

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

LETÍCIA STOCHI UJAQUE

11811ECO034

**ANÁLISE DOS FLUXOS DE CAPITAIS DIRIGIDOS A PAÍSES PERIFÉRICOS: OS
CASOS DO MÉXICO E DO BRASIL**

UBERLÂNDIA - MG
2024

LETÍCIA STOCHI UJAQUE

**ANÁLISE DOS FLUXOS DE CAPITAIS DIRIGIDOS A PAÍSES PERIFÉRICOS: OS
CASOS DO MÉXICO E DO BRASIL**

Monografia apresentada ao Instituto de Economia e
Relações Internacionais da Universidade Federal de
Uberlândia como pré-requisito a obtenção do título de
Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador (a): Vanessa da Costa Val Munhoz

UBERLÂNDIA
2024

LETÍCIA STOCHI UJAQUE

**ANÁLISE DOS FLUXOS DE CAPITAIS DIRIGIDOS A PAÍSES PERIFÉRICOS: OS
CASOS DO MÉXICO E DO BRASIL**

Monografia apresentada ao Instituto de Economia e
Relações Internacionais da Universidade Federal de
Uberlândia como pré-requisito a obtenção do título de
Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador (a): Vanessa da Costa Val Munhoz

BANCA EXAMINADORA

Uberlândia, __ de _____ de 2024.

Vanessa da Costa Val Munhoz (IERI – UFU)

Thaís Guimarães Alves (IERI – UFU)

Érica Imbirussú de Azevedo (IERI – UFU)

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer primeiramente a Deus pela oportunidade tamanha de cursar uma ótima universidade, também por me conduzir a cada passo durante a graduação, dando-me sabedoria, inteligência e paciência para enfrentar todas as dificuldades e desafios. Sem Ele nada disso seria possível.

Um agradecimento especial à minha família, que é minha base e meu porto seguro, principalmente à minha mãe, Mara, que sempre batalhou muito para que o estudo fosse uma prioridade e por todo o carinho e amor que me fortaleceram ao longo da caminhada; também a minha irmã, Larissa, que sempre me apoiou com palavras e atos de amor, conforto e sabedoria além de ser um grande exemplo de vida para mim. Também gostaria de deixar um agradecimento ao meu pai, Julião, que sempre insistiu para que a formação fosse um objetivo e que lutássemos para alcançá-lo.

Gostaria de deixar um agradecimento especial ao André, meu namorado, que com muita paciência e amor, sempre me incentivou e me apoiou para que a certeza de que eu era capaz estivesse em meu coração. Também gostaria expressar minha gratidão aos meus amigos Beatriz, Bruna, Gabriel e Tales que sempre rezaram por mim e permaneceram muito próximos apesar da distância; assim como diria Santa Catarina de Sena: “A amizade, cuja fonte é Deus, não se esgota nunca”.

Deixo também meus agradecimentos aos amigos que estiveram comigo ao longo da graduação Fernanda, Dayane, Maria Luiza e Vitória vocês foram minha família durante esses anos e tornaram tudo mais feliz.

Também gostaria de agradecer a família Lucena que me apoiaram muito no início da faculdade e me ajudaram quando imaginei que não teria condições de morar em uma cidade tão distante de casa, especialmente a Ana Beatriz minha querida amiga a quem devo muita gratidão!

Gostaria de agradecer também a Enactus, organização de voluntariado, que me fez enxergar um mundo que tanto precisa de nossa ajuda para transformá-lo e como a oportunidade de fazê-lo poderia ser simples e gerar grandes frutos.

Por fim, deixo meus agradecimentos à minha orientadora Vanessa que através de seus conhecimentos e suporte colaborou para que fosse possível concluir esta monografia; sem dúvida seu apoio trouxe leveza ao processo.

ÍNDICE DE ILUSTRAÇÕES

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Preço das commodities (em valor corrente - USD).....	21
Gráfico 2 – Sub contas da Conta Financeira no Brasil (em milhões de dólares)	27
Gráfico 3 – Investimento direto no Brasil (em milhões de dólares).....	28
Gráfico 4 – Investimento de Portfolio no Brasil (em milhões de dólares)	29
Gráfico 5 – Outros investimentos no Brasil (em milhões de dólares).....	30
Gráfico 6 – Sub contas da Conta Financeira no México (em milhões de dólares).....	31
Gráfico 7 – Investimento direto no México (em milhões de dólares)	32
Gráfico 8 – Investimento de Portfolio no México (em milhões de dólares)	32
Gráfico 9 – Outros investimentos no México (em milhões de dólares)	34
Gráfico 10 – Investimento direto Brasil vs México (em milhões de dólares).....	35
Gráfico 11 – PIB mundial (em trilhões de dólares).....	36
Gráfico 12 – Investimento de portfólio - Brasil vs México (em milhões de dólares)	37
Gráfico 13 – Taxa de juros nos Estados Unidos (em %)	37
Gráfico 14 – Outros investimentos - Brasil vs México (em milhões de dólares).....	37
Gráfico 15 – Conta financeira – Países em desenvolvimento selecionados (em milhões de dólares)	39

ÍNDICE DE ILUSTRAÇÕES

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Estatísticas Empíricas das subcontas financeiras (Brasil)	26
Tabela 2- Estatísticas Empíricas das subcontas financeiras (México)	30

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo analisar os fluxos de capitais dirigidos à países periféricos entre 2002 e 2022, com foco no Brasil e no México. A metodologia utilizada envolve uma revisão teórica sobre a hierarquia das moedas no sistema financeiro internacional e a volatilidade dos fluxos financeiros, além da análise da conta financeira do balanço de pagamentos. Os resultados esperados incluem a identificação das principais dinâmicas econômicas que afetam os fluxos de capitais, evidenciando como a política monetária dos países centrais, especialmente dos Estados Unidos, influencia na liquidez e estabilidade financeira e econômica desses países emergentes. A pesquisa também busca demonstrar que a abertura financeira, embora atraia investimentos estrangeiros, gera um aumento na vulnerabilidade do Brasil e do México a reversões de recursos, impactando suas dinâmicas de juros e de câmbio. Com isso, este estudo pretende contribuir para a compreensão das interações entre os mercados financeiros globais e as economias periféricas, ressaltando os desafios e oportunidades enfrentados por esses países em um cenário de incerteza global.

Palavras-chave: fluxos de capitais, América Latina, Brasil, México, política monetária.

ABSTRACT

This study aims to analyze capital flows to peripheral countries between 2002 and 2022, with a focus on Brazil and Mexico. The methodology involves a theoretical review of the hierarchy of currencies in the international financial system and the volatility of financial flows, as well as an analysis of the financial account in the balance of payments. Expected outcomes include identifying key economic dynamics affecting capital flows, highlighting how monetary policy in core countries, especially the United States, influences the liquidity and economic stability of these emerging countries. The research also seeks to demonstrate that financial openness, while attracting foreign investment, increases Brazil's and Mexico's vulnerability to resource reversals, impacting interest rates and exchange rate dynamics. In this way, this study intends to contribute to understanding the interactions between global financial markets and peripheral economies, emphasizing the challenges and opportunities these countries face amid global uncertainty.

Keywords: capital flows, Latin America, Brazil, Mexico, monetary policy.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	8
2. REVISÃO TEÓRICA SOBRE A DINÂMICA DE FLUXOS DE CAPITAIS DIRECIONADA A PAÍSES PERIFÉRICOS.....	9
2.1. Hierarquia de moedas e países periféricos	10
2.2. Volatilidade dos fluxos de capitais	14
3. CICLOS DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL E O EFEITO SOBRE ECONOMIAS PERIFÉRICAS	20
4. CONTA FINANCEIRA: ASPECTOS METODOLÓGICOS	23
5. ANÁLISE DA DINÂMICA DOS FLUXOS DE CAPITAIS DO MÉXICO E DO BRASIL	25
5.1. Brasil	26
5.2. México	30
5.3. Análise comparada de fluxos de capitais: Brasil x México	34
5.3.1. Investimento direto	34
5.3.2. Investimento de portfólio	36
5.3.3. Outros investimentos	37
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS	40
7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	41

1. INTRODUÇÃO

A partir da década de 1990 montantes expressivos de capitais estrangeiros foram dirigidos a países periféricos, especialmente após seus processos de abertura financeira e de renegociação das dívidas externas daqueles que tinham apresentado dificuldades no período imediatamente anterior, e esse é o caso de diferentes países da América Latina.

A década de 1990 e o início dos anos 2000 se encerram com crises cambiais em vários países periféricos sendo eles: México (1995); Coréia (1997); Rússia (1998); Brasil (1999); Argentina e Turquia (2001). Mais tarde, o início dos anos 2000 se descortina como uma nova fase de expansão dos recursos dirigidos aos países periféricos, apresentando uma forte entrada generalizada entre 2002 e o primeiro semestre de 2008. Sendo que, após essa fase, observa-se um movimento mais instável de entrada e saída de recursos para os países periféricos pós 2009. Os fluxos mais recentes têm sido fortemente influenciados pela política monetária dos países centrais, especialmente dos Estados Unidos, que têm afetado a liquidez mundial. Com isso o problema que irá nortear a monografia é a seguinte questão: Como se comporta a dinâmicas das subcontas da conta financeira dos fluxos de capitais do Brasil e do México entre os anos de 2002 a 2022?

O objetivo geral do trabalho centra-se em analisar o movimento dos fluxos de capitais dirigidos à América Latina nos anos 2002 até 2022, detalhando o caso do Brasil e do México, para assim observar os fluxos da conta financeira do balanço de pagamentos: Investimento em Carteira (IC), Outros Investimentos (OI) e Investimento direto (ID).

Além disso, os países foram escolhidos devido a relevância que os mesmos possuem dentro da América Latina, como as maiores economias representam juntas mais da metade do PIB latino-americano e importantes mercados emergentes. Essas economias garantem atratividade de investidores internacionais devido a diversos fatores, sendo eles no Brasil: sua ampla extensão territorial, abundância em seus recursos naturais, mercado interno robusto e principalmente por sua liderança entre setores do agronegócio, indústria e serviços; já no México: sua proximidade com os Estados Unidos e sua inserção em cadeias globais de valor exerce um papel relevante no comércio internacional. Os países também enfrentam desafios semelhantes entre eles: instabilidade econômica e política que influenciam a volatilidade de seus capitais.

É importante pontuar que a hipótese do trabalho centra-se em destacar que o movimento de abertura financeira observados nos países periféricos tornaram esses países mais vulneráveis a possíveis reversões de recursos que afetam profundamente a sua dinâmica de juros e câmbio.

Por fim, o artigo está organizado com base em uma revisão teórica que aborda a hierarquia das moedas e países periféricos, bem como a volatilidade dos fluxos de capitais, destacando a importância da liquidez das moedas no sistema financeiro global e como as condições macroeconômicas internacionais são relevantes para o comportamento dos fluxos de capitais. A análise também fornece um panorama das desigualdades estruturais entre moedas de diferentes países e a consequente vulnerabilidade dos países periféricos às oscilações no mercado global. Em seguida, verifica-se os ciclos de liquidez internacionais e seus efeitos sobre as economias periféricas, considerando como variações na disponibilidade de capital afeta o desempenho econômico desses países.

Além disso, o artigo dedica uma seção específica à análise da conta financeira, com foco em suas subcontas, a fim de quantificar as operações financeiras que os países realizam com o restante do mundo, abordando a relação entre esses fluxos. Por fim, é apresentada uma análise comparativa dos fluxos de capitais no México e no Brasil, fornecendo uma perspectiva detalhada sobre as dinâmicas econômicas de ambos os países dentro do contexto global, com ênfase nos desafios e oportunidades que enfrentam em meio à volatilidade dos mercados internacionais.

2. REVISÃO TEÓRICA SOBRE A DINÂMICA DE FLUXOS DE CAPITAIS DIRECIONADA A PAÍSES PERIFÉRICOS

Neste capítulo, abordamos a hierarquia de moedas no Sistema Monetário Internacional (SMI) e sua influência sobre os países periféricos, destacando a liquidez das moedas como um indicador crucial. A hierarquia das moedas, determinada pela capacidade de exercerem funções internacionais, reflete diretamente na estabilidade econômica dos países emergentes. Ao longo das últimas décadas, o dólar consolidou sua posição dominante, enquanto outras moedas periféricas enfrentam desafios para se tornarem líquidas internacionalmente. Essa dinâmica gera uma volatilidade nos fluxos de capitais, impactando negativamente a estabilidade

econômica desses países. A liberalização financeira aumentou a exposição dos países em desenvolvimento a crises financeiras desencadeadas por reversões nos fluxos de capitais. Embora a abertura dos fluxos de capitais possa impulsionar o crescimento a longo prazo, a necessidade de políticas prudentes e controle dos fluxos de capitais que mitiguem os riscos financeiros são demonstrados a partir dos custos associados à volatilidade dos fluxos de capitais e à acumulação excessiva de reservas.

2.1. Hierarquia de moedas e países periféricos

No Sistema Monetário Internacional (SMI) as moedas emitidas pelos países podem assumir posições próprias no que tange à uma hierarquia monetária, isso devido a sua capacidade de desempenhar as funções de unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor em escala internacional. De Conti, Prates e Plihon (2014) argumentam que a liquidez de uma moeda é definida pelo seu uso no cenário internacional. Assim, se considerarmos que um ativo líquido é aquele que pode ser convertido em meio de pagamento sem custos e rapidamente (Plihon, 2001), então as moedas que desempenham suas funções internacionalmente são líquidas por definição. Elas atuam não somente como meio de pagamento, mas também como unidade de conta e reserva de valor, permitindo a conversão de moeda em poder de compra ou liquidação de contratos sem sequer perda significativa (De Conti et al., 2014).

