gráfico 68:** Índia: OIP – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões e % do PIB.**Gráfico 69:** Rússia: OIP – dados acumulados em quatro trimestrais e em US\$ milhões e % do PIB.

Fonte: Corrêa e Souza, 2021.

Depois da crise dos *subprimes*, em que se apresenta uma retração de OIP para todos os países, a retomada para os casos do Brasil e da África do Sul se dá de forma importante, mas em patamares inferiores ao do período anterior. A Índia é o único país dentre os 4 em que a retomada de OIP é mais forte do que a expansão do primeiro período.

A última fase pós 2013 apresenta forte volatilidade. Para todos os países, ocorre uma forte desaceleração da captação de OIP entre 2015 e 2017, sendo que, no caso da Rússia, isso começou a ocorrer em 2014.

De forma geral, o Brasil e África do Sul priorizaram menos a captação via OIP em comparação às demais captações. Na Índia, a captação de OIP foi a de maior peso entre as demais (IDP e ICP) e a Rússia apresentou essa performance até a crise dos *subprimes*. O Brasil, por outro lado, é o que apresenta maior dinamismo na captação de Investimentos Diretos, se considerarmos o período como um todo, seguido pelo de Investimentos em Carteira.

CONCLUSÃO

Conforme apresentado no início desse trabalho, os países possuem uma série de diferenças em suas estruturas econômicas e isso impacta, conseqüentemente, em diferentes níveis de aceitação de suas moedas no sistema internacional. A partir do conceito de hierarquia das moedas, é possível inferir que um país pode maximizar o grau de aceitação de sua moeda a depender de fatores como sua integração com o sistema internacional, participação no comércio e em contratos financeiros, e também da dimensão de poder geopolítico exercido pelo mesmo.

Os fluxos se comportam, resumidamente, de duas formas: quando há a expansão da liquidez, há um maior “apetite pelo risco” e, portanto, os capitais são direcionados com maior intensidade para os países periféricos; por outro lado, quando há uma retração da liquidez, ocorre uma fuga desses capitais e são direcionados para países com condições mais estáveis, que são os países classificados nesse trabalho como centrais.

A periodicidade da liquidez, apresentada em diversas etapas nesse trabalho, apresentou a ideia de movimento dos fluxos de capitais analisados. Sendo assim, com base em toda a análise teórica e prática realizada, considerando a periodicidade e como se deu o direcionamento dos fluxos financeiros ao longo do início do século XXI e com base na conta financeira dos BRICS, é possível afirmar que a hipótese é verdadeira, ou seja, os fluxos de capitais foram fortemente condicionados pela dinâmica econômica dos países centrais e, conseqüentemente, de suas políticas monetárias, o que foi evidenciado a partir da análise detalhada dos fluxos da Conta Financeira ao considerar a periodicidade da liquidez mundial.

Isso porque, considerando o peso da hierarquia monetária internacional nas relações comerciais e financeiras entre os países, tais políticas interferiram, de fato, nas decisões dos investidores. A crise dos *subprimes* é uma evidência forte de que os fluxos são influenciados pela dinâmica dos países centrais, uma vez que, durante a crise, houve uma queda intensa nas contas analisadas, mas também um redirecionamento dos capitais para os países centrais em busca de uma maior liquidez em um primeiro momento.

Outro exemplo relevante capaz de evidenciar o impacto das políticas dos países centrais sobre os movimentos dos fluxos de capitais foi a elevação da taxa de juros dos EUA no ano de 2015, quando houve uma fuga de capital nos quatro países considerando a política de quantitativismo e a fuga pela qualidade: quanto maior for a taxa de juros, maior a crença de que

a mesma será reduzida em um momento futuro, e maior a quantidade de investimentos no momento presente.

Os quatro países analisados nesse trabalho passaram por períodos de liberalização econômica, principalmente a partir dos anos 1990, assim como também houve um desenvolvimento dos fluxos nos mercados de capitais diante dos processos de securitização e mais investimentos nas subcontas de Investimento Direto e Investimento em Carteira, com o objetivo de se garantir uma adequação às transformações econômicas mundiais do momento e garantir um espaço maior e mais sólido na comunidade econômica internacional, fazendo com que, a partir dos anos 2000, houvesse um maior direcionamento dos capitais em direção aos países periféricos diante da expansão da liquidez internacional.

