



MAURICIO ANDRADE WEISS

**Dinâmica dos fluxos financeiros para os países em
desenvolvimento no contexto da globalização financeira**

**Campinas
2014**



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA**

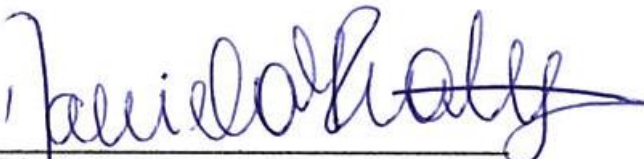
MAURICIO ANDRADE WEISS

**Dinâmica dos fluxos financeiros para os países em
desenvolvimento no contexto da globalização financeira**

Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates – orientadora

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Doutor em Ciências Econômicas, área de concentração: Teoria Econômica.

**ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO FINAL
DA TESE DEFENDIDA PELO ALUNO MAURICIO
ANDRADE WEISS E ORIENTADA PELA PROF^a. DR^a.
DANIELA MAGALHÃES PRATES.**


Orientadora

**CAMPINAS
2014**

Ficha catalográfica
Universidade Estadual de Campinas
Biblioteca do Instituto de Economia
Maria Teodora Buoro Albertini - CRB 8/2142

W436d Weiss, Maurício Andrade, 1983-
Dinâmica dos fluxos financeiros para os países em desenvolvimento no contexto da globalização financeira / Maurício Andrade Weiss. – Campinas, SP : [s.n.], 2014.

Orientador: Daniela Magalhães Prates.
Tese (doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Finanças internacionais. 2. Fluxo de capitais. 3. Modelos econométricos. I. Prates, Magalhães Prates, 1970-. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Informações para Biblioteca Digital

Título em outro idioma: Dynamics of financial flow to developing countries in the context of financial globalization

Palavras-chave em inglês:

International finance

Capital flows

Econometric models

Área de concentração: Teoria Econômica

Titulação: Doutor em Ciências Econômicas

Banca examinadora:

Daniela Magalhães Prates [Orientador]

Bruno Martarello de Conti

André Martins Biancarelli

André Moreira Cunha

Aderbal Oliveira Damasceno

Data de defesa: 27-02-2014

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas



TESE DE DOUTORADO

MAURICIO ANDRADE WEISS

Dinâmica dos fluxos financeiros para os países em desenvolvimento no contexto da globalização financeira

Defendida em 27/02/2014

COMISSÃO JULGADORA

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Daniela Magalhães Prates", is positioned above the printed name.

Prof. Dr^a. DANIELA MAGALHÃES PRATES
Instituto de Economia / UNICAMP

A small, handwritten signature in blue ink, appearing to read "Bruno Martarello de Conti", is positioned above the printed name.

Prof. Dr. BRUNO MARTARELLO DE CONTI
Instituto de Economia / UNICAMP

A large, handwritten signature in blue ink, appearing to read "André Martins Biancarelli", is positioned above the printed name.

Prof. Dr. ANDRÉ MARTINS BIANCARELLI
Instituto de Economia / UNICAMP

Prof. Dr. ANDRÉ MOREIRA CUNHA
Universidade Federal de do Rio Grande do Sul / UFRGS

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Aderbal O. Damasceno", is positioned above the printed name.

Prof. Dr. ADERBAL OLIVEIRA DAMASCENO
Universidade Federal de Uberlândia / UFU

Agradecimentos

Em primeiro lugar agradeço a minha orientadora, Daniela Magalhães Prates, pela imensa contribuição ao andamento desta tese. Sem seus conselhos e correções esta tese não existiria. Agradeço também pela paciência e esforço empregado na construção deste trabalho ao longo dos últimos quatro anos. Agradeço ainda pela contribuição na minha formação acadêmica.

Estendo meus agradecimentos aos professores que aceitaram participar da minha banca de defesa, Prof. Dr. André Martins Biancareli, Prof. Dr. André Moreira Cunha, Prof. Dr. Bruno Martarello De Conti e Prof. Dr. Aderbal Oliveira Damasceno. Como também aos professores que trouxeram importantes contribuições através da banca de qualificação: Alexandre Gori Maia e mais uma vez Bruno de Conti.

Agradeço também a todos os professores e colegas que me acompanharam ao longo da graduação, mestrado e doutorado. Destes, volto a agradecer meu orientador de mestrado, André Moreira Cunha, o qual não apenas foi fundamental à execução da dissertação, como foi também um dos principais responsáveis para prosseguir na caminhada acadêmica.

Por fim, agradeço a minha família e amigos por todos os anos de companheirismo. Dedico esta tese à minha esposa Silvana, a qual se dedicou intensamente para que eu conseguisse concluir este trabalho, e a minha mãe Ana Lúcia, por ter se esforçado e me apoiado em todos os anos de estudo, desde a infância até a conclusão desta tese.

“A riqueza de cada um, a cultura, a alegria, não são apenas bens pessoais: representam reservas de vitalidade social, que devem ser aproveitadas para fortalecer a ação de Estado” (Getúlio Vargas).

Resumo

Uma das características fundamentais da dinâmica das finanças internacionais no contexto de globalização financeira é a volatilidade dos fluxos de capitais. Essa volatilidade é decorrente da dominância da lógica financeira sobre a produtiva no capitalismo contemporâneo e das atuais características do sistema monetário internacional (SMI). Em períodos de elevado apetite pelo risco, os fluxos de capitais tendem a se direcionar a esse conjunto de países. Já nos momentos de elevada preferência por liquidez, esses fluxos migram para os países desenvolvidos, principalmente aos Estados Unidos. Esta tese pretende dar uma contribuição à literatura empírica sobre os determinantes dos fluxos de capitais aos países em desenvolvimento por meio de um modelo econométrico de dados em painel com a utilização de diferentes métodos: mínimos quadrados ordinários, efeitos fixos, efeitos aleatórios, primeira diferença e método dos momentos generalizados. Os resultados obtidos contribuíram com os estudos anteriores que apontaram para um predomínio dos fatores externos sobre os internos na determinação dos fluxos de capitais. Merece destaque o indicador de volatilidade VIX CBOE, o qual se mostrou significativo e com sinal esperado nas doze equações testadas.