Assim, a hierarquia das moedas advém de acordo com Cohen (1998), Prates (2002) Carneiro (2002) da ordenação que elas estão a partir de sua capacidade ou incapacidade de exercerem suas funções em âmbito internacional. A partir desse entendimento classifica-se as moedas em alguns elos, destacando-se ao centro o dólar como moeda central, seguido pelo euro que se diferencia mesmo não atingindo a posição do dólar; em seguida vê-se as demais moedas que exercem suas funções de forma secundária e por último encontram-se as moedas periféricas as quais não exercem nenhuma de suas funções internacionalmente. É proposto que o uso internacional de tais moedas é determinado por questões geopolíticas e geoeconômicas, principalmente na dimensão da economia emissora da moeda frente ao restante do mundo do poder político e das ações do governo para intensificar o uso de tal moeda.

Assim, é possível verificar que a hierarquia das moedas no Sistema Monetário Internacional reflete nos graus de liquidez que as várias moedas nacionais apresentam na economia global. Ao analisar as funções da moeda, diversos autores como Krugman (1984) e Cohen (1971) dividem nas seguintes dimensões: usos públicos e privados. Como unidade de conta, a moeda líquida internacionalmente serve como referência para as demais moedas tanto no âmbito público quanto na esfera privada, sendo utilizada para denominar contratos. Já como meio de pagamento, a moeda internacional desempenha o papel de instrumento de intervenção das autoridades monetárias no valor de sua própria moeda em relação à moeda líquida internacional, tanto no setor público quanto no privado. Quanto à reserva de valor, a moeda internacional funciona como lastro da riqueza financeira, seja mantida por entidades públicas como bancos centrais, seja detida por agentes privados (Carneiro, 2008a).

Como já apontado, nem todas as moedas desempenham de maneira equivalente as suas três funções tradicionais (unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor) no cenário internacional. Keynes havia identificado a hierarquia das moedas nas primeiras décadas do século XX na Conferência de *Bretton Woods* que refletiu a percepção inerente à natureza hierárquica do SMI. A ideia de criar a *International Clearing Union*, um banco central dos bancos centrais que emitiria uma moeda bancária chamado Bancor, evidenciava a intenção de evitar que países com moedas com baixa liquidez internacional precisasse recorrer a ajustes deflacionários para lidar com os desafios de liquidez e solvência em suas balanças de pagamentos (Block, 1978).

Com isso, vemos que o atual Sistema Monetário Internacional (SMI) é resultado do colapso, ao longo da década de 1970, do arranjo estabelecido em *Bretton Woods*. Este SMI contemporâneo apresenta uma combinação dos quatro elementos consideravelmente peculiar e por vezes prejudiciais para a periferia, sendo a configuração do padrão monetário internacional contemporâneo totalmente fiduciária, abandonando as amarras do regime de *Bretton Woods* e do padrão dólar-ouro que o compunha. Os Estados Unidos, na década de 1970, adotaram um sistema monetário flexível, no qual o dólar não está mais rigidamente vinculado a uma mercadoria específica, como era o caso do ouro e resultando no estabelecimento do padrão dólar-flexível, conforme denominado por Serrano (2003). O dólar obteve sua posição dominante fortalecida pelo choque de juros em 1979, que inaugurou a política do dólar forte e pelas subseqüentes desregulamentações e liberalizações financeiras (Prates, 2005).

Tavares (1985) argumenta que essas medidas e a subsequente mudança no SMI, culminaram na crise da dívida dos países latino-americanos na década seguinte, representando uma estratégia dos Estados Unidos para retomar sua hegemonia, agora na esfera financeira. O dólar forte também foi impulsionado pela necessidade de financiamento do déficit público e do déficit em transações correntes dos Estados Unidos, sintomas do declínio no dinamismo produtivo-tecnológico do país. Além disso, as políticas dos Estados Unidos em defesa de sua hegemonia consolidaram a tendência ao aumento da abertura financeira e à crescente mobilidade de capitais. Medidas para eliminar barreiras à livre circulação de capital tornaram-se parte das recomendações de importantes órgãos multilaterais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial. Essas políticas, aliadas à maior liberdade nos fluxos de capitais, foram determinantes para o colapso do regime de paridade fixa de *Bretton Woods*, substituído por um regime de câmbio flutuante, marcando o surgimento da globalização financeira (Kregel, 1996). Nesse contexto, a hierarquia de moedas se revela como um elemento crucial para a compreensão da maior instabilidade cambial e de juros que caracteriza as últimas décadas do SMI, assim como a volatilidade dos fluxos de capitais.

As vantagens para a economia norte-americana proporcionadas pelo atual sistema monetário internacional são amplamente reconhecidas e destacadas por diversos autores (Serrano 2003; Prates 2005; Carneiro 2008a; 2010). Sendo a primeira devido à posição dominante do dólar na hierarquia de moedas, em que os Estados Unidos não enfrentam restrições externas significativas, o que significa que eventuais déficits na Balança de Pagamentos são automaticamente financiados pela aceitação de dólares ou ativos denominados em dólar pela contraparte. Ao longo das décadas de 1970-1980, os Estados Unidos acumularam crescentes déficits em conta corrente, expandindo seu passivo externo sem comprometer a posição de sua moeda. Além disso, devido a sua manipulação frente a taxa de juros os Estados Unidos desfrutam de liberdade para ajustar o valor do dólar em relação a outras moedas, enquanto outras nações enfrentam limitações na variação das taxas de juros domésticas para equilibrar suas contas externas e evitar movimentos bruscos de capital estrangeiro, os Estados Unidos têm total autonomia para fazê-lo. Isso confere às autoridades monetárias norte-americanas uma considerável margem de manobra para implementar políticas anticíclicas, mesmo que essas políticas possam impactar negativamente outras economias nacionais (Cintra; Prates 2008; Carneiro 2010).

Entretanto, a autonomia dos Estados Unidos na condução de sua política monetária, influenciando a direção dos fluxos internacionais de capitais, aumenta a incerteza sobre as trajetórias das taxas de juros e câmbio, o que afeta os países detentores de moedas em posições inferiores na hierarquia. A análise da hierarquia de moedas é contextualizada no atual Sistema Monetário Internacional, caracterizado pela globalização financeira, com o dólar ocupando o topo da hierarquia, alta mobilidade de capitais e predominância do regime de câmbio flutuante.

A estrutura atual das moedas está ligada à disparidade financeira (Prates 2005; Cintra; Prates 2011) que possui duas vertentes, sendo: os fluxos de capital direcionados aos países emergentes são influenciados por fatores externos a esses países, tornando-os constantemente suscetíveis a reversões, causadas por mudanças no ciclo econômico e alterações na política monetária dos países emissoras de divisas; a participação marginal dos países periféricos nos fluxos de capitais globais. A presença dos ativos emitidos por esses países nos portfólios dos investidores globais é mínima, mas, ao mesmo tempo, o volume dos fluxos provenientes de investidores internacionais para os países emergentes não é insignificante em relação ao tamanho de seus mercados. Neste contexto, os diferentes níveis de liquidez das moedas em escala global resultam em diferentes taxas de remuneração dos ativos denominados nelas (De Conti et al., 2013). No caso das moedas periféricas, sua condição de iliquidez internacional requer uma remuneração mais elevada para seus ativos, devido às incertezas associadas às moedas que não possuem a "liquidez da divisa". Contudo, durante os momentos de otimismo nos ciclos de liquidez, os agentes mostram, de maneira pró-cíclica, um grande apetite ao risco e uma baixa preferência por liquidez, resultando em uma busca por rendimento (*search for yield*) e na ilusão de que as moedas periféricas se tornaram líquidas internacionalmente.

Em um ambiente de finanças liberalizadas, portanto, as moedas periféricas, que não têm em âmbito internacional a mesma liquidez das moedas centrais, são os primeiros ativos a serem abandonados nos momentos de "fuga para a qualidade". Nesses momentos, portanto, a demanda dos investidores internacionais por essas moedas periféricas, assim como pelos títulos nelas denominados, cessa súbita e indistintamente. O "comportamento de manada" dos agentes faz com que praticamente não haja mais demanda privada por essas moedas, pois seu componente especulativo era preponderante e, num ambiente de incerteza exacerbada, ele é reduzido a quase zero. (Conti; Prates; Plihon, 2014, pág. 348).

Portanto, diante de incertezas econômicas os investidores transferem seus capitais para moedas de economias emergentes percebidas como mais seguras. Esse movimento está ligado à volatilidade dos fluxos de capitais, pois em tempos de crise ou alta instabilidade, os investidores buscam proteger seus ativos. Isso pode levar à valorização temporária dessas

moedas e fluxos de capital mais estáveis, mas também apresenta riscos de reversão se as condições econômicas piorarem.

2.2. Volatilidade dos fluxos de capitais

A volatilidade dos fluxos de capitais se refere à intensidade das variações nos movimentos de entrada e saída de dinheiro em uma economia ou mercado financeiro, sendo influenciada por diversos fatores, como condições econômicas globais, taxas de juros, instabilidade política e eventos geopolíticos. Essa volatilidade pode ter efeitos significativos na estabilidade econômica, resultando em flutuações abruptas nas taxas de câmbio e afetando vários aspectos financeiros.

Historicamente, com o abandono da relação fixa do dólar com o ouro entre 1971 e 1973 a abertura da conta de capital no balanço de pagamentos dos países avançados marcou o início da desvinculação das políticas estabelecidas em *Bretton Woods*. Ao longo das décadas de 1970 e 1980, as moedas dos demais países industrializados seguiram trajetórias muito parecidas, com um primeiro ciclo de fluxos financeiros privados internacionais predominantemente direcionados aos países avançados. Essa tendência foi impulsionada pela interrupção do acesso dos países em desenvolvimento ao endividamento bancário, desencadeando a crise da dívida externa em 1982 (Ipea, 2018).

Na década de 1980, os países em desenvolvimento dependiam de fluxos financeiros oficiais, sendo aproximadamente 67% do financiamento externo total (Ipea, 2018). Contudo, a partir dos anos 1990, houve uma mudança significativa com a liberalização do acesso aos fluxos financeiros privados internacionais por parte desses países que resultou em uma inversão de papéis, onde os recursos oficiais passaram a predominar em períodos de crise, enquanto em fases de expansão, como de 2003 a 2007, tornaram-se negativos devido a pagamentos de dívidas anteriores.

Outros diferentes ciclos de médio prazo marcaram a trajetória dos fluxos privados desde então: o segundo, que iniciou em 1990 teve uma duração de treze anos pode ser dividido em outros períodos específicos: o primeiro caracterizado por um período de alta, de 1990 a 1997, apresentando uma expansão significativa dos fluxos financeiros privados líquidos para os países

em desenvolvimento, totalizando 940 bilhões de dólares correntes e segundo subperíodo de 1998 a 2002, sendo esse de baixa, registrou apenas 320 bilhões de dólares correntes em fluxos; durante essa fase de baixa, influenciada pelas crises no Brasil e outros países, a fuga de capitais atingiu uma média anual de 46%, segundo Silva (2018).

Já o terceiro ciclo de médio prazo, iniciou em 2003 a 2009 e teve uma duração de sete anos, destacou-se como o mais acentuado e revelou dois momentos distintos. Durante a fase de expansão até o ano de 2007, os fluxos financeiros privados líquidos alcançaram 1.785 bilhões de dólares; no entanto, no período subsequente de retração, de 2008 a 2009, eles diminuíram para 483 bilhões de dólares devido ao início da crise global. O quarto ciclo de médio prazo deu-se início em 2010 e foi interrompido em 2012 devido ao agravamento da crise europeia. Nesses quatro anos considerados, os fluxos financeiros privados líquidos apresentaram uma média anual de 427 bilhões de dólares, representando um aumento de 77% em relação à média durante o período mais crítico da crise global em 2008-2009 (Ipea, 2018).

Ao analisar os dados por modalidade de fluxos privados, durante a expansão cíclica de 1990-1997, os países em desenvolvimento registraram um déficit agregado em conta corrente de aproximadamente 78 bilhões de dólares. No entanto, devido à notável expansão dos fluxos financeiros privados, totalizando 117 bilhões de dólares, foi possível acumular reservas de 50 bilhões de dólares. Durante a subsequente retração no período até 2002, os fluxos privados diminuíram em 46% em relação à fase de expansão, impactando as finanças desses países. A queda nas operações de empréstimos e nos investimentos de curto prazo foi contrabalançada pelo aumento considerável nos investimentos diretos estrangeiros, enquanto a conta corrente permaneceu superavitária, permitindo a continuidade do processo de acumulação de reservas. Essa tendência de superávit em conta corrente e acumulação de reservas persistiu nos períodos seguintes, impulsionada principalmente pelo comportamento positivo dos investimentos diretos.

Os primeiros anos da década de 2000 revelaram algumas características importantes. Os fluxos oficiais ainda desempenharam algum papel relevante, devido aos significativos programas de estabilização com o FMI em andamento na Argentina (2000 e 2003), Brasil (2001 e 2002) e Turquia (2002). Além disso, os fluxos privados de capitais já representavam a maior parte (84%) dos recursos externos. Uma mudança significativa nos anos 2000 foi a ascensão da China como um ator global, impulsionada por sua demanda voraz por produtos primários,

incluindo agrícolas, minerais e petróleo. Isso proporcionou uma oportunidade única para os países em desenvolvimento reverterem seu financiamento externo (Ipea, 2018).

Entre 2003-2007, o financiamento privado aumentou rapidamente, cinco vezes mais do que na década anterior, resultando em grandes superávits em conta corrente, aproximadamente 2 trilhões de dólares no total de 2003-2007. Juntamente com os fluxos financeiros privados de 1,8 trilhão de dólares no mesmo período, ocorreu uma acumulação de reservas sem precedentes de 3,1 trilhões de dólares, o que demonstra fortemente a natureza pró-cíclica dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento.