A industrialização também é um ponto-chave nesse debate: isso porque, dos quatro países analisados, a Índia é o país com maior nível de industrialização, e isso se reflete em uma série de indicadores. Os volumes das subcontas analisadas são positivos e crescentes, em sua maioria, o que confere à Índia uma maior estabilidade nos fluxos e uma taxa de crescimento elevada, uma vez que a industrialização confere uma maior proteção aos choques externos diante dos ciclos de liquidez econômica internacional. A quantidade elevada de capitais nos fluxos de passivos nas subcontas indianas analisadas mostra que há um investimento de estrangeiros na Índia, o que infere em uma certa confiabilidade dos investidores estrangeiros em apostar seu capital no território indiano.

Ao analisarmos a Conta Financeira, verificamos momentos de expansão e retração em todos os países e em todas as contas.

Na análise do Brasil, é possível inferir que todas as subcontas têm relevância no Balanço de Pagamentos, com grande volatilidade nos Investimentos em Carteira e Outros Investimentos, porém há um volume maior apresentado na subconta de Investimento Direto, que é influenciada fortemente pelos fluxos de passivos (ou seja, estrangeiros investindo no território nacional) e, mesmo durante períodos de desaceleração econômica, essa subconta manteve fluxos relevantes para a Conta Financeira brasileira.

A Rússia, por sua vez, apresenta volumes mais altos em Outros Investimentos, tendo em vista que o país capta grande parte de seus investimentos a partir de empréstimos bancários, assim como a Índia, porém, diferentemente da Rússia, a subconta de Investimentos em Carteira

tem um peso ainda maior, com forte influência dos investimentos vindos de estrangeiros, apresentando também uma alta volatilidade nos fluxos analisados.

Por fim, a África do Sul tem como mais relevante a subconta de Investimentos em Carteira, apresentando uma entrada de capitais vindos de estrangeiros em um nível positivo e na faixa de US\$ 5 bilhões. A subconta de Investimento Direto tinha uma relevância maior no início dos anos 2000, mas seu resultado líquido foi ficando com resultados inferiores ao dos Investimentos em Carteira diante da modernização do sistema financeiro sul-africano.

É importante considerar que houve um aumento de volume em praticamente todos os indicadores analisados se compararmos o início de 2003 e o final de 2019, o que mostra um desenvolvimento econômico alcançado pelos países periféricos durante as duas primeiras décadas do novo milênio e representando novamente a potencialidade econômica dos países analisados na comunidade internacional como um todo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BAUMANN, R. **O Brasil e os demais BRICs: comércio e política**. 2010. Disponível em: <<https://repositorio.cepal.org/handle/11362/1396>>. Acesso em: 21 fev. 2020;

BBC. **Mapa do investimento chinês na África revela destino de US\$ 75 bi**. 2013. Disponível em: <https://www.bbc.com/portuguese/noticias/2013/04/130430_china_africa_ru>. Acesso em: 10 ago. 2020;

BIANCARELI, A. M. A Globalização Financeira e os Países em Desenvolvimento: em busca de uma visão crítica, **Trabalho apresentado no I Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira**, 2008;

BIANCARELLI, A. M. A Era Lula e sua questão econômica principal: crescimento, mercado interno e distribuição de renda. **Revista de Estudos Brasileiros**, Brasil, n. 58, p. 263-288, 2014;

BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. **Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade**. 2002. Disponível em: <<http://bresserpereira.org.br/view.asp?cod=778>>. Acesso em: 21 mai. 2020;

CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX**. São Paulo: Editora Unesp/IE. Unicamp, 2002;

CARNEIRO, R. Globalização financeira e inserção periférica. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 8, n. 2 (13), p. 57-92, dezembro, 1999;