Palavras-chave: sistema monetário e financeiro internacional; ciclos de liquidez; fluxos de capitais; países em desenvolvimento; dados em painel.

Abstract

One of the key features of the dynamics of international finance in the context of financial globalization is the volatility of capital flows. This volatility is due to the dominance of the financial over the productive logic of contemporary capitalism and the current characteristics of the international monetary system (IMS). In periods of high risk appetite, capital flows tend to raise its share in developing countries. But in the periods of high liquidity preference, these flows migrate to developed countries, mainly to the United States. This thesis aims to give a contribution to the empirical literature on the determinants of capital flows to developing countries using an econometric panel data model with the use of different methods: ordinary least squares, fixed effects, random effects, first difference and generalized method of moments. The results contributed to earlier studies that showed a predominance of external factors over internal ones in determining capital flows. Also noteworthy is the CBOE VIX volatility indicator, which showed significant and with the expected sign on the twelve tested equations.

Key words: International monetary and financial system; liquidity cycles; capital flows; developing countries; panel data model.

Lista de Tabelas

Tabela 1.1 – Teste Johansen de co-integração: M2/M1 e razão dos fluxos financeiros para os países em desenvolvimento e dos mesmos para os países de moeda central	58
Tabela 1.2 – Teste Johansen de co-integração: M2/M1, razão dos fluxos financeiros para os países em desenvolvimento e dos mesmos para os países de moeda central e VIX CBOE	59
Tabela 2.1 – Média das variações percentuais do volume das importações e das exportações e dos termos de troca de bens e serviços de regiões selecionados	92
Tabela 3.1 – <i>Resumo das regressões por FEGLS</i>	163
Tabela 3.2 – <i>Número de variáveis significativas por modelo</i>	163
Tabela 3.3 – Regressão por primeira diferença	167
Tabela 3.4 - Regressão por MMG	170
Tabela 3.5 – Resumo das regressões por FEGLS, FE e RE: dummy x pull factors	173
Tabela 3.6 – Resumo das regressões por FEGLS, FE e RE: dummy x (Invix, pib2005, reservas, tc)	174

Lista de Figuras

Figura 1.1 - Relação entre liquidez dos ativos e demandas dos agentes	56
Figura 2.1: Variações das taxas de câmbio de países selecionados durante a terceira e quarta fase da crise financeira global	137

Sumário

Introdução	1
Capítulo I: Instabilidade dos fluxos de capitais no sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo e as crises dos países emergentes 1	7
1.1 Introdução	8
1.2 Características do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo	9
<i>1.2.1 As alterações no sistema monetário internacional e as etapas da globalização financeira</i>	9
<i>1.2.2 Financeirização</i>	19
1.3 Instabilidades dos fluxos de capitais no sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo	24
1.4 As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo e testes de cointegração sobre a preferência por liquidez dos agentes no âmbito nacional e internacional	45
<i>1.4.1 Assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo</i>	45
<i>1.4.2 Testes de cointegração sobre a preferência por liquidez dos agentes no âmbito nacional e internacional</i>	55
1.5 Considerações finais	59
Capítulo II: Experiência Dos Países Emergentes Na Globalização Financeira	63
2.1 Introdução	64
2.2 A inserção e crises dos países emergentes na globalização financeira	64
2.3 Análise das alterações nas estratégias dos países emergentes após as crises dos anos 1990	80
2.4 Saving gluts versus características do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo: os determinantes da crise financeira global	108
<i>2.4.1 Crítica à explicação dos saving gluts</i>	108
<i>2.4.2 Crise financeira global como consequência da dinâmica contemporânea das finanças</i>	114
2.5 Impactos da crise financeira global nos países emergentes	124

2.5.1 Aspectos gerais	124
2.5.2 Aspectos específicos	129
2.6 Considerações finais.....	141
Capítulo III: Análise empírica sobre os determinantes dos fluxos financeiros aos países em desenvolvimento.....	143
3.1 Introdução	144
3.2 Revisão empírica e método de análise.....	146
3.2.1 Revisão empírica.....	146
3.2.2 Método de análise	150
3.3 Testes e Resultados	157
3.3.1 Testes.....	157
3.3.2 Análise dos resultados	162
3.3.2.1 Resultados dos modelos FE, RE e FEGLS	162
3.3.2.2 Resultados das regressões em primeira diferença	166
3.3.2.3 Regressão por MMG	168
3.3.2.3 Resultados das regressões com associação das variáveis contínuas com a dummy para crise	171
3.4 Considerações finais.....	175
Considerações finais	179

INTRODUÇÃO

A falência do Lehman Brothers no dia 15 de setembro de 2008 é o marco do que ficou conhecido como crise financeira global. Até essa data, havia o entendimento generalizado de que os países emergentes não seriam afetados pela crise que se iniciara no mercado de hipoteca de alto risco (*subprime*) dos Estados Unidos da América em meados de 2007 e que tinha se espreado aos mercados financeiros dos principais países desenvolvidos¹.