Essa fase de liquidez caracteriza-se por um maior apetite dos investidores ao risco; período de crescimento vigoroso e coordenado na maioria das economias, sobretudo, à expansão da China; elevado crescimento do comércio mundial e maior volume dos fluxos financeiros destinados aos países periféricos. No caso dos países centrais, graças às engenharias financeiras ligadas à securitização de recebíveis, articulada a esquemas de proteção nos mercados futuros, observa-se um expressivo aumento do crédito destinado às famílias e à construção civil. É uma fase de expansão, de facilidade de acesso a recursos e de busca por aplicações rentáveis. No caso dos países periféricos da América do Sul, nesse período de liquidez, as economias dessa Região também apresentaram taxas de crescimento elevadas, sendo que grande parte dessas se beneficiou da expansão do comércio internacional de commodities. O crescimento do “apetite pelo risco” nesses anos de liquidez proporcionou um forte ingresso de recursos nos países periféricos, sobretudo em IC e para aqueles países que apresentavam mercados financeiros mais dinâmicos e ofereciam importantes diferenciais de juros. Ocorreu, também, um importante direcionamento de ID, sendo que os investidores buscavam, também, oportunidades ligadas ao potencial de crescimento que esses países apresentavam. (Souza, 2021, pág. 112)

Em setembro de 2007, os primeiros sinais da crise financeira surgiram no mercado imobiliário dos Estados Unidos. A partir de 2008, a crise se intensificou, revertendo o quadro de euforia nos mercados, mas não alterando a nova realidade das contas correntes e da acumulação de reservas nos países em desenvolvimento. Durante os anos 2008-2009, esses países registraram saldos de cerca de 1 trilhão de dólares em contas correntes e acumularam 1,1 trilhão de dólares em reservas e entre 2010-2013, esses números aumentaram (Silva, 2018). Um ponto crucial nesse ciclo, conforme destacado por Bresser-Pereira (2015) e Souza (2021), é o papel fundamental das taxas de juros dos países centrais, especialmente dos Estados Unidos, na dinâmica desse ciclo. Esses autores enfatizam que a trajetória não linear das taxas de juros provocou flutuações nos fluxos de capitais durante o período. Bresser-Pereira (2015) divide esse ciclo da seguinte forma: (i) entre 2003 e 2004, ocorre uma queda nas taxas de juros norte-americanas, seguindo uma tendência iniciada no início dos anos 2000; (ii) a partir de meados

de 2004, há uma reversão com aumento das taxas, que se estende até meados de 2006; (iii) a partir de 2007, as taxas de juros voltam a cair.

Com relação ao direcionamento geográfico dos fluxos internacionais no período de 1990-2013, a Ásia em Desenvolvimento absorveu o maior volume de recursos em dólares correntes, representando 50% do total dos fluxos líquidos de capitais privados sob a forma de investimentos, empréstimos bancários e colocação de papéis nos mercados de capitais. A América Latina e o Caribe ocuparam a segunda posição, com 27% do total, enquanto as Europas Central e do Leste representaram 22%. Nos anos 2000, a Europa do Leste foi mais dinâmica do que a Europa Ocidental até 2013, especialmente nos outros fluxos privados (empréstimos bancários e não bancários, incluindo colocação de bônus e notas nos mercados de capitais), quando a crise europeia atingiu os países do Leste antes de se espalhar para a sua própria periferia.

Embora a Ásia em Desenvolvimento tenha consistentemente recebido um volume absoluto de recursos maior em comparação com outras regiões, essa dinâmica não necessariamente se refletiu proporcionalmente em relação ao tamanho de seu PIB regional. Em média, nos períodos de 1990 a 1997 (3,9% do PIB regional) e 2003-2007 (3,1%), as cifras revelaram uma significativa contribuição, especialmente devido ao acesso aos investimentos diretos estrangeiros, representando 2,4% e 2,6% do PIB regional, respectivamente. A dependência em relação aos fluxos financeiros internacionais de curto prazo, como investimentos de portfólio e alguns tipos de empréstimos bancários, era comparativamente menor em relação à América Latina e Caribe e às Europas Central e do Leste (Ipea, 2018).

A América Latina e Caribe assumiu importância subsequente nesse contexto. Seu maior grau de abertura aos fluxos internacionais ocorreu no período de 2010-2013 (2,5% do PIB regional), seguido pelo segundo maior no período de forte expansão entre 1990-1997 (2,1%). Durante este último período, apesar dos substanciais investimentos diretos, houve uma entrada expressiva de investimentos de portfólio devido à abertura das contas de capital em seus países. Entretanto, já antecipando a crise que ocorreria na segunda metade dos anos 1990, outros fluxos de capital, especialmente os empréstimos bancários, já se retiravam da região. Apesar disso, e à semelhança da Ásia, os investimentos diretos estrangeiros desempenharam um papel preponderante, principalmente na fase de declínio entre 1998-2002 (3,3% do PIB regional), em virtude dos diversos processos de privatização em curso na região (Ipea, 2018).

As Europas Central e do Leste demonstraram uma maior abertura relativa ao capital estrangeiro do que as duas regiões mencionadas anteriormente, especialmente a partir do início do milênio. No período de 2003-2007, antecipando a crise econômica global, receberam o equivalente a 8,2% do PIB regional, predominantemente na forma de recursos especulativos de curto prazo. Apesar dos investimentos diretos também serem expressivos (3,7% do PIB regional), especula-se que as Europas Central e do Leste tenham dependido mais de fluxos externos privados, especialmente de capitais de curto prazo, resultando em maior volatilidade. Por outro lado, a Ásia em Desenvolvimento e a América Latina e Caribe mostraram padrões de financiamento externo semelhantes entre si e significativamente menos dependentes desse tipo de capital em comparação com a Europa Central e do Leste.

O terceiro aspecto abordado refere-se a uma consequência controversa da natureza pró-cíclica dos fluxos financeiros internacionais: a excessiva acumulação de reservas pelos países em desenvolvimento. Com relação a evolução das reservas internacionais, elas aumentaram aproximadamente sete vezes entre 1999 e 2013, revertendo a concentração histórica dos países avançados para os países em desenvolvimento. No entanto, surge uma dificuldade considerável e crescente em identificar as aplicações específicas dessas reservas, até o final de 2013 apenas 53% das reservas mundiais estavam claramente identificadas, em comparação com 77% em 1999. Desse total, 89% pertenciam aos países avançados, enquanto apenas 36% eram identificáveis nos países em desenvolvimento.

Em 2013, as quatro principais moedas responderam por 93% das reservas identificadas, destacando-se o dólar (61%), euro (24%), libra e iene. Ao analisar a distribuição regional no período de 2000 a 2013, observa-se que três regiões foram responsáveis pela maior parte do acúmulo de reservas, sendo: Ásia em Desenvolvimento (63%), países exportadores de petróleo do Oriente Médio, África do Norte, Afeganistão e Paquistão (19%) e Comunidade dos Estados Independentes (8%). Uma consequência significativa da intensa acumulação de reservas pelos países em desenvolvimento está relacionada aos custos associados a esse processo, de acordo com um relatório da Organização das Nações Unidas (ONU) de 2009, o sistema atual é considerado injusto, resultando na transferência desses recursos para os países avançados emissores das divisas conversíveis, fazendo com que a acumulação de reservas fosse um empréstimo aos Estados Unidos a taxas de juros muito baixas. Até 2007, essa transferência teria atingido a soma de 3,7 trilhões de dólares e implicando que os países em desenvolvimento

arcassem com taxas de juros mais elevadas quando necessitassem de recursos internacionais (Ipea, 2018).

Sobre os três pontos discutidos vê-se que: a liberalização crescente dos fluxos de capitais na arena internacional apresentou características peculiares, influenciando significativamente a década de 1990 e continuando a promover mudanças expressivas nos anos 2000. Embora o volume dos fluxos privados de capitais tenha aumentado consideravelmente, sua natureza volátil e pró-cíclica expôs os países em desenvolvimento a crises financeiras.

Um efeito significativo foi gerado nos mercados emergentes devido a períodos distintos de expansão e contração dos fluxos externos privados, sendo que na segunda metade dos anos 1990, a crise dos países asiáticos e da América Latina resultou em uma queda notável nos fluxos de empréstimos bancários e não bancários, mas não nos investimentos diretos, devido aos processos de privatização em andamento na época. Nos anos 2000, a ascensão da China como consumidora de produtos primários permitiu uma saída da crise, marcada pelo aumento dos saldos em conta corrente e pela acumulação excessiva de reservas internacionais. Essa acumulação, entretanto, foi muito além do necessário, considerando os saldos positivos em conta corrente, resultando em custos significativos de manutenção. Além disso, a distribuição geográfica desses recursos também passou por transformações, a Ásia em Desenvolvimento manteve sua liderança no acesso aos recursos externos, seguida pela América Latina e Caribe, que, apesar de sua adesão vigorosa à integração aos mercados globais, viu suas principais economias perderem impulso no final da década de 1990 e início dos anos 2000. No período de 2003 a 2009, a Europa emergente suplantou a América Latina e Caribe, refletindo a dinâmica em evolução na distribuição global de recursos.

Os benefícios da liberalização dos fluxos de capitais em países periféricos provêm principalmente do investimento direto estrangeiro (IDE) aumentando investimento, emprego e impulsionando crescimento. Em economias mais abertas é possível visualizar um crescimento relativamente mais rápido devido sua maior capacidade de absorção; já o principal custo da abertura decorre da vulnerabilidade a crises financeiras desencadeadas por paradas súbitas nos fluxos de capitais. Este ponto é crucial, pois a taxa de crescimento de 48 países emergentes desde o início da recente crise global sugere que as medidas de abertura serviram como indicadores positivos do subsequente declínio econômico. Países emergentes com maiores restrições aos fluxos de entrada de capitais enfrentaram melhor a crise, sendo observado que

quanto mais restritivas eram essas políticas nos anos que antecederam a crise, menores foram os declínios nas taxas de crescimento (FMI, 2012b, p. 14-15).

O estudo, datado de fevereiro de 2011 e focado em sete países sendo o Brasil um deles, revela uma tendência de significativa acumulação de reservas e valorização real das taxas de câmbio para os níveis pré-crise. Esse fenômeno ocorreu em virtude do aumento do investimento de portfólio, estimulando a elevação dos preços de títulos e ações, especialmente em países com mercados de capitais menos profundos. O FMI já detectava, no início de 2011, sinais de bolhas em ativos e pressões substanciais sobre o crescimento do crédito ao setor privado (FMI, 2012b, p. 4).

Em consonância com a mudança de percepção do G-20, que transitou da ideia de crise financeira para crise de dívida soberana durante a reunião de Seul, em novembro de 2010, foi recomendada a necessidade de apertar a política fiscal em vez de manter a prevalência das políticas de afrouxamento fiscal e monetário adotadas durante a crise. As medidas prudenciais e os controles de capitais adotados pelos países estudados incluíram principalmente impostos sobre a entrada de certos fluxos e a imposição de tempos mínimos de permanência no país. Os resultados dessas medidas não foram conclusivos, embora, na maioria dos casos, tenha-se observado uma desaceleração ou interrupção da apreciação das moedas durante o período de implementação (FMI, 2012b, p. 5).

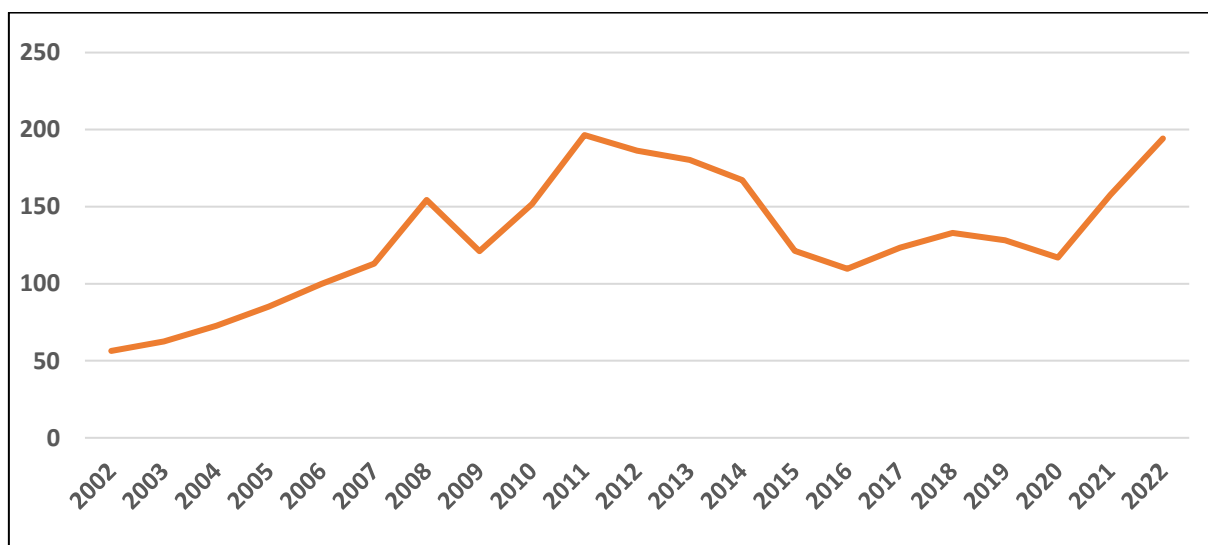
3. CICLOS DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL E O EFEITO SOBRE ECONOMIAS PERIFÉRICAS

A década de 1990 foi caracterizada pela instabilidade nos mercados financeiros e redução no volume de capital destinado aos países periféricos, iniciando assim com um cenário de baixa liquidez mundial. Este, foi impulsionado por crises expressivas na Rússia (1998), Brasil (1999), Turquia (2001) e Argentina (2002). Além disso, a situação foi agravada por fraudes contábeis em empresas norte-americanas durante a bolha das empresas de tecnologia e os atentados de 2001 (SOUZA, 2017). A consequência desses fatos foi o menor apetite pelo risco entre os investidores e a busca pela liquidez, o que decorreu em uma maior demanda por ativos mais líquidos que proveriam segurança, principalmente os quais eram denominados em

moedas de países centrais. Dessa forma, o período foi marcado por uma queda na liquidez mundial, com uma redução acentuada dos fluxos de Investimento em Carteira (IC) e Outros Investimentos (OI) para os países periféricos.