CEIC DATA. **Índia Balança Comercial**. 2020. Disponível em: <<https://www.ceicdata.com/pt/indicator/india/trade-balance>>. Acesso em: 14 ago. 2020;

CEIC DATA. **Rússia Balança Comercial**. 2020. Disponível em: <<https://www.ceicdata.com/pt/indicator/russia/trade-balance>>. Acesso em: 14 ago. 2020;

CHESNAIS, F. **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1999;

CHICK, V. **A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança do investimento e dos juros**. Porto Alegre: Ensaio FEE, v. 15, n. 1, p. 9-23, 1994;

CONFERÊNCIA DAS NAÇÕES UNIDAS SOBRE COMÉRCIO E DESENVOLVIMENTO (UNCTAD). **Trade and Development Report 2018: power, platforms and the free trade delusion**. 2018. Disponível em: <https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdr2018_en.pdf>. Acesso em: 03 dez. 2019;

CORRÊA, V. P.; PEREIRA, V. P. **Hierarquia das moedas e fluxos de capitais para países periféricos: a vulnerabilidade dessa equação considerando o período pós 2008. O Futuro do Desenvolvimento - Ensaio em Homenagem a Luciano Coutinho**. Campinas, SP: Unicamp 2016 [2015];

CORRÊA, V. P.; PEREIRA, V. D. P. **Hierarquia das moedas e fluxos de capitais para países periféricos: a vulnerabilidade dessa equação no período pós-2008.** In: LASTRES, M. M. H. ET AL. (orgs). O Futuro do Desenvolvimento. Campinas, São Paulo: IE-Unicamp, p. 113-160, 2016;

CORRÊA, V. P.; XAVIER, C. L. **Modelo de crescimento, dinâmica do balanço de pagamentos e fragilidades.** In: CORRÊA, V. P. (org.) Padrão de acumulação e desenvolvimento brasileiro. São Paulo: Editora Fundação Perseu Abramo, p. 59-117, 2013;

CORRÊA, V. 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, v. 1, p. 1-25, 2006;

COUTINHO, L. G.; BELLUZZO, L. G. M. **Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas.** Economia e Sociedade, Campinas, v. 7, p. 129-154, dezembro, 1996;

DE CONTI, B. M. **Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas.** 2011. Disponível em:
<http://repositorio.unicamp.br/jspui/bitstream/REPOSIP/286360/1/Conti_BrunoMartarellode_D.pdf>. Acesso em: 05 dez. 2019;

DE CONTI, B. M.; PRATES, D. M. & PLIHON, D. **A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos.** Economia e Sociedade, Campinas, v. 23, n. 2 (51), p. 341-372, agosto, 2014;

DE FREITAS, M. C. P.; PRATES, D. M. **Abertura financeira na América Latina: as experiências da Argentina e México.** 1998. Disponível em:
<<https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643158/10707>>. Acesso em: 25 abr. 2020;

DE PAULA, L. F. **Financial Liberalization, Exchange Rate and Economic Performance in BRICs Countries.** 2008. Disponível em:
<https://www.researchgate.net/publication/304601484_Financial_Liberalization_Exchange_Rate_Regime_and_Economic_Performance_in_BRICs_Countries>. Acesso em: 12 jul. 2020;

DE PAULA, L. F. R.; FERRARI FILHO, F. **Liberalização financeira e performance econômica: a experiência recente dos BRIC.** In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 11, 2006, Vitória. Anais... São Paulo: Sociedade Brasileira de Economia Política (SEP), 2006;

DORNBUSCH, R. **Expectation and Exchange Dynamics.** 2002. Disponível em:
<<https://www.mit.edu/~14.54/handouts/dornbusch76.pdf>>. Acesso em: 12 abr. 2020;

GARCIA, R. **A influência do índice de risco-país nas decisões de investimento em condições de instabilidade política e econômica momentânea.** 2007. Disponível em:
<<https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/view/1559>>. Acesso em: 17 abr. 2020;

GIAMBIAGI, F.; MOREIRA, M. M. **A economia brasileira nos anos 90.** 1999. Disponível em:

<https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/2972/1/1999_A%20economia%20brasileira%20nos%20anos%2090_P.pdf>. Acesso em: 12 jul. 2020;

GRIDLOW, R. M. *“Foreign Capital Flows and Economic Policies in South Africa,” South African Journal of Economic and Management Sciences*. 2001. Pgs. 524-541.