Esse entendimento ficou conhecido como a tese do descolamento (*decoupling*). Ela se baseava no desempenho macroeconômico favorável desses países no período 2003-2007 (alto ritmo de crescimento econômico e indicadores adequados de vulnerabilidade interna e externa). Contudo, se, por um lado, vários analistas acreditavam que os países emergentes sairiam ilesos, por outro lado, diversos economistas, jornalistas e *policy makers* os culpavam pela crise. A lógica que estava por trás desse argumento era que os esforços de importantes países emergentes de alcançar elevados superávits em transações correntes e convertê-los em reservas internacionais estariam pressionando para baixo as taxas de juros de longo prazo, o que estimulava a expansão do crédito nos países desenvolvidos e, com isso, provocando distorções nos mercados financeiros desses países.

Essa estratégia adotada por importantes países emergentes tinha como uma das principais razões a assunção de posições defensivas, qual seja, o acúmulo de um colchão de liquidez em moeda estrangeira, para reduzir sua vulnerabilidade às crises cambiais após as experiências negativas nos anos 1990. Porém, após a falência do banco Lehman Brothers, se observou que mesmos os países com bons indicadores de vulnerabilidade externa, mas que prosseguiram com a estratégia de abertura financeira nos anos 2000, foram altamente impactados pela crise financeira global.

¹ Nesta tese, os termos países desenvolvidos e países centrais e os termos países em desenvolvimento e países periféricos são tratados como sinônimos. A escolha do termo a ser utilizado dependerá do contexto em que serão empregados e também de acordo com os termos utilizados pelos autores consultados. Já o termo países emergentes refere-se aos países em desenvolvimento que se inseriram na globalização financeira, tal como em Prates (2002). Destarte, os países emergentes formam um subgrupo do grupo países em desenvolvimento. Por sua vez, o FMI considera os países emergentes e os países em desenvolvimento como dois grupos distintos. O primeiro grupo refere-se aos países que atingiram um nível de desenvolvimento intermediário e que estão em vias de se tornarem países desenvolvidos. Já no segundo grupo estão os países ainda nos estágios iniciais de desenvolvimento. Esta classificação do Fundo Monetário Internacional é especialmente importante porque são utilizadas diversas estatísticas fornecidas por esta instituição. Todavia, é importante estar claro que nessas estatísticas os dados referem-se à soma dos dois grupos (países emergentes e em desenvolvimento), que coincide com conceito de países em desenvolvimento empregado ao longo da presente tese. Ainda existem outras classificações, mas que não serão empregadas neste trabalho por não serem utilizadas diretamente como referência. Por exemplo, o Banco Mundial classifica os países de acordo os níveis de renda: alta, média, média-baixa e baixa; e a UNCTAD adota o conceito específico, países em transição, para os países que deixaram de comunistas.

Esta tese tem como entendimento central que as crises financeiras² enfrentadas pelos países em desenvolvimento após sua inserção na globalização financeira³ decorreram, principalmente, da dinâmica volátil e intrinsecamente especulativa dos fluxos de capitais no sistema monetário e financeiro internacional (SMFI) contemporâneo, que sucedeu o fim do Acordo de Bretton Woods. Ao mesmo tempo, essa dinâmica também é compreendida como o principal determinante dos significativos influxos de capitais direcionados a esses países em desenvolvimento nos momentos de maior apetite por risco dos investidores internacionais.

A dinâmica das finanças internacionais no contexto de globalização financeira é condicionada pela dominância da lógica financeira sobre a produtiva e pelas atuais características do sistema monetário internacional (SMI), quais sejam: padrão monetário baseado no dólar fiduciário, regime de câmbio flutuante e livre mobilidade de capitais. Essas características permitem que os capitais internacionais se movam facilmente entre os diferentes mercados, de acordo com as expectativas dos investidores internacionais, as quais são formadas em condições de incerteza keynesiana⁴ e o consequente comportamento mimético.

Os países emergentes são especialmente vulneráveis às mudanças nas expectativas dos agentes que operam nos mercados monetários e financeiros internacionais. Em períodos de elevado apetite por risco, os fluxos de capitais tendem a se direcionar a esse conjunto de países. Já nos momentos de elevada preferência por liquidez, esses fluxos se direcionam para os países desenvolvidos, principalmente aos Estados Unidos. Esse comportamento dos fluxos decorre da dimensão hierárquica e assimétrica do sistema monetário e financeiro internacional, em que o dólar é a divisa-chave e o sistema financeiro estadunidense oferece títulos com maior liquidez aos capitais internacionais. Em contraste, a não conversibilidade das suas moedas e a menor profundidade dos seus sistemas financeiros, fazem com os países emergentes se situem na periferia dessa hierarquia. Portanto, suas moedas e ativos não são considerados receptáculos da

² Nesta tese, crise financeira tem o mesmo sentido do empregado por Prates (2002, p. 3). Ou seja, ela se refere à “qualquer crise que atinja um ou vários segmentos dos mercados financeiros, envolvendo assim crises cambiais, bancárias e financeiras internas”.

³ O conceito de globalização financeira adotado nesta tese é o mesmo empregado por Prates (2002, p. 69), a qual baseia-se em Chesnais (1996) para definir esse conceito da seguinte forma: “A globalização financeira refere-se à eliminação das barreiras internas entre os diferentes segmentos dos mercados financeiros, somada à interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais e sua integração aos mercados globalizados”.

⁴ O conceito de incerteza aqui enfatizado é aquele teorizado de forma consistente, desde Keynes, por Shackle (1972 e 1979), Davidson (1994), Dequech (2000), dentre outros.

incerteza pelos detentores da riqueza internacional (BELLUZZO e ALMEIDA, 2002; DE CONTI, 2011; e PRATES, 2002).