A partir desses eventos foram identificados alguns períodos distintos de liquidez mundial (Corrêa e Pereira, 2016), como o período de 2002 a 2008 que se destacou pela alta liquidez e crescimento de países periféricos da América Latina, países centrais e um forte aumento no preço das *commodities*, conforme Gráfico 1, devido a ampliação do mercado consumidor pelos países asiáticos principalmente pela China, os quais tiveram um aumento expressivo e rápido de suas rendas, aumentando a demanda por *commodities*; também não se pode deixar de pontuar que a produção de biocombustíveis também colaborou para esse aumento e os fatores climáticos que influenciam na quantidade colhida (diminuindo a oferta e aumentando consequentemente os preços).

Gráfico 1 – Preço das *commodities* entre 2002 a 2022 (em valor corrente - USD)



Fonte: Ministério da Economia – Governo Federal (2002 a 2022).

A partir de 2003 foi verificada uma nova fase, agora de alta liquidez que se estendeu apenas até o segundo semestre de 2007 devido aos primeiros sinais da crise do *subprime*, que se intensificou no final de 2008. Neste período de 2003 a 2007, os países receberam fortes entradas de recursos, sendo esta fase caracterizada por um crescimento coordenado e significativo para a maioria das economias. Nos países centrais notou-se um significativo crescimento do crédito direcionado às famílias e ao setor de construção, estimulado por

engenharias financeiras associadas à securitização de recebíveis e mecanismos de proteção nos mercados futuros.

As taxas de crescimento se elevaram nos países periféricos da América do Sul, devido a expansão do comércio internacional de *commodities*. O aumento do "apetite pelo risco" durante esses anos de alta liquidez levou a um intenso influxo de recursos nos países em desenvolvimento, especialmente em investimentos de carteira, os quais eram direcionados para países com mercados financeiros dinâmicos e diferenciais de juros relevantes, como o Brasil; também se torna importante pontuar que foi possível observar um crescimento pontuado devido a busca por oportunidade de crescimento nesses países.

Tal fase de expansão não pode ser considerada homogênea, até 2004 observou-se uma queda nas taxas de juros dos países centrais, devido a dinâmica das taxas de juros dos Estados Unidos; sendo que a partir de 2004 começaram a subir até os anos de 2006/2007. Alguns efeitos foram gerados com a mudança de trajetória, mas não foram suficientes diminuir as expectativas positivas sobre o momento de alta liquidez e a economia. Já a partir de 2003 vê-se uma tendência de queda na percepção de risco até 2005, quando passa a apresentar oscilações maiores e também se estabiliza. O cenário a partir de 2007 altera as expectativas que antes não foram impactadas, agora se invertem, devido ao aumento da incerteza e seu agravamento no final de 2008, pontuado pela falência do Lehman Brothers (banco de investimento) e o entendimento do quão a crise financeira era grave.

Dessa forma, pode-se pontuar que os ciclos de liquidez não são casualidades que requerem explicações ad hoc, mas consequências de características das relações financeiras contemporâneas: caráter instável e especulativo e suas assimetrias, principalmente a qualidade entre as moedas nacionais que se diferem. Em países que estão se desenvolvendo os fluxos de capitais observados criam passivos financeiros e impactam decisões de alocação de riqueza, sendo essas motivadas pela procura de diversificação de carteira e rendimentos, desvinculadas de "necessidades reais" verificada pela Conta Corrente.

4. CONTA FINANCEIRA: ASPECTOS METODOLÓGICOS

Com a finalidade de quantificar as operações de um país com o resto do mundo tornou-se necessário a utilização de um balanço de pagamentos, o qual contabiliza tais transações fornecendo um panorama da capacidade financeira das nações e sendo um instrumento importante para análises estratégicas de uma economia. Neste modelo podemos verificar algumas contas que o compõe como: Conta corrente (registra rendimentos, exportações e importações), Conta Capital (registra transações de ativos transferidos unilateralmente, patrimônio, donativos e aquisição ou venda de ativos) e Conta Financeira (registra operações envolvendo investimentos em ativos).

Neste capítulo abordaremos com mais detalhes a conta financeira, a qual será um instrumento de análise para as economias abordadas nesse artigo. A conta financeira é responsável por realizar o registro de transações que envolvem ativos/passivos financeiros entre setores ou entre eles e outros países por meio de instrumentos financeiros. Essa conta abrange as operações que envolvem transferências de propriedades de ativos financeiros, como a criação e liquidação de ativos. Através dela é possível verificar como a economia nacional e seus setores estão, quando deficitários obtendo recursos através da contratação de responsabilidades ou cessão de ativos; ou quando se encontram superavitários aplicando seus excedentes, reduzindo passivos ou adquirindo ativos financeiros. Também, através do saldo da conta financeira é possível analisar a capacidade/ necessidade de financiamento de um país ou setor (ativos – passivos ou capacidade/ necessidade de financiamento) (BCB).

A conta financeira está subdividida entre outras subcontas: investimento direto, investimento em carteira, derivativos e outros investimentos. Tais subcontas podem ser melhor compreendidas abaixo:

- Investimento direto: ao se tratar de investimento direto, no caso aqueles que ocorrem no país referem-se a passivos emitidos por residentes brasileiros para credores estrangeiros e quando ocorrem no exterior trata-se de ativos externos detidos por residentes brasileiros. A subconta é dividida em dois principais instrumentos, sendo eles: participação no capital e operações intercompanhia. A participação no capital envolve tanto os recursos enviados em moeda ou bens para a aquisição, subscrição ou aumento

do capital social de empresas estrangeiras quanto os retornos oriundos da venda de participação em empresas estrangeiras e dos ganhos de capital decorrentes dessas alienações. As operações intercompanhia, por sua vez, englobam os créditos concedidos por empresas localizadas no Brasil às suas subsidiárias ou filiais no exterior, assim como os créditos que essas subsidiárias ou filiais estrangeiras concedem às suas matrizes no Brasil e entre empresas que compartilham a mesma matriz. Isso inclui empréstimos diretos, créditos comerciais e a emissão de títulos sem prazo determinado. (BCB)

- Investimento em carteira: o investimento em carteira é classificado em ativos e passivos. Nos ativos, incluem-se as transações e posições realizadas através de títulos de dívida ou participação no capital, como fluxos provenientes da emissão de títulos de crédito, que geralmente são registrados em mercados secundários. Esses ativos são divididos em ações, cotas em fundos e títulos de renda fixa. As ações e cotas em fundos representam instrumentos que, uma vez liquidados, asseguram os direitos dos credores; já os títulos de participação no capital incluem ações, sejam elas negociadas em bolsa ou não, além de outros tipos de participação no capital. Já os títulos de renda fixa correspondem a instrumentos de dívida que requerem o pagamento de juros. Quanto aos passivos, referem-se às transações e posições realizadas por meio de títulos de dívida de capital, incluindo emissões de títulos de crédito negociados em mercados secundários, como ações, cotas em fundos e títulos de renda fixa. (BCB)
- Derivativos: refere-se ao registro dos fluxos financeiros relacionados a liquidação de direitos e obrigações advindas de operações de *swap*, opções e futuros. (BCB).
- Outros investimentos: refere-se a uma conta residual da conta financeira, a qual é dividida entre passivos e ativos. As transações que não são incluídas nas subcontas acima são registradas como outros investimentos como: financiamentos, empréstimos, depósitos e créditos comerciais. (BCB).

5. ANÁLISE DA DINÂMICA DOS FLUXOS DE CAPITAIS DO MÉXICO E DO BRASIL

Ao analisar a dinâmica dos fluxos de capitais, torna-se relevante verificar os fatores que determinam essa dinâmica. Os agentes detentores de riquezas tomam suas decisões de liquidez baseados em momentos de incerteza, efeito manada, alteração de taxa de juros (situação em que os países buscam garantir um controle na inflação ou crescimento) entre outros, e para manterem sua riqueza acabam preferindo por ativos líquidos ou moedas ao invés de investirem.

A volatilidade dos fluxos de capitais também é influenciada pela livre mobilidade dos capitais e o regime de câmbio flutuante, pois, sem controles sobre os fluxos, gera-se um aumento da concorrência para mercados que informem maiores retornos; com o regime de câmbio flutuante a movimentação das taxas passa a ser maior gerando oportunidades para ganhos especulativos. De acordo com Dow (1993), os países que são mais sensíveis as mudanças de expectativas e efeitos de manada são os periféricos, de forma que se preferirem pela liquidez ao mesmo tempo geram uma fuga de capitais para divisa-chave ou ativos denominados.

Mercados financeiros abertos em países que se encontram em desenvolvimento também são mais sensíveis às mudanças dos agentes privados globais, para isso torna-se necessário garantir bons fundamentos macroeconômicos, porém, não são suficientes para que se evite saídas de fluxos de capitais em momentos em que haja reversão de expectativas. Ademais, para manter os volumes de capitais que são destinados a países em desenvolvimento, torna-se necessário manter reservas internacionais elevadas e até por vezes decorrem de diferenciais de juros gerando custos fiscais pontuados a fim de que não tenham severos efeitos com a saídas dos fluxos. Já em momentos em que a preferência pela liquidez dos agentes privados globais é menor, estes aumentam a parcela de ativos de menor qualidade e com maiores rendimentos (títulos de renda fixa e ações de países em desenvolvimento).

Alguns trabalhos empíricos buscam estimar a preponderância entre os fatores *push* e *pull*, com isso, verificou-se estimativas relevantes entre a taxa de juros dos Estados Unidos e a entrada líquida dos fluxos financeiros. A variável mostrou-se determinante no comportamento de risco de crédito em países em desenvolvimento de acordo com Fernandez Arias (1996).

Chuhan, Claessens e Mamigi (1993) e Taylor e Sarno (1997) estimaram que os fluxos de capitais para países latino-americanos são determinados pelos fatores internos e externos de forma que tanto os *push factors* quanto os *pull factors* são determinantes relevantes de longo prazo dos investimentos em títulos de renda fixa e ações; também verificaram que os *push factors* são mais preponderantes para investimentos de curto prazo.

Com base nessas análises, é possível examinar a dinâmica dos fluxos de capitais nos países selecionados, por meio de um detalhamento dos fluxos de investimentos diretos, investimentos de portfólio, outros investimentos, destacando as semelhanças e diferenças nas estratégias e respostas econômicas do México e do Brasil.

5.1. Brasil

A seguir serão apresentadas algumas estatísticas empíricas das subcontas da conta financeira no Brasil, com a finalidade de se compreender os comportamentos dos fluxos de capitais e também identificar padrões para a análise econômica. É possível verificar que as subcontas possuem comportamentos bem diferentes, apesar disso, o desvio padrão revela a existência de uma proximidade na concentração dos dados.

Tabela 1- Estatísticas Empíricas das subcontas financeiras (Brasil)

Estatísticas empíricas	Investimento direto	Investimento de portfólio	Outros investimentos
Média	10.562,67	3.060,56	-227,56
Mediana	8.820,42	1.456,85	21,84
Variância	66.263.133,31	82.899.302,86	63.310.617,30
Desvio padrão	8.140,22	9.104,91	7.956,80

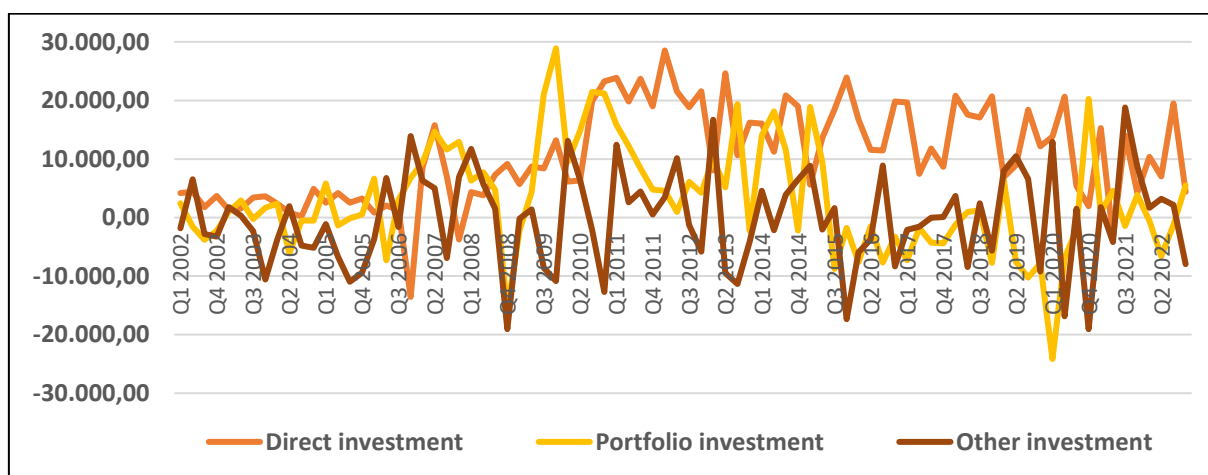
Fonte: Fundo Monetário Internacional (2002 a 2022).