GUPTA, P. *Capital Flows and Central Banking: The Indian Experience, World Bank Policy Research Working Paper No. 7569*. 2016. Disponível em: SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=2733907>>. Acesso em: 14 ago. 2020;

KALTENBRUNNER, A.; PAINCEIRA, J. P. *Developing countries’ changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: the brazilian experience. Cambridge Journal of Economics*, v. 39, n. 5, p. 1281-1306, Setembro, 2014;

KALTENBRUNNER, A.; PAINCEIRA, J. P. *Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience. New Political Economy*, v. 23, n. 3, p. 290-313, 2018;

KEYNES J. M. (1982). *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Ed. Atlas;

MAZZIONI, S.; RIGO, V. P.; KLANN, R. C.; DA SILVA JUNIOR, J. C. A. *A relação entre a intangibilidade e o desempenho econômico: estudo com empresas de capital aberto do Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul (BRICS)*. 2014. Disponível em: <<http://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/138>>. Acesso em: 21 fev. 2020;

MEARSCHEIMER, J. J. *The tragedy of great power politics*. 2001. Disponível em: <<https://samuelbhfauredotcom.files.wordpress.com/2015/10/s2-mearsheimer-2001.pdf>>. Acesso em: 12 abr. 2020;

MINISTÉRIO DA ECONOMIA. *Base de dados do Comex Stat*. 2020. Disponível em: <<http://www.mdic.gov.br/index.php/comercio-exterior/estatisticas-de-comercio-exterior/base-de-dados-do-comercio-exterior-brasileiro-arquivos-para-download>>. Acesso em: 14 ago. 2020;

MOHAMED, S. *The impact of international capital flows on the South Africa economy since the end of apartheid*. 2006. Disponível em: <http://iffoadatabase.trustafrica.org/iff/iff_impact-international-capital-flows-southafrica_en.pdf>. Acesso em: 10 ago. 2020;

MOHAN, R. *Capital Flows to India. Manuscript, Reserve Bank of India*. Paper presented at annual meeting of Deputy Governors at BIS, February. 2008;

MUELLER, A. P. *Análise do balanço de pagamentos*. 2011. Disponível em: <http://www.continentaleconomics.com/files/AN_LISE_DO_BALAN_O_DE_PAGAMENTOS.pdf>. Acesso em: 15 ago 2020;

MUNHOZ, V. C. V.; PEREIRA, V. P.; DE DEUS, L. N. *A dinâmica dos fluxos financeiros nos países do BRICS: uma análise do período 2000-2010*. 2011. Disponível em:

<<http://www.seer.ufu.br/index.php/revistaeconomiaensaios/article/view/17631/12172>>.
Acesso em: 08 ago. 2020;

NASSIF, A. **A economia indiana no período 1950-2004 – Da estagnação ao crescimento acelerado: lições para o Brasil?** Rio de Janeiro: BNDES, jan. 2006;

ORLÉAN, A. **Le pouvoir de la finance**. 1999. Paris: Editions Edile Jacob.

O'NEILL, J. **Building Better Global Economic BRICs**. 2001. Disponível em:
<http://www.elcorreo.eu.org/IMG/pdf/Building_Better_Global_Economic_Brics.pdf>.
Acesso em: 25 mar. 2020;

PRATES, D. M & FARHI, M. (2018). **A Crise Financeira e a Evolução do Sistema Bancário**. Brasília: Textos Para discussão IPEA, 2431 – nov/2018;

PRATES, R. C.; DE REZENDE, A. A. **Considerações a respeito do balanço de pagamentos: uma análise da evolução e dinâmica das contas brasileiras no período 2000-2014**. 2015. Disponível em: <<https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/5155109.pdf>>.
Acesso em: 15 ago. 2020;

RESENDE, M. F. C.; AMADO, A. 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.