Contudo, ainda há elevada divergência na literatura empírica sobre quais são os determinantes dos fluxos de capitais que se direcionarem a esses países. A literatura aponta dois tipos de determinantes: os fatores externos (*push*) e internos (*pull factors*). Tradicionalmente, a literatura empírica considera como *push factors* os rendimentos em renda fixa nos Estados Unidos e o crescimento econômico deste país como *proxy* para o crescimento do PIB mundial⁵; eventualmente também são utilizados os rendimentos das aplicações em renda variável e a preferência por liquidez dos agentes que atuam no mercado financeiro internacional. Já os *pull factors* costumeiramente empregados são os rendimentos e crescimento econômico do país em desenvolvimento específico, de forma análoga ao observado nos Estados Unidos. Há também um conjunto de variáveis incluídas no modelo com o objetivo de avaliar a estabilidade macroeconômica do país. Por fim, o grau de abertura financeira também é uma variável levado em conta.

O objetivo central desta tese é contribuir para a literatura empírica internacional sobre os determinantes dos fluxos de capitais financeiros que se direcionam aos países em desenvolvimento por meio de diferentes métodos econométricos que trazem robustez aos resultados obtidos, os quais, por sua vez, corroboram argumentos caros as teorias de inspiração keynesiana. Além deste objetivo, pretende-se alcançar os seguintes objetivos específicos: i) compreender os determinantes das características atuais do sistema monetário e financeiro internacional; ii) como estas características impactaram a dinâmica dos fluxos de capitais; iii) quais as especificidades dessa dinâmica nos países em desenvolvimento que os tornam mais suscetíveis a crises financeiras; iv) analisar as medidas de política econômica adotadas pelos países emergentes após as crises dos anos 1990; v) trazer argumentos que elucidem as causas da crise financeira global; e vi) analisar os aspectos comuns e específicos dos efeitos contágios da crise financeira global nos países emergentes.

Para atingir esses objetivos, a metodologia adotada nessa tese abrange uma revisão da literatura empírica e teórica relevante para alcançar os objetivos propostos e um levantamento de dados empíricos para analisar a dinâmica dos fluxos de capitais à amostra de regiões e países

⁵ Também é utilizado o crescimento industrial dos EUA e mundial, PIB mundial, PIB dos países desenvolvidos entre outros.

selecionados. Neste sentido, pretende-se averiguar quais combinações de estratégias tornariam uma região ou país em desenvolvimento menos suscetível às reversões súbitas desses fluxos. Por fim, se recorrerá à econometria por meio de um modelo de dados em painel com 42 países em desenvolvimento que abrange o período de 1988 a 2008. A escolha desse período tem por objetivo examinar os determinantes dos fluxos de capitais direcionados aos países em desenvolvimento desde sua inserção na globalização financeira (no final dos anos 1980) até a crise financeira global⁶. Ainda se realizarão testes econométricos entre binárias e variáveis contínuas para averiguar quais variáveis estão relacionados com a *dummy* criada para identificar as crises que afligiram os países emergentes.

Além desta introdução e das considerações finais, a presente tese está estruturada em três capítulos. O capítulo I faz uma revisão da literatura teórica para buscar compreender as causas da maior suscetibilidade dos países emergentes serem especialmente suscetíveis à instabilidade dos fluxos de capitais no SMFI contemporâneo. Inicia-se com a apresentação dos fatores determinantes das características do SMFI contemporâneo. Em seguida, são analisadas como essas características intensificaram o caráter volátil e de curto prazo dos fluxos de capitais, influenciados pelo crescimento do comportamento mimético dos investidores internacionais. Finalmente, é analisado como as assimetrias do SMFI tornam os países emergentes mais suscetíveis às mudanças na preferência pela liquidez dos agentes que operam nos mercados monetários e financeiros internacionais. Como complemento desta seção, se realizarão testes de co-integração a fim de corroborar o argumento de que a participação dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento se comporta de forma análoga à participação dos agregados de menor liquidez no total dos meios de pagamentos

O capítulo II faz uma análise a partir de revisão de trabalhos teóricos e empíricos e com o suporte de dados estilizados sobre as estratégias de inserção dos países em desenvolvimento na globalização financeira. O foco deste capítulo será no exame da dinâmica dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento e seus efeitos para os mesmos. Iniciar-se-á pela estratégia que esses países utilizaram para se tornarem atrativos aos fluxos de capitais e o papel dos fatores externos tanto para os momentos de alta desses fluxos como também para os de reversão, os quais foram seguidos pelas crises financeiras dos países emergentes nos anos

⁶ Há um limite na base dados disponibilizada pelo FMI no que se refere à escolha de dados dos balanços de pagamentos. A série histórica para dados anteriores a 2002 se interrompe em 2008.

1990 e início dos 2000. Em seguida, serão analisadas as estratégias dos países emergentes após as crises dos mesmos, observando quais países e regiões se tornaram menos vulneráveis ao comportamento instável e volátil dos fluxos de capitais. Posteriormente, traz-se a discussão se a crise financeira global é decorrente das estratégias defensivas dos países emergentes ou se é consequência da dinâmica contemporânea das finanças. Por fim, são analisadas as consequências gerais e específicas da crise financeira global nos países emergentes.

No capítulo III são realizados testes econométricos com dados em painel com efeitos fixos que visam preencher lacunas ainda existentes na literatura empírica. Além de fazer uma contribuição ao debate sobre a preponderância sobre os *push* ou *pull factors*, buscou-se elucidar se as questões levantadas ao longo da tese, referentes ao comportamento dos fluxos de capitais no SMFI contemporâneo, se refletem nas significâncias estatísticas das variáveis independentes escolhidas. Também serão analisados quais os fatores estão relacionados com as dinâmicas de crises. O capítulo se inicia com uma revisão dos trabalhos empíricos sobre os determinantes dos fluxos financeiros aos países em desenvolvimento. Posteriormente, serão explicados os métodos utilizados e as variáveis escolhidas. Finalmente, serão realizadas as regressões econométricas, tendo como objetivo encontrar os resultados mais eficientes, desde que robustos e consistentes. Para tanto, serão realizados os testes adequados para dados em painel.