As principais subcontas da conta financeira no Brasil entre os anos de 2002 a 2022 mostraram-se bem instáveis ao longo do período como é possível observar no gráfico 2, principalmente devido as grandes crises desse como: crise *subprime* que ocorreu em 2008 (com o estouro da bolha de hipotecas no mercado financeiro), crise de 2020 (COVID-19, infecção respiratória que ocasionou uma pandemia global e resultou em choques de demanda e oferta), que afetaram fortemente os investimentos devido às incertezas provocadas por essas crises.

Mesmo com a crise, a conta financeira no Brasil em 2009 mostrou um crescimento, devido a agência *Standard & Poor's* elevar a nota atribuída ao país para títulos em moeda estrangeira (avaliação de risco de investimento), o que colaborou para que o país fosse

considerado de baixa risco para investidores financeiros internacionais e posteriormente outras agências fazerem o mesmo. Já com a pandemia em 2020, houve cenários extremos em que as famílias passaram a destinar a maior parte de sua renda para bens de consumo e as empresas apresentaram prejuízos intensos devido a longos períodos de *lockdown*. Também, nesse período o apoio da política monetária entre os bancos centrais colaborou para o financiamento da ampliação de déficits em conta corrente, já com relação a empréstimos o setor público captou em massa a fim de financiar serviços de saúde e apoio econômico para empresas e famílias (FMI, 2021).

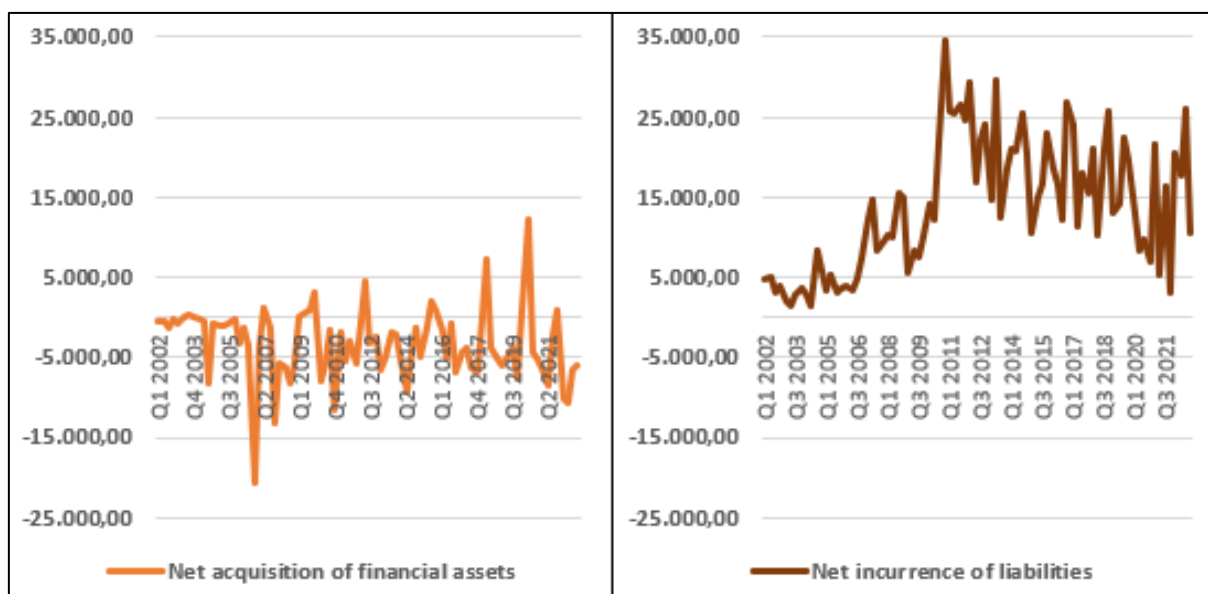
Gráfico 2 – Sub contas da Conta Financeira no Brasil (em milhões de dólares)



Fonte: Fundo Monetário Internacional (2002 a 2022).

No gráfico 3 é possível verificar que nos períodos de crise a subconta Investimento direto se mostrou em queda, mas, surpreendentemente em 2019 o Brasil chega a ser o quarto maior destino de investimentos diretos de todo o mundo. Já em 2020 com a pandemia, os números fornecidos pelo Banco Central mostram uma intensa retirada de aplicações financeiras pelos investidores no Brasil, cerca de 28,281 bilhões (incluindo nesse montante ações, fundos de investimentos e títulos de renda fixa). Ao verificar o histórico dessa subconta no país, tal saída de recursos de aplicações financeiras tornou-se a maior na economia brasileira desde 1995. Com relação ao fluxo cambial viu-se uma saída de 15,215 bilhões de dólares apenas nos primeiros 8 meses de 2020. (Banco Central, 2020).

Gráfico 3 – Investimento direto no Brasil (em milhões de dólares)

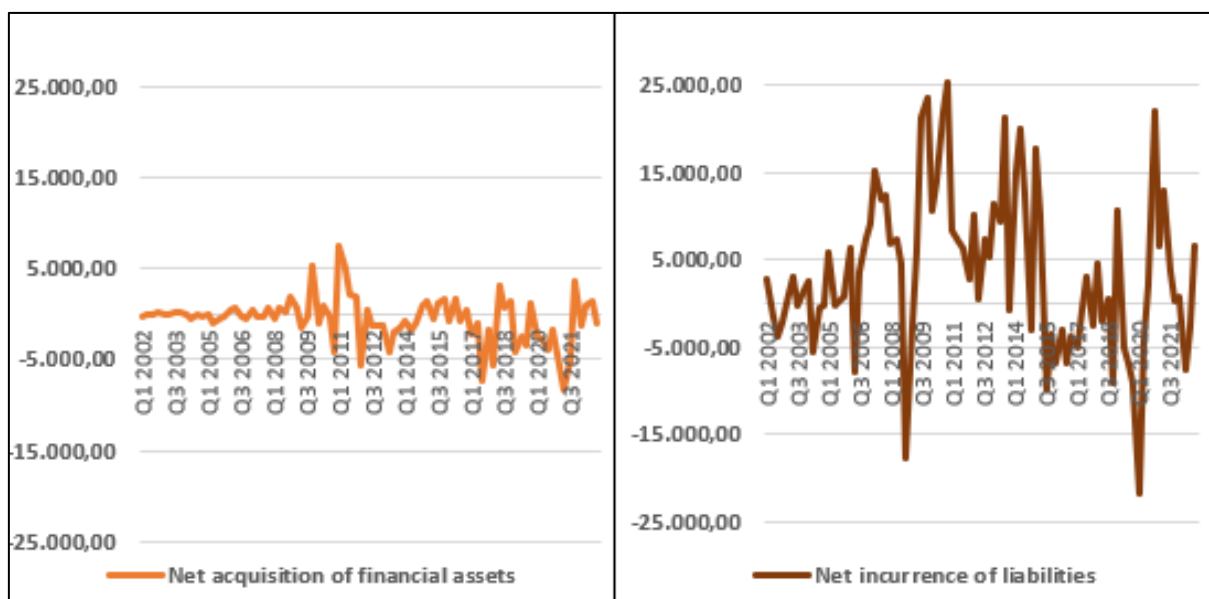


Fonte: Fundo Monetário Internacional (2002 a 2022).

Já a partir da subconta de investimentos de portfólio é possível verificar que há um padrão diferenciado entre a subconta de ativos e passivos, tanto a magnitude como a volatilidade são maiores na desagregação da conta para passivos, caracterizando um aumento a exposição às reversões abruptas de aplicações de estrangeiros. Esse padrão se destaca principalmente nos anos de crise, como em 2008 que com a quebra do banco do *Lehman Brothers* os investidores do mundo todo passaram a tirar suas aplicações de empresas, bancos e de títulos governamentais incluindo do Brasil, devido à incerteza sobre a veracidade de seus balanços; além disso os investidores precisaram resgatar para conseguir cobrir prejuízos ocasionados pela crise.

Todavia mesmo em um ano de recuperação para todos os países após a crise de crédito, o Brasil mostrou-se em 2009 com valores relevantes na subconta de Portfólio de investimentos, em parte isso se deveu a anulação da taxa de IOF (Imposto sobre operações financeiras) na liquidação de câmbio afim de movimentar a entradas de investidores externos no país.

Gráfico 4 – Investimento de Portfolio no Brasil (em milhões de dólares)

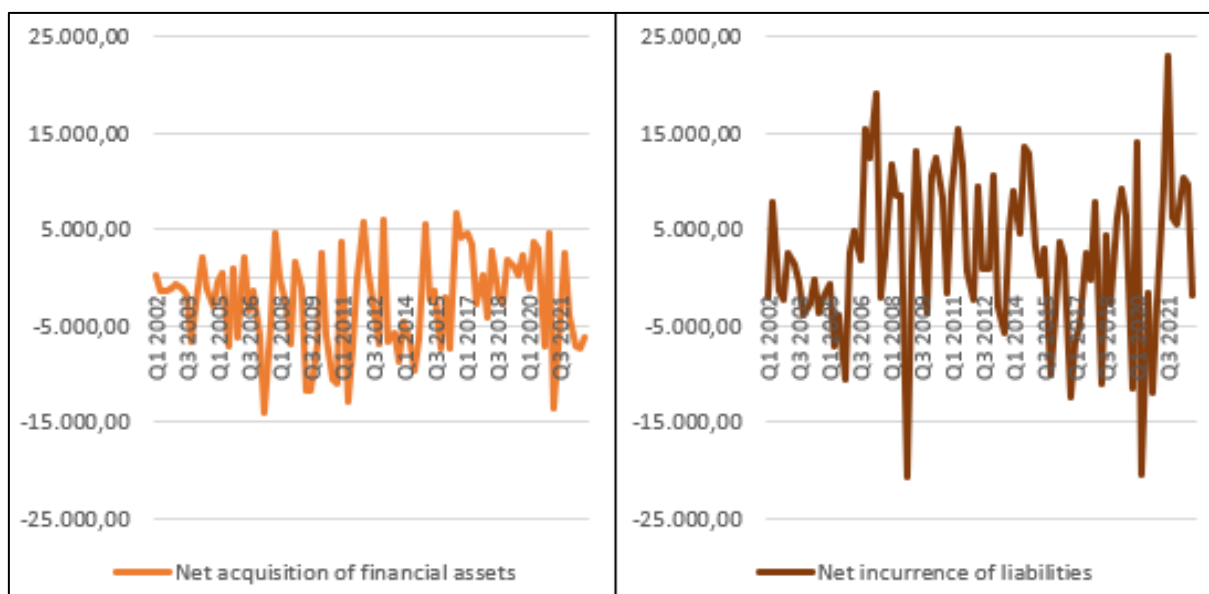


Fonte: Fundo Monetário Internacional (2002 a 2022).

É relevante observar que a conta de outros investimentos, verificada no gráfico 5, foi bem afetada durante os períodos de crise, pois as famílias passaram a diminuir financiamentos e empréstimos a fim de reduzir seus gastos e incertezas. Além disso, em 2008 o sistema financeiro apresentou falta de dinheiro disponível para concessões de crédito, o que ficou conhecido como empoçamento de liquidez. Como grande parte do crédito oferecido no Brasil vinha de fora, as empresas e famílias foram afetadas. Salienta-se, ainda, que a inadimplência de pessoa física no país aumentou e as empresas devido à dificuldade de obter financiamentos para investimentos sofreram efeitos.

A partir de setembro de 2008 o Banco Central chegou a informar que as linhas de empréstimos se mostravam 50% menores do que o normal, também que operações de swaps cambiais de aproximadamente US\$30 milhões foram implementadas a fim de serem medidas que atenuassem em parte a desvalorização cambial. Ademais, diante de tamanha escassez de crédito disponível no mercado, o governo passa a injetar estímulos na economia a fim de aumentar consumo no país, reduzindo a alíquota de depósito compulsório dos bancos e etc. Antes da crise o banco central vinha subindo os juros no Brasil, porém a partir de dezembro de 2008 a taxa parou de subir e foi mantida até 2010; quando o crescimento do país foi retomado e os juros voltaram a subir.

Gráfico 5 – Outros investimentos no Brasil (em milhões de dólares)



Fonte: Fundo Monetário Internacional (2002 a 2022).

5.2. México

A seguir serão apresentadas algumas estatísticas empíricas das subcontas da conta financeira no México, com a finalidade de se compreender os comportamentos dos fluxos de capitais e também identificar padrões para a análise econômica. É possível verificar que as subcontas possuem comportamentos bem diferentes e bem menores que os apresentados pelo Brasil. No México a conta de investimento direto apesar de possuir a maior média das estatísticas apresentadas, detêm poucos trimestres concentrados em altos valores, como mostra seu desvio padrão.