RIBEIRO, E. J. J.; DE MORAES, R. F. **De BRIC a BRICS: como a África do Sul ingressou em um Clube de Gigantes**. 2015. Disponível em:
<https://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0102-85292015000100255>.
Acesso em 10 ago. 2020;

SANTANA, C. H. V. **Trajetórias de reformas e mudanças institucionais na semiperiferia: abertura financeira e capacidades estatais no Brasil e na Índia**. Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). 2012;

SERRANO, F. **Do ouro imóvel ao dólar flexível**. Economia e Sociedade, Campinas, v. 11, n. 2 (19), p. 237-253, julho/dezembro, 2002;

SERRANO, F.; MAZAT, N. **A macroeconomia da Federação Russa do tratamento de choque à recuperação nacionalista: uma interpretação heterodoxa**. 2016. Disponível em:
<<http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/7392>>. Acesso em: 12 nov. 2020;

SOUZA, H. F. **Análise dos fluxos da conta financeira do balanço de pagamentos brasileiro e a dinâmica especulativa dos investimentos diretos (período 2000-2016)**. 2017. Disponível em:
<<https://repositorio.ufu.br/bitstream/123456789/18971/1/AnaliseFluxosConta.pdf>>; Acesso em: 13 set. 2020;

SOUZA, H. F. & CORRÊA, V. P. **Dinâmica dos fluxos de capitais no Brasil e os ciclos reflexos nos anos 2000**. Anais do Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2018;

SOUZA, H. F. **Fluxos de capitais e vulnerabilidade externa: o estudo da dinâmica financeira dos investimentos diretos nos países do BRICS (2000-2019)**. 2021. Disponível em: <<https://repositorio.ufu.br/bitstream/123456789/31463/2/FluxosDeCapitais.pdf>>. Acesso em: 21 mar. 2021;

TSWAMUNO, D.T.; PARDEE, S.; WUNNAVA, P. V. **Financial Liberalization and Economic Growth: Lessons from the South African Experience**. 2007. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/228990600_Financial_Liberalization_and_Economic_Growth_Lessons_from_the_South_African_Experience>. Acesso em: 12 nov. 2020;

VELASCO, S. **Reformas econômicas na Índia: discurso e processo**. *Boletim Economia Política Internacional – Análise Estratégica, Centro de Estudos de Relações Econômicas Internacionais*. Unicamp. Campinas, n. 7, out./dez. 2005;

VIEIRA, F. V.; VERÍSSIMO, M. P. **Crescimento econômico em economias emergentes selecionadas: Brasil, Rússia, Índia, China (BRIC) e África do Sul**. 2009. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ecos/v18n3/v18n3a04>>. Acesso em: 21 fev. 2020;

WILSON, D.; PURUSHOTHAMAN, R. **Dreaming with BRICs: the path to 2050**. 2006. Disponível em: <https://books.google.com.ar/books?hl=pt-BR&lr=&id=kpOU6YolYLUC&oi=fnd&pg=PA3&dq=brics&ots=W_lkceVmBL&sig=LjGC5-M8eSK0yTy7-nLXFJHpuwY&redir_esc=y#v=onepage&q=brics&f=false>. Acesso em: 01 jul. 2020;

GARLIPP, J. R. D. Auri Sacra Fames - Marx, Keynes e Polanyi e a riqueza no capitalismo contemporâneo. *Revista Economia Ensaios, Uberlandia*, v. 15, n.2, p. 05-41, 2001.

★ **GARLIPP, J. R. D.** Noviter et Novi Principia - Considerações sobre o Reordenamento da Arquitetura Financeira Internacional. In: VI Encontro nacional de Economia Política, 2001, São~Paulo. *Anais do VI Encontro Nacional de Economia Política*, 2001

32.

GARLIPP, J. R. D. Ensino de Economia no Brasil: Passado, Presente e Futuro. 2001. (Apresentação de Trabalho/Congresso).

33.

GARLIPP, J. R. D. Ex Proprio Sinu - Capital Fictício em Marx e o Capitalismo Contemporâneo. 2001. (Apresentação de Trabalho/Congresso).