Capítulo I

Sistema Monetário e Financeiro Internacional Contemporâneo e as Especificidades e Crises dos Países em Desenvolvimento

1.1 Introdução

O objetivo desse capítulo é analisar o processo de inserção dos países em desenvolvimento no sistema financeiro internacional (SFI) contemporâneo, o qual é caracterizado pela globalização financeira. Uma das características das finanças internacionais é a volatilidade dos fluxos de capitais. Ela é decorrente da dominância da lógica financeira sobre a produtiva e pelas atuais características do sistema monetário internacional (SMI). Esse é moldado não só por um conjunto de regras e instituições formais, mas também por arranjos tácitos, cuja particularidade principal é a presença de uma moeda-chave e um conjunto de moedas ao seu entorno que se dispõem de forma hierarquizada. Próximas à moeda-chave se encontram as moedas centrais desse sistema, ambas podem ser caracterizadas como divisas, isto é, exercem as funções de uma moeda no âmbito internacional⁷. Já na periferia se encontram as moedas cujas funções estão limitadas ao âmbito nacional, não se enquadrando, portanto, como divisa (Prates, 2002 e De Conti, 2011).

Embora a hierarquia monetária tenha caracterizado todos os SMI que se sucederam na história, outras propriedades fundamentais do SMI diferenciaram-se durante o período do padrão libra-ouro, entre guerras, Bretton-Woods e da globalização financeira, quais sejam: forma internacional de moeda, regime de câmbio; e grau de mobilidade de capitais (Prates, 2002). Deste modo, a dinâmica das finanças internacionais é moldada pelas características do SMI. Sendo assim, ela se comportou de forma distinta em cada um desses arranjos, com consequências significativas no que tange à vulnerabilidade dos países em desenvolvimento a crises externas e ao grau de autonomia para suas políticas.

A segunda seção desse capítulo, após esta breve introdução, pretende fazer uma narrativa concisa sobre os acontecimentos que levaram às alterações no sistema monetário e financeiro internacional (SMFI) contemporâneo, bem como suas principais características. Posteriormente, será analisado como as características do SMFI contemporâneo acentuaram o caráter volátil e de curto prazo dos fluxos de capitais. Já a subseção 1.4 retoma a discussão sobre o papel da hierarquia do SMFI em tornar os países em desenvolvimento mais suscetíveis às alterações exógenas e às mudanças nas expectativas dos agentes que operam nos mercados

⁷ Segundo Keynes (1976), as funções da moeda seriam: unidade de conta, meio de troca e reserva de valor.

monetários e financeiros internacionais. Ao final desta seção, ainda serão realizados testes de co-integração para verificar se existe uma relação de longo prazo entre variável VIX CBOE e a elevação da participação de ativos de menor liquidez no âmbito doméstico e internacional.

1.2 As alterações no sistema monetário e financeiro internacional

1.2.1 As alterações no sistema monetário internacional e as etapas da globalização financeira

Conforme adiantado na introdução, o caráter hierarquizado do sistema monetário internacional (SMI) não é uma característica apenas contemporânea. Na época do padrão-libra-ouro, a divisa-chave era a libra esterlina, a qual era conversível em ouro a uma taxa fixa e os demais países deveriam manter relações fixas de suas moedas em relação ao ouro e assim também em relação à libra. Havia uma grande mobilidade de capitais, porém, ao menos no que cabe aos países desenvolvidos, eles eram contracíclicos. Nesse sentido, os capitais tendiam a migrar para países com dificuldade em seus balanços de pagamentos, pois havia a crença na manutenção das paridades nominais entre as moedas e no apoio dos demais bancos centrais dos países desenvolvidos, em especial o britânico. Além do mais, era comum a adoção de medidas de austeridade econômica que teriam como consequência a deflação e, com isso, a desvalorização de sua moeda em termos reais para poderem aumentar a competitividade, melhorar o comércio externo e com isso reequilibrar a oferta e demanda de divisas (Polanyi, 1944 e Eichengreen, 1996).

Os países em desenvolvimento também se viam compelidos a adotar o padrão libra-ouro. Esse regime era altamente inibidor para o desenvolvimento desses países. Para manter suas taxas de câmbio fixas em relação ao ouro, tais países precisavam manter em diversos períodos uma política monetária muito rígida que levava suas economias à depressão e a um alto nível de desemprego. Essa contração econômica era agravada nesses países, pois eles não contavam com os mesmos apoios dos bancos centrais dos países desenvolvidos e os capitais não se comportavam do mesmo modo como ocorria nos países desenvolvidos. Em certas ocasiões não havia outra solução a não ser o abandono temporário do padrão-ouro ou uma alteração na relação da moeda com o ouro (Eichengreen, 1996).

O padrão libra-ouro vigorou de fato até a I Guerra-Mundial. No período entre guerras observou-se a tentativa de retomada desse padrão, o chamado *gold-exchange standard* entre 1926 e 1931, cuja manutenção se tornou inviável com as consequências da Crise de 1929. Os efeitos nefastos desta crise induziram as nações a adotarem mudanças institucionais que objetivavam impedir a reprodução das condições que levaram às crises e, sobretudo, coibir as principais causas dos problemas observados. Tais mudanças resultaram em sistemas nacionais cada vez mais fechados. O primeiro problema observado era que a abertura econômica, comercial e financeira, do pós-primeira guerra mundial tinha sido mais prejudicial do que benéfica; o segundo era a natureza desestabilizadora dos fluxos de capitais de curto prazo; e o terceiro era a saída de ouro e a deterioração do nível de reservas a cada crise (Polanyi, 1944 e Block 1977).