Tabela 2- Estatísticas Empíricas das subcontas financeiras (México)

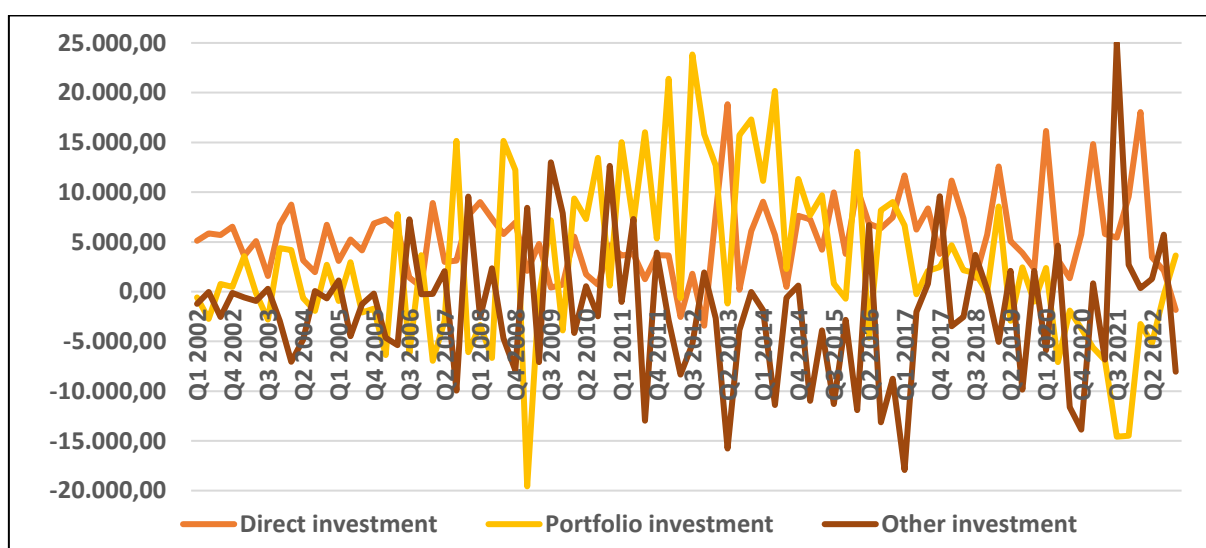
Estatísticas empíricas	Investimento direto	Investimento de portfólio	Outros investimentos
Média	5.418,78	2.876,39	-1.765,43
Mediana	5.343,26	1.976,14	-1.254,24
Variância	16.498.803,03	66.816.232,42	47.473.986,11
Desvio padrão	4.061,87	8.174,12	6.890,14

Fonte: Fundo Monetário Internacional (2002 a 2022).

Ao observar as subcontas da conta financeira no México verifica-se um alto de grau de volatilidade ao longo do período como mostra-se no gráfico 6, assim como no Brasil. Parte dela se deu como reflexo da crise de 2008, que trouxe um cenário de quedas em: pagamentos realizados para os Estados Unidos, entradas de exportações de petróleo que levou a uma

deterioração nos balanços fiscais e gasto de investimento físico bem menor do que o previsto (CUT, 2009). No ano de 2012, o cenário se evolui, mas, ainda há um momento de forte recessão com uma intensa diminuição das exportações especialmente para os Estados Unidos (país o qual o México é muito dependente), ajustes dos gastos públicos por parte do governo e má execução orçamentária, também investimentos no setor habitacional e furacões que segundo alguns economistas reduzem o PIB entre 0,1 e 0,4 pontos percentuais no curto prazo (Pozzi, 2013), o que leva a investidores com aversão a riscos.

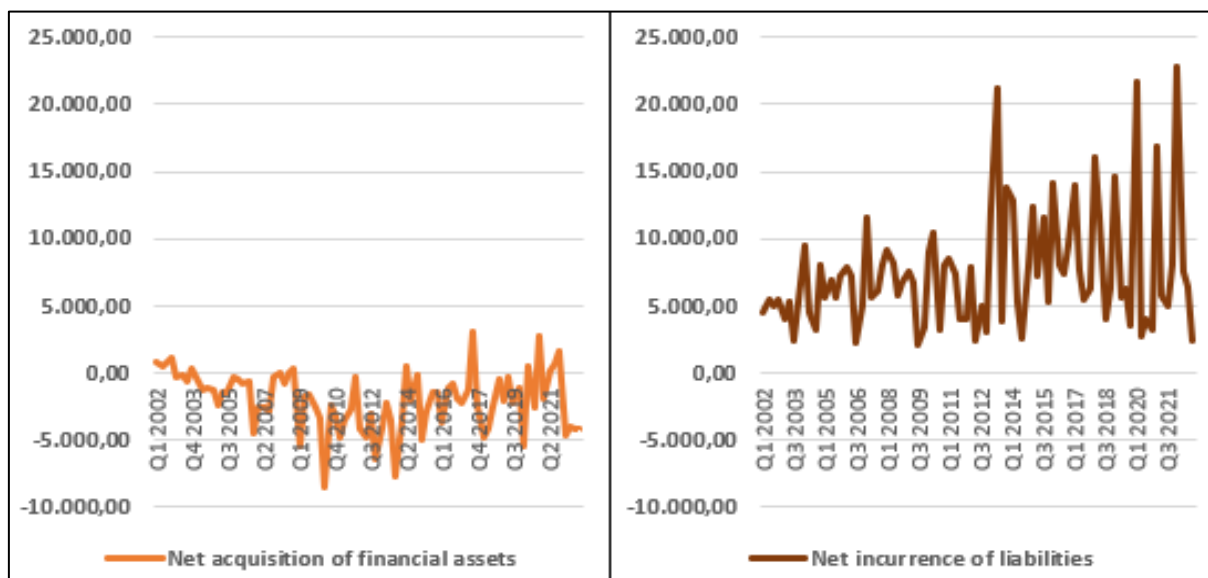
Gráfico 6 – Sub contas da Conta Financeira no México (em milhões de dólares)



Fonte: Fundo Monetário Internacional (2002 a 2022).

Já na subconta de investimento direto é possível verificar que há um padrão diferenciado entre a subconta de ativos e passivos, tanto a magnitude como a volatilidade são maiores na desagregação da conta para passivos. Mesmo assim, a conta responde com menor intensidade a fatores de pressão como choques de curto prazo, devido a sua menor liquidez frente as demais subcontas. Ela se apresenta bem mais constante que as demais por ser um investimento de longo prazo, gerando relações de financiamento e transmissão de tecnologia como resultado da maximização de lucro pelas empresas estrangeiras.

Gráfico 7 – Investimento direto no México (em milhões de dólares)



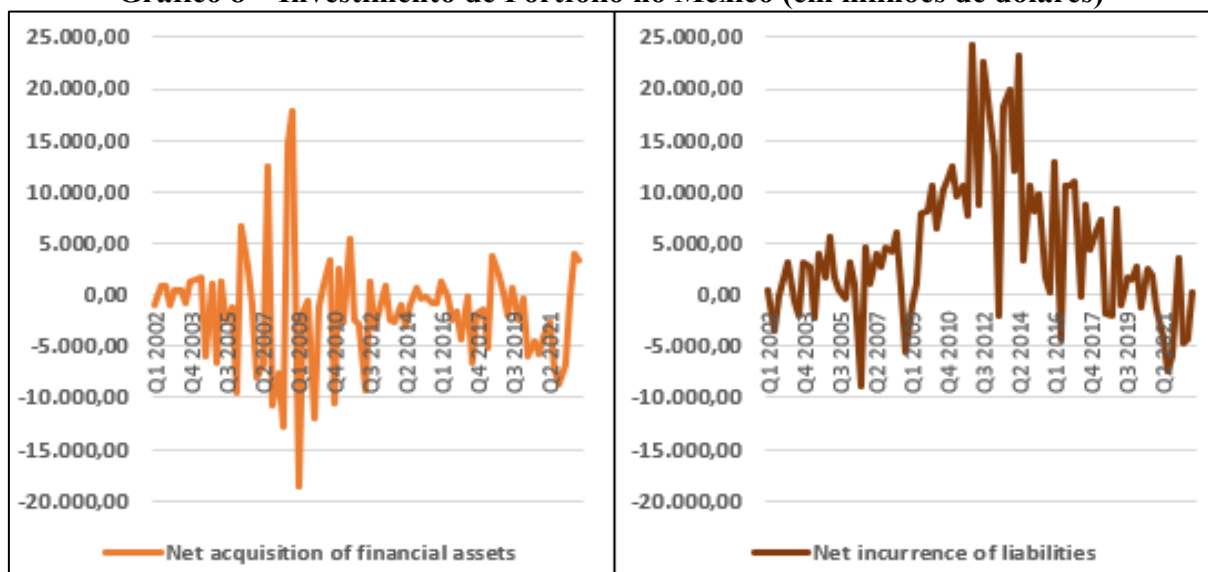
Fonte: Fundo Monetário Internacional (2002 a 2022).

É possível verificar que devido a confiança nas obrigações mexicanas (UNCTAD, 2013) a subconta portfólio de investimento obteve bons alcances como é possível verificar no gráfico 8, porém, como em 2013 o *Federal Reserve* anunciou a possibilidade de diminuir as políticas monetárias não convencionais que estimulam a economia após a crise financeira, os fluxos de portfólio de investimento sofreriam uma queda potencial. Com o aumento da compra de títulos de dívida pública por não residentes, viu-se um aumento nas contas de investidores estrangeiros em bancos nacionais em dólares e mesmo com uma possibilidade de choques externos no curto prazo o México foi capaz de diminuir seus riscos.

O México também se qualificou para uma linha de crédito flexível do FMI, devido aos seus sólidos fundamentos econômicos e um bom quadro político no país. Com isso, a confiança dos investidores aumentou muito e o país conseguiu reservas internacionais.

A taxa de juros aplicada pelos EUA também influenciou nos investimentos dos investidores nacionais, pois, por vezes, investir no próprio país pode levar a custos de oportunidade bem altos. Também, é importante destacar que a valorização da moeda estrangeira também levou os investidores nacionais a investirem em ativos estrangeiros.

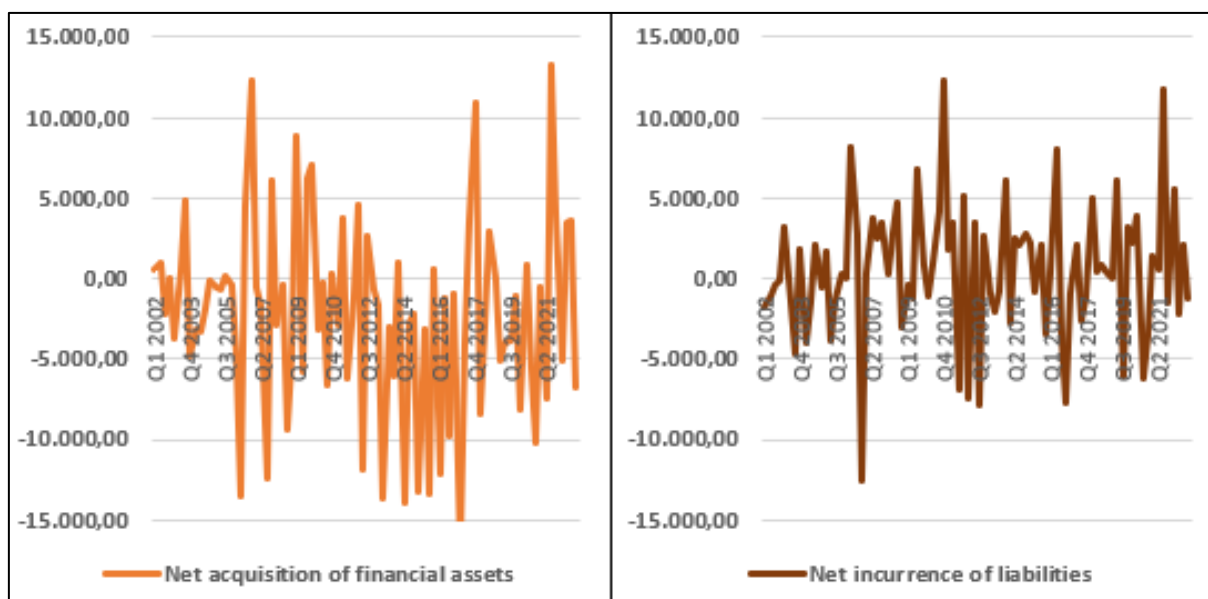
Gráfico 8 – Investimento de Portfolio no México (em milhões de dólares)



Fonte: Fundo Monetário Internacional (2002 a 2022).

Com relação a subconta de outros investimentos apresentada no gráfico 9, é possível observar durante os períodos que as entradas praticamente não sofrem muitas variações com as saídas, isso porque a subconta de outros investimentos não é muito afetada por choques na taxa de juros dos EUA, mas, é afetada pela taxa de juro interbancária mexicana que gera um aumento nos retornos desses investimentos. Assim, com um aumento da inflação interna os retornos nesses investimentos se tornam mais baixos portanto, menos atraentes aos investidores. Isso ocorreu em 2009 e 2021 onde as taxas de inflação do México informadas pelo Instituto Nacional de Estatística e Geografia foram de 6,17% e 7,34% respectivamente, e sem dúvidas foram refletidas nos gráficos acima através da diminuição desses investimentos nos períodos (INEGI, 2014).

Gráfico 9 – Outros investimentos no México (em milhões de dólares)



Fonte: Fundo Monetário Internacional (2002 a 2022).

5.3. Análise comparada de fluxos de capitais: Brasil x México

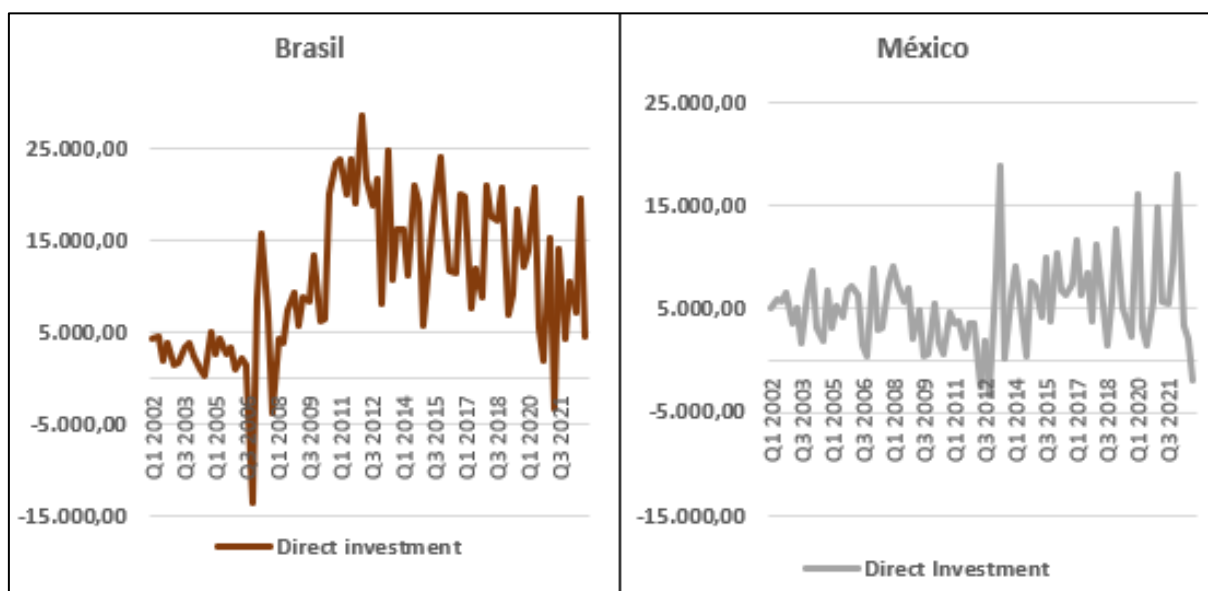
Ao realizar uma comparação entre os dois países destacados anteriormente é possível verificar semelhanças e diferenças expressivas que serão detalhadas nos seguintes tópicos:

5.3.1. Investimento direto

Ao analisar a subconta de investimento direto nos países analisados é possível verificar que ambos iniciam a série histórica praticamente com os mesmos valores e ao longo do período apontam variações importantes, sendo que o Brasil apresenta maior magnitude de fluxos desse tipo, atingindo o pico de mais de U\$25 bilhões. Em 2006 é possível verificar que os investimentos diretos no Brasil diminuíram muito (alcançando praticamente U\$ -15 bilhões), ao passo que o México apresenta uma queda, mas com menor intensidade. Isso pode ser explicado pelo fato de que o México é um país com uma abertura significativa ao investimento estrangeiro direto, detém uma boa localização geográfica (atuando por vezes como plataforma de trânsito para a América do Norte e América Latina), possui uma ampla variedade de recursos naturais e um custo de trabalho não muito alto e com qualificação, garantindo para si o investimento de muitas empresas e países como os Estados Unidos que entre os investimentos

provenientes de países estrangeiros destaca-se com 46,7%, seguido da Espanha com 13,7% (Comércio Santander).

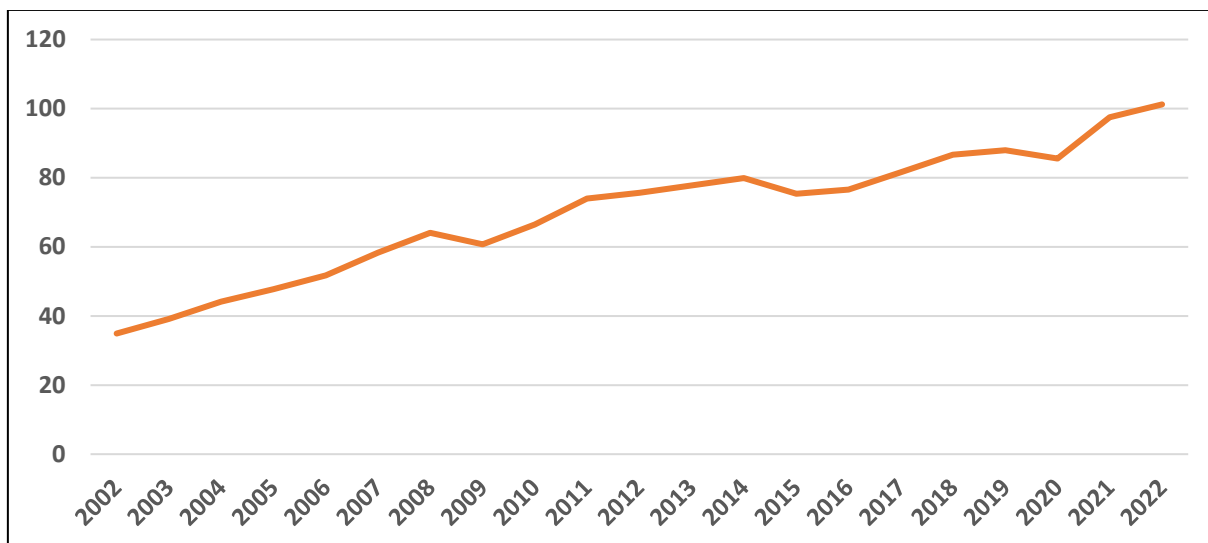
Gráfico 10 – Investimento direto Brasil vs México (em milhões de dólares)



Fonte: Fundo Monetário Internacional (2002 a 2022).

É importante considerar que os investimentos diretos estão correlacionados com o PIB mundial (como pode-se observar no gráfico abaixo), sendo que em momentos de maior confiança e crescimento da economia mundial há um estímulo por parte dos investidores estrangeiros e ampliação da integração na economia mundial. Pode-se observar no gráfico 10 que nos períodos de crise ambos demonstram uma retração da atividade econômica como em 2008, 2009 e 2020 que os investimentos caíram fortemente. Nos momentos de expansão do PIB foi possível verificar o aumento dos investimentos e uma recuperação mais rápida no Brasil, sendo que ambos apresentam essa recuperação de forma pró-cíclica dos investimentos, em que a performance acaba sendo influenciada por bons momentos do cenário econômico mundial. (BNDES, 2022)

Gráfico 11 – PIB mundial entre 2002 a 2022 (em trilhões de dólares)



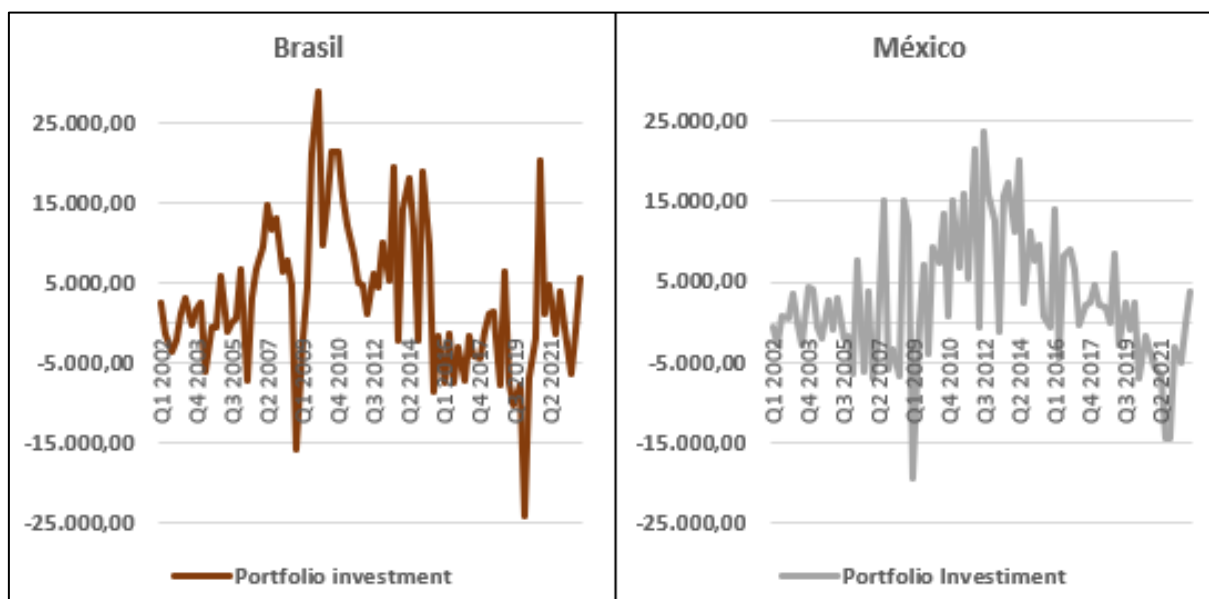
Fonte: Fundo Monetário Internacional (2002 a 2022).

5.3.2. Investimento de portfólio

Ao observar os investimentos de portfólio entre os países analisados pode-se verificar semelhanças ao longo do período principalmente a alta volatilidade. Em 2020 o Brasil sofreu maiores efeitos na subconta de portfólio de investimentos do que o México, isso pois o país contou com uma fuga de capitais extrema no período de pandemia, onde cerca de 11,73 bilhões de dólares (em grande parte pela venda de ações) (IIF) deixaram o país, já o México nesse mesmo período contou com uma saída de apenas U\$2 bilhões, número que apesar de expressivo frente ao Brasil é menos relevante.

Devido a sensibilidade do Brasil frente ao exterior por seu tamanho de mercado, muitos administradores de fundos de investimento e carteiras possuem ordens de vender ativos do bloco e assim as saídas acabam sendo mais intensas. Também, o país é influenciado pela sua economia que termina de sair de uma recessão intensa e que se encontra exposta devido à venda de matérias primas, as quais tiveram seu consumo extremamente reduzido pela crise do coronavírus.

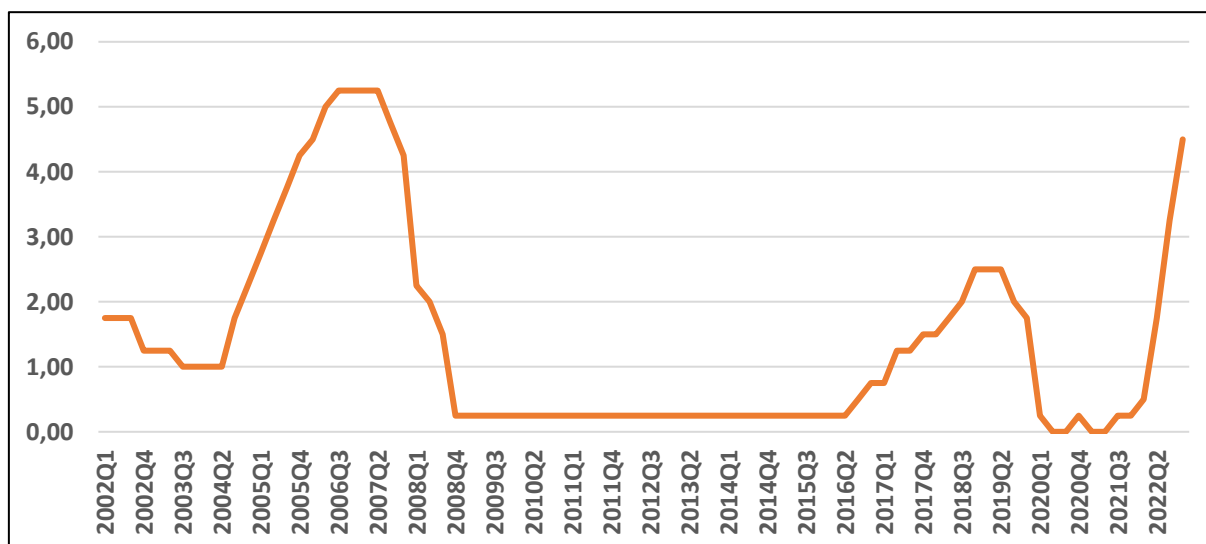
Gráfico 12 – Investimento de portfólio - Brasil vs México (em milhões de dólares)



Fonte: Fundo Monetário Internacional (2002 a 2022).

Tal subconta por ser influenciada pela taxa de juros dos Estados Unidos que chega a demonstrar em 2009 uma queda intensa devido à crise de 2008, alcançando uma taxa de 0,25%.

Gráfico 13 – Taxa de juros nos Estados Unidos (em %)



Fonte: Fundo Monetário Internacional (2002 a 2022).

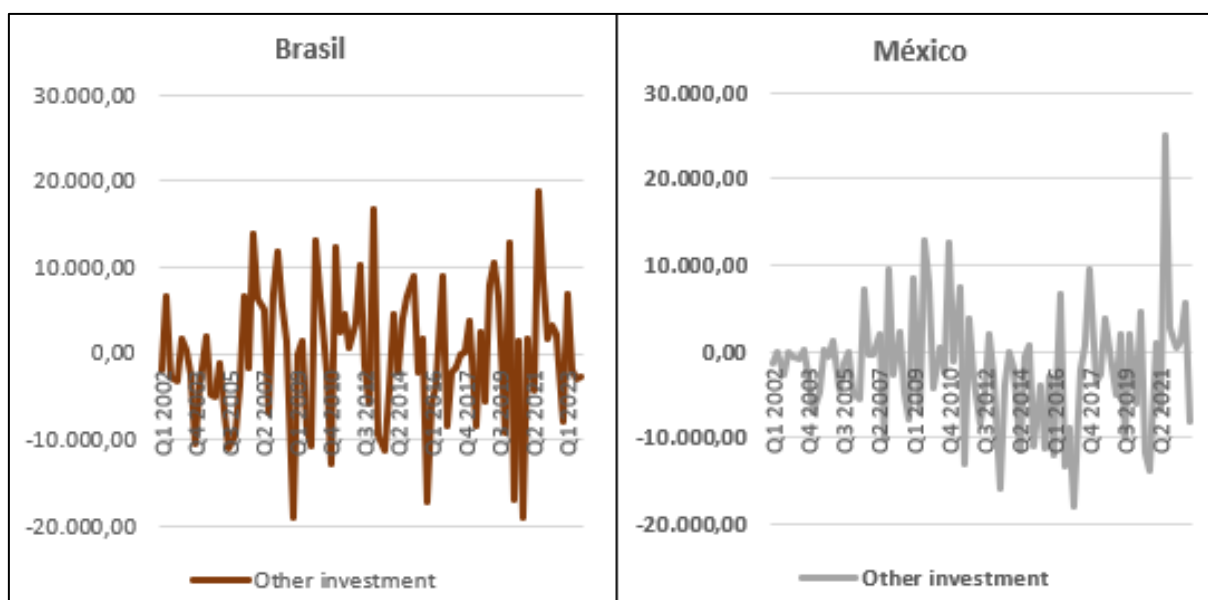
5.3.3. Outros investimentos

Ao analisar a subconta de outros investimentos é possível verificar que ambos os países apresentam variações semelhantes e bem voláteis, sendo que o Brasil sofreu nessa subconta um

efeito maior de saída de capitais na crise financeira internacional, em 2008/2009. Torna-se relevante pontuar que ambos os países recebem magnitudes acentuadas desse tipo de fluxo de capital devido a sua natureza de registros de créditos comerciais e de fluxos de moedas e depósitos.