Dado esse quadro, diversas nações adotaram formas de fechar suas economias e dotá-las de uma relativa autossuficiência. Pretendia-se sustentar certo nível de comércio internacional, mas com barreiras à entrada de mercadorias que viessem a concorrer com os similares nacionais; e adoção de controles sobre a movimentação de capitais, inclusive impondo barreiras para saída de ouro das economias. De modo geral, essas medidas tinham como intuito estimular as economias nacionais, as quais estavam enfraquecidas diante do contexto da grande depressão. Em particular nos países periféricos, tais medidas eram associadas à necessidade de proteger a indústria nascente através de reserva de mercado e mitigar os problemas nos balanços de pagamentos (Polanyi, 1944 e Eichengreen, 1996).

O Acordo de Bretton-Woods emergiu com a finalidade principal de recompor a conversibilidade das moedas nacionais, eliminar as distintas medidas de proteção ao comércio e conter as instabilidades dos fluxos de capitais. Contudo, de maneira nenhuma pode ser entendido como um retorno ao padrão-ouro. As diferenças estão na adoção de uma taxa de câmbio fixa, mas ajustável (desde que comprovada uma condição de um “desequilíbrio fundamental”) para corrigir déficits no balanço de pagamentos; aceitação e efetiva aplicação de diferentes controles sobre a mobilidade de capitais; e criação do Fundo Monetário Internacional (FMI) para monitorar as políticas econômicas nacionais e servir como recurso de ajuste do balanço de pagamentos aos países em situações de risco ou de crise e do Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) para ofertar linhas de crédito para a reconstrução do pós-guerra e para financiar projetos nacionais de desenvolvimento (Block, 1977 e Eichengreen, 1996).

Apesar dos limites na atuação do FMI e do BIRD em relação ao primeiros rascunho do plano de White⁸, as diferenças em relação ao padrão libra-ouro contribuíram para a expansão sem precedentes no comércio e nos investimentos internacionais sem a ocorrência de grandes instabilidades. Importante destacar que, de acordo com Eichengreen (1996), as medidas de controle sobre os fluxos de capitais foram fundamentais para alcançar os objetivos econômicos do pós-guerra porque ampliou a autonomia de política econômica. Deste modo, o Acordo de Bretton Woods foi um dos pilares do período que passou a ser conhecido como os Anos Dourados – *Golden Age* - do capitalismo mundial⁹.

O SMI passou por significativas alterações que marcaram a transição do período de Bretton Woods para o SFI contemporâneo, cujas características principais são a globalização financeira e financeirização, a qual será discutida na próxima subseção. Tais alterações podem ser resumidas como: i) redução dos controles sobre os fluxos de capitais; ii) modificação do padrão monetário internacional baseado em uma moeda conversível para uma moeda fiduciária; e iii) mudanças de um regime de taxas de câmbio fixas ajustáveis para um regime de taxas de câmbio flutuantes. Elas são frutos de eventos que ocorreram a partir dos anos 1960 e serão discutidas de

⁸ O primeiro plano de White demonstrava ser bastante ambicioso e contemplava a criação de um banco mundial e de um fundo estabilizador. No rascunho de 1942, o fundo teria a quantia modesta de cinco milhões de dólares, enquanto o banco, além dos dez milhões iniciais, teria faculdades para criar créditos e vender títulos de dívida no mercado de capitais para obter fundos adicionais. Os objetivos desse plano eram: i) financiar a ajuda, reconstrução e recuperação econômica; ii) eliminar as flutuações internacionais de caráter financeiro, particularmente dos capitais de curto prazo e da especulação; iii) reduzir a probabilidade, intensidade e duração das depressões mundiais; iv) estabilizar os preços das matérias-primas essenciais; e v) elevar a produtividade e os níveis de vida dos países membros. Ou seja, objetivava que os países obtivessem a quantia de créditos necessária para não comprometer seus balanços de pagamentos e poderem continuar com suas políticas expansivas. Como condição para ingressar no fundo, os governos nacionais deveriam concordar em não aceitar ou permitir depósitos ou investimentos originados nos países membros sem o consentimento destes; e colocar a disposição de qualquer governo membro do fundo, quando solicitado, todas as propriedades de seus cidadãos no estrangeiro, na forma de depósitos, investimentos e valores, desde que isso não acarretasse em maiores problemas. Essas medidas visavam impor controles aos fluxos indesejáveis de capitais de curto prazo e procuravam induzir a cooperação entre as nações para implementação desses controles. O plano também previa a redução de barreiras ao comércio, mas, não inteiramente. Isso quer dizer que se permitiam algum grau de controle, por parte dos países membros, sobre as importações. Por fim, propunha taxas de câmbio fixas (Block, 1977).

⁹ Deve-se também ter em mente a importância da vigência do padrão de acumulação fordista, o qual deve ser entendido como um conjunto de inovações que proporcionaram sucessivas elevações da produtividade, que, por sua vez, possibilitou a emergência de um padrão de crescimento econômico contínuo e de baixa inflação. As finanças, embora ainda tivessem significativa influência nos EUA e Inglaterra, se encontravam reguladas, dada a exigência ao crescimento imposto pela Guerra Fria (Epstein e Schor, 1990 e Glyn *et al.*, 1990). Nesse período os gestores – não apenas estatais como também privados - tiveram o auge de autonomia. A burocracia à la Galbraith (1985) impunha uma rotina de crescimento e inovação às firmas. O padrão de acumulação fordista incorporou os princípios do taylorismo, o qual não se manteve circunscrito aos EUA (Glyn *et al.*, 1990).

forma não extensiva nesta seção dentro do contexto das três etapas da globalização financeira proposta por Chesnais (1998).

Segundo Chesnais (1998), a primeira etapa ocorreu entre 1960 e 1979. Ela foi caracterizada pela internacionalização financeira indireta e limitada de sistemas nacionais ainda compartimentados. Essa fase foi marcada pela introdução e crescimento do euromercado e pelas instabilidades que levaram ao fim de Bretton Woods. A segunda etapa tem início em 1980 após as decisões dos EUA, e também da Inglaterra, de elevarem suas taxas básicas de juros, retirarem os controles sobre os fluxos de capitais e acelerarem o processo de desregulamentação monetária e financeira, terminando em 1985. A terceira etapa se inicia em 1986 com a maior abertura financeira dos países centrais e pela inserção dos países em desenvolvimento no processo de globalização financeira, passando a serem chamados de emergentes.

Indo ao encontro de Chesnais (1998), Helleiner (1994) argumenta que o marco inicial da globalização financeira foi a decisão do governo inglês de não obstruir o funcionamento de um mercado interbancário paralelo e autônomo em relação aos sistemas financeiros nacionais o chamado mercado de eurodólares. Nesse mercado, as transações poderiam ocorrer com moedas estrangeiras, em especial o dólar, completamente livre de regulações. Para lá foram canalizados os capitais provenientes dos EUA que começavam a fugir das baixas taxas de lucros e das regulações internas de sistema financeiro estadunidense. Os volumes financeiros direcionados a esse mercado *off-shore*¹⁰ advindos dos bancos e empresas multinacionais permitiram que ele se tornasse o principal centro *off-shore* internacional. Fiori (1998) considera que devido a essas características, o euromercado foi o embrião do “espaço financeiro mundial”.

Nos anos 1950, como relata Helleiner (1994), nenhum governo europeu pretendia tanto o retorno à conversibilidade da moeda ao ouro como o inglês. Quando finalmente obteve êxito, a Inglaterra passou por ataques especulativos contra a libra, levando à crise cambial de 1957. Como resposta, o governo inglês inicialmente adotou medidas ortodoxas, como o aumento da taxa de juros. Contudo, essa medida mostrou-se ineficiente e com a pressão da oposição, o governo se viu obrigado a impor barreiras – crescentes – sobre os fluxos de capitais a fim de inibir a saída de divisas¹¹.

¹⁰ Mercado *off-shore* refere-se a um mercado financeiro situado nas fronteiras de um determinado país mas que está fora da regulação das autoridades financeiras domésticas, ao contrário do que ocorre nos mercados *on-shore*.

¹¹ Esse tipo de controle de capitais adotado pela Inglaterra é caracterizado como *outflow*, ou seja, limita as saídas de capitais, o que é diferente do *inflow*, o qual limita a entrada de capitais. Ambos serão discutidos no segundo capítulo.

Uma das medidas adotadas foi a inibição de empréstimos em libras por parte dos bancos para regiões externas à área da libra esterlina. Os bancos ingleses viram sua liberdade sendo reduzida, pois o governo passou a adotar uma estratégia voltada ao *welfare state*. Deste modo, a criação do euromercado foi uma solução para as demandas dos bancos ingleses. Estes passaram a ter a capacidade de emprestar em dólar e, de outra parte, receber depósitos em dólar por parte dos não residentes.

A criação desse mercado foi uma iniciativa privada, dada suas características legislativas do direito comum, onde o que não é proibido é permitido, a Inglaterra adotou a estratégia de desregulação *ex-post*. Nesse sentido, as inovações financeiras após serem implementadas pelo setor privado não seriam restringidas pelo governo inglês, o qual via como uma solução positiva para conciliar os objetivos do *welfare state*, como uma taxa de juros reduzida, e a relevância internacional de seu mercado financeiro. Tal estratégia se mostrou tão rentável que, mesmo quando as restrições sobre os fluxos de capitais foram retiradas em 1959, os banqueiros mantiveram a opção pelo eurodólar (Helleiner, 1994).

Deve-se levar em conta que, embora tenha sido o governo inglês quem não criou obstáculos ao funcionamento de um mercado *offshore* dentro de seu território, o governo dos EUA, onde igualmente prevalece o direito comum, também não colocou entraves e tampouco fez advertências sobre o movimento dos bancos estadunidenses em busca de local físico para operar com maior liberdade. Ao invés disso, como relata Helleiner (1994), houve incentivo para seus bancos e corporações operarem nesse mercado *off-shore* londrino.

De modo semelhante ao caso inglês, os EUA no início dos anos 1960 também estavam passando por problemas em seu balanço de pagamentos. Conforme aponta Helleiner (1994), o governo de Kennedy não estava disposto a adotar políticas conservadoras como sugeridas pelos banqueiros, pois tinha como objetivo reforçar a importância do poderio estadunidense tanto na esfera econômica quanto na bélica. A fim de manter os propósitos de expansão econômica e bélica e concomitantemente equilibrar os fluxos do balanço de pagamentos, o governo se viu obrigado a adotar, em 1963, medidas de restrição às saídas de capitais e em 1965 uma maior regulação sobre o sistema bancário, tais como equalização das taxas de juros e restrição à remessa de recursos pelas empresas multinacionais.

Essa preocupação dos EUA em não tomar medidas que restringissem o crescimento de sua economia deve ser entendida no contexto de Bretton Woods e da Guerra Fria. Houve

durante esse período um importante processo de desenvolvimento econômico generalizado. Na periferia do sistema, países como o Brasil atravessaram seu período de maior crescimento e transformação produtiva. Países centrais como Alemanha e Japão realizaram um processo de *catching-up*, chegando inclusive a alcançar o nível de produtividade dos EUA ao fim dos anos 1960.

Desde o final da II Guerra Mundial, os EUA adotaram a estratégia de financiar os países europeus e o Japão com o intuito de criar mercado para seus produtos e frear a expansão do comunismo. O fluxo de capitais dos EUA em direção a esses países acarretava déficits na conta financeira estadunidense. Em contrapartida, o maior crescimento daqueles países possibilitaria que tais déficits fossem compensados pelos superávits na conta corrente do balanço de pagamentos. Contudo, com a elevação da concorrência por parte desses países, os EUA não conseguiam mais manter os elevados superávits na conta de transações correntes ao longo dos anos 1960, inclusive passando a ser deficitário em 1971 (Eichengreen, 1996 e Isard, 2005).

Os déficits crescentes no balanço de pagamentos dos EUA e, com isso, a redução de suas reservas em ouro, somada ao processo de *catching up* de outros países desenvolvidos, dão início à desconfiança na hegemonia estadunidense¹². O euromercado, então, foi uma alternativa encontrada pelos EUA para conseguir conciliar os objetivos da reafirmação do seu poderio produtivo e bélico com os desejos dos bancos estadunidenses em operar livremente, e ainda, manter a importância do dólar junto aos agentes privados, já que esta era a moeda transacionada no euromercado. Sendo assim, os EUA tentariam responder em três frentes o questionamento hegemônico: bélico, produtivo e o papel do dólar como divisa-chave do sistema (Chang, 2003, Isard, 2005 e Eichengreen, 1996).

A despeito das alternativas propiciadas pelo euromercado, ao longo da década de 1960, os sinais vão ficando mais claros ao governo estadunidense de que um realinhamento cambial seria necessário para estancar o declínio relativo da competitividade dos Estados Unidos. No entanto, a desvalorização do dólar via aumento do preço do dólar em ouro trazia em si o risco

¹² Adota-se aqui o conceito de hegemonia proposto por Arrighi (1996), segundo o qual a hegemonia mundial é à capacidade de um Estado exercer funções de liderança e governo sobre um sistema de nações soberanas, de modo a influenciar no funcionamento do sistema como um todo. Diferentemente da dominação, que é tida pelo autor como coerção, a hegemonia será a conquista devido à capacidade de universalizar suas questões conflituosas. Deste modo, um Estado pode vir a ser hegemônico se for entendido pelos seus parceiros, que seu fortalecimento é benéfico para os demais países e para seus habitantes. Um país hegemônico deve exercer liderança na esfera bélica, cultural e econômica. Em relação a esta última, deve compreender tanto os aspectos produtivos, quanto comerciais e financeiros.

de uma fuga para o ouro. É importante ressaltar que a URSS era o maior produtor de ouro, juntamente com a África do Sul, e isso certamente não era do interesse nacional dos EUA. A proposta estadunidense ao final dos anos 1960 e início dos 1970 era de um movimento coordenado de valorização das moedas dos outros países (Block, 1977 e Eichengreen, 1996).

Essa proposta foi recusada por seus parceiros, os quais sugeriram como contrapartida uma reforma visando à criação de uma moeda verdadeiramente internacional com a introdução dos chamados direitos especiais de saque (SDR) do FMI. Todavia, os EUA vetaram todas as propostas de reforma na direção de uma moeda verdadeiramente internacional. Nesse contexto, a solução encontrada foi decretar unilateralmente a inconvertibilidade do dólar em ouro em 1971, a qual foi seguida pelo abandono das paridades fixas de câmbio em 1973. Na medida em que as taxas de juros estadunidenses foram mantidas relativamente baixas para operar a desvalorização do dólar, desenvolveu-se uma onda especulativa de *commodities* que, combinada com o acirramento dos conflitos distributivos e o questionamento da liderança estadunidense, pode ser apontada como uma das causas para a ocorrência dos choques do petróleo¹³ (Block, 1977 e Eichengreen, 1996).

Na realidade, a manutenção do Sistema de Bretton Woods (SBW) dependia da cooperação por parte dos bancos centrais dos países desenvolvidos que, por sua vez, era função das condições políticas, as quais se deterioraram no contexto de baixo crescimento e inflação com o declínio do fordismo¹⁴. A decisão estadunidense de desmontar o SBW fez a economia mundial capitalista entrar em um período de grande turbulência. Como aponta Isard (2005), logo após o fim da inconvertibilidade do dólar em ouro em agosto de 1971, o Japão buscou manter a paridade iene-dólar, bem como os demais países. Houve uma tentativa de estabelecer novas paridades entre as taxas de câmbio, objetivando assim a restauração do SBW. Porém, com o passar dos meses, tal estratégia se tornou insustentável e, em junho de 1972, a Inglaterra permitiu a

¹³ Hamilton (1985) aponta como as principais causas ao choque do petróleo de 1973-74 a estagnação na produção do petróleo estadunidense, a guerra Árabe-Israel e as alterações nas mudanças de propriedade das empresas estrangeiras privadas para o Estado. Essa mudança de propriedade permitiu a estratégia desses Estados de elevarem suas receitas com o petróleo, potencializando a atuação do cartel do petróleo.

¹⁴ Além do primeiro choque do petróleo (1973/74), deve-se destacar o declínio do setor produtivo nos anos 1970. O conjunto de inovações que impulsionou a elevação de produtividade durante duas décadas havia se esgotado. Tanto a produção como o consumo dos países centrais já se encontrava em um nível maduro. Os salários que eram reajustados com base nos ganhos de produtividade do período anterior, tiveram aumentos maiores que as elevações de produtividade bem no momento de reversão dos lucros, pressionando-os ainda mais. Em resposta à diminuição dos lucros, as empresas passaram a elevar os *mark-up*, que até