É possível verificar que o México obteve um forte recebimento de capitais em outros investimentos em 2021, em partes devido ao aumento da taxa de juros interbancária que reflete em um aumento no retorno desses investimentos, porém, como logo em seguida a taxa de inflação no México se elevou chegando a 7,34% causou efeito na atratividade desse investimento (INEGI, 2014).

Gráfico 14 – Outros investimentos - Brasil vs México (em milhões de dólares)

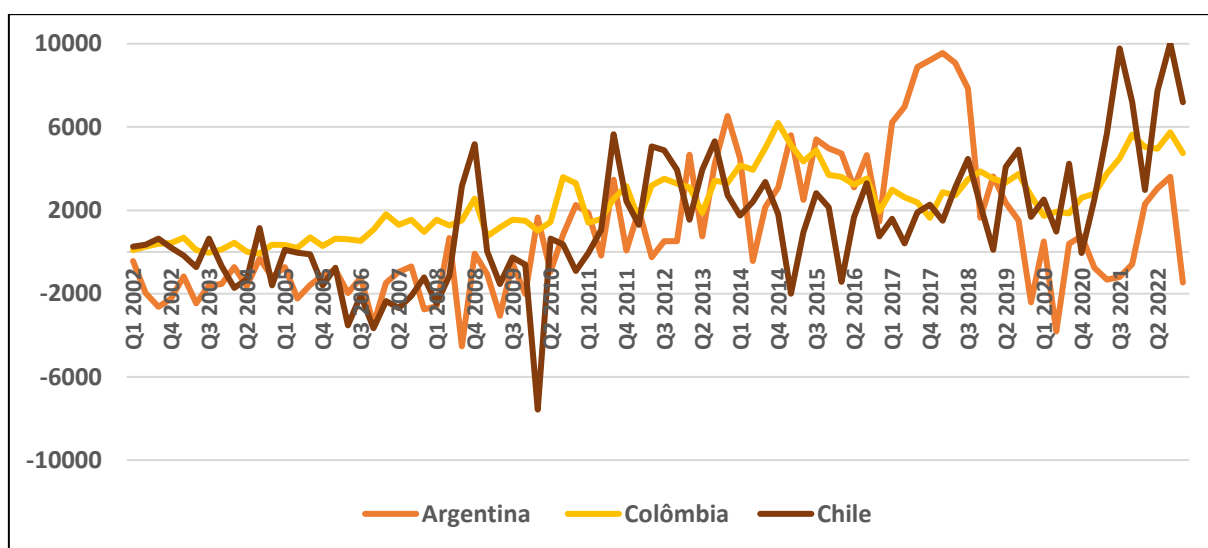


Fonte: Fundo Monetário Internacional (2002 a 2022).

Por fim, ao analisar os fluxos de capital de outros países em desenvolvimento na América Latina, como Argentina, Colômbia e Chile, torna-se evidente a disparidade em relação ao Brasil e ao México. Esses três países apresentam fluxos de capital significativamente menores, reflexo de diversos fatores estruturais e conjunturais. O tamanho relativamente reduzido de suas economias e mercados internos limita sua capacidade de atrair grandes volumes de investimento. Além disso, a estabilidade econômica e política menos consistente, quando comparada às maiores economias da região, inibe a confiança de investidores estrangeiros.

Outro aspecto crucial são as políticas de atração de investimentos, que variam em sua eficácia. Enquanto Brasil e México implementaram reformas e estratégias mais robustas para captar capital internacional, os países menores enfrentam desafios maiores, tanto na criação de condições favoráveis ao investimento quanto na diversificação de suas economias, tornando-os mais vulneráveis a choques externos.

Gráfico 15 – Conta financeira – Países em desenvolvimento selecionados (em milhões de dólares)



Fonte: Fundo Monetário Internacional (2002 a 2022).

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise desenvolvida ao longo desta monografia permitiu identificar e discutir as principais dinâmicas econômicas que influenciam os fluxos de capitais para economias emergentes, com foco no Brasil e no México. Os resultados podem sugerir que a política monetária dos países centrais, especialmente dos Estados Unidos, exerce uma influência direta e significativa sobre a liquidez global e, consequentemente, sobre a estabilidade econômica desses países periféricos. Durante períodos com taxas de juros reduzidas nas economias desenvolvidas, observa-se um maior influxo de capitais em busca de rendimentos mais elevados. Entretanto, mudanças abruptas nessas condições resultam frequentemente em reversões rápidas e severas de recursos, expondo vulnerabilidades profundas, especialmente na dinâmica de câmbio.

A pesquisa corroborou a hipótese de que a abertura financeira promovida no Brasil e no México, apesar de ter facilitado a atração de investimentos e impulsionado o crescimento econômico, também ampliou a exposição dessas economias a choques externos. A volatilidade dos fluxos de capitais é, em grande parte, impulsionada por fatores globais, como variações nas taxas de juros e nas expectativas de risco, demonstrando que a preferência pela liquidez por parte dos investidores globais pode rapidamente se converter em fuga de capitais, afetando variedades a dinâmica econômica local.

Por fim, este estudo contribui para uma compreensão das interações entre os mercados financeiros globais e as economias emergentes. Ao evidenciar a dualidade entre as oportunidades trazidas pela abertura financeira e os riscos de maior vulnerabilidade, a monografia reforça a necessidade de políticas econômicas robustas e bem estruturadas para mitigar os efeitos adversos de reversões nos fluxos de capitais. Em um cenário de incertezas globais crescentes, essa abordagem é essencial para garantir a resiliência e a estabilidade econômica do Brasil e do México, bem como de outras economias periféricas.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Nota Metodológica: Conta Financeira e Conta Patrimonial. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/htms/infekon/patflu/arquivos/notametod_contafinanc_contapatrim.pdf. Acesso em: 03 de ago. de 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório Integrado 2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatoriointegrado2020>. Acesso em: 26 de ago. de 2024.

BANCO DO MÉXICO. Disponível em: <https://www.banxico.org.mx/>. Acesso em: 05 de jul. de 2024.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). Investimentos estrangeiros: análise e perspectivas. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/23091/1/PRArt_RB%2058_Investimentos%20estrangeiros%20diretos.pdf. Acesso em: 10 de jun. de 2024.

BLOCK, F.L. The Origins of International Economic Disorde: A Study of United States International Monetary Policy from World War II to the Present. Berkeley: University of California, 1978

BRESSER-PEREIRA, L. C.; OREIRO, J. L.; MARCONI, N. Developmental macroeconomics London: Routledge, 2015.

CARNEIRO, R.. Globalização e inconvertibilidade monetária. Revista de Economia Política, v. 28, n. 4, p. 539-556, 2008a.

CARNEIRO, R. G. O Dólar e seus rivais. Observatório da Economia Global, n. 1, 2010.

CARNEIRO, R. M. O mito da convertibilidade ou moedas não são bananas. Boletim Política Econômica em Foco, Campinas, IE/Unicamp, Suplemento 1, maio/ago. 2003.

CENTRAL ÚNICA DOS TRABALHADORES (CUT). No México, o NAFTA fundou mais 4,5 milhões na pobreza em 2008. Disponível em: <https://www.cut.org.br/noticias/no-mexico-nafta-afundou-mais-4-5-milhoes-na-pobreza-em-2008-5ae4>. Acesso em: 05 de jul. de 2024.

CHUHAN, P.; CLAESSENS, S.; MAMINGI, N. Equity and Bond Flows to Asia and Latin America. The World Bank, Policy Research Working Papers, n. 1160. 1993. Disponível em: <http://www-wds.worldbank.org/>. Acesso em: 02 de ago. de 2024.

CINTRA, M.A.M.; PRATES, D.M. Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil. In: SICSÚ, J.; VIDOTTO, C. (ed.) Economia do Desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 175-199.

CINTRA, M.A.M.; PRATES, D.M. K. Os países em desenvolvimento diante da crise financeira global. In: ACIOLY, L.; LEÃO, R.P.F. Crise financeira global: mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil – Livro 2. Brasília: Ipea, 2011, p. 11-46.

COHEN, B.J. The future of sterling as an international currency. London: Macmillan, 1971.

COHEN, B. J. The geography of money. Ithaca: Cornell University Press, 1998.

COMÉRCIO SANTANDER. Fluxos de IED no México. Disponível em: <https://santandertrade.com/pt/portal/internacionalize-se/mexico/fluxos-de-ied-2>. Acesso em: 10 de set. de 2024.

CONFERÊNCIA DAS NAÇÕES UNIDAS SOBRE COMÉRCIO E DESENVOLVIMENTO (UNCTAD). *Investigação Mundial Relatório Mundial de Investimentos 2013: Cadeias Globais de Valor - Investimento e Comércio para o Desenvolvimento*. Nova Iorque; Genebra. Disponível em: https://unctad.org/system/files/official-document/wir2013_en.pdf. Acesso em: 10 de set. de 2024.

DE CONTI, B.M.; BIANCARELI, A.; ROSSI, P. Currency hierarchy, liquidity preference and exchange rates: a Keynesian/minsky approach. *Congrès de l'Association Française d'Économie Politique*, Université Montesquieu Bordeaux IV, 2013.

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*, no prelo, 2014.

DOW, S. C. *Money and the economic process*. Aldershot, Edward Elgar, 1993.

FERNANDEZ-ARIAS, E. The new wave of private capital inflows: Push or pull? *Journal of Development Economics*, Elsevier, v. 48, n.2, p. 389-418, March, 1996.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Liberalizing capital flows and managing outflows. Washington: FMI, Mar. 2012b. Disponível em: <http://goo.gl/Q7cts6>. Acesso em: 05 de jun. de 2024.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). Como a pandemia ampliou os saldos globais de conta corrente. Disponível em: <https://www.imf.org/pt/Blogs/Articles/2021/08/02/blog-how-the-pandemic-widened-global-current-account-balances>. Acesso em 10 de jul. de 2024.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). Dados - Biblioteca eletrônica do FMI. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Data>. Acesso em 03 de jul. de 2024.

IIF. Instituto de Finanças Internacional. Disponível em: <https://www.iif.com/>. Acesso em 10 de out. de 2024.

INEGI. Instituto Nacional de Estatística e Geografia do México. Disponível em: <https://www.inegi.org.mx/default.html>. Acesso em: 08 de ago. de 2024.

KREGEL, J. Some risks and implications of financial globalization for national policy autonomy. *UNCTAD Review*, p. 55- 62, 1996.

KRUGMAN, P.R. The international role of the dollar: theory and prospect. In: BILSON, J.F.O.; MARSTON, R.C. (ed.) *Exchange rate theory and practice*. Chicago: University of Chicago press, 1984. p. 261-278

MINISTÉRIO DA ECONOMIA (Brasil). Índices de Preços por Commodities. Disponível em: https://balanca.economia.gov.br/balanca/IPQ/commodities_mes.html. Acesso em: 03 de set. de 2024.

PLIHON, D. *La monnaie et ses mecanismes* Paris: La Découverte, 2001.

POZZI, Sandro. "O crescimento do PIB do México é impulsionado pela indústria e pelos serviços". El País, 2013. Disponível em: https://elpais.com/economia/2013/05/30/actualidad/1369919865_933840.html. Acesso em: 10 de set. de 2024.

PRATES, D.M. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. Revista de Economia Contemporânea, v. 9, n. 2, p. 263-288, 2005.

PRATES, D. M. Crises financeiras nos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa. 2002. Tese (Doutorado)–Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia, Campinas, 2002.

SERRANO, F. From ‘static’ gold to the floating dollar. Contributions to Political Economy, v. 22, n. 1, p. 87-102, 2003.

Silva, L. A. S. (2018). Fluxos de capitais para os países emergentes: A visão do FMI. IPEA.

SOUZA, Henrique F. Análise dos fluxos da conta financeira do balanço de pagamentos brasileiro e a dinâmica especulativa dos investimentos diretos (período 2000-2016). Dissertação de Mestrado. Programa de Pós-Graduação em Economia, do Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia, 2017.

SOUZA, Henrique Ferreira de. Fluxos de capitais e vulnerabilidade externa: o estudo da dinâmica financeira dos investimentos diretos nos países do BRICS (2000-2019). 293 f. Programa de Pós-Graduação em Economia, do Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia, 2021.

SOUZA, Henrique Ferreira; CORRÊA, Vanessa Petrelli. Dinâmica dos ciclos de liquidez mundial nos anos 2000-2019: uma proposição a partir de indicador calculado e análise de conjuntura. São Paulo: Instituto de Economia e Relações Internacionais - UFU.

TAVARES, M.C. A retomada da hegemonia americana. Revista de Economia Política, v. 5, n. 2, p. 5-16, 1985

TAYLOR, M.; SARNO, L. Capital Flows to Developing Countries: Long and Short-Term Determinants. The World Bank Economic Review, v. 11, n. 3, 1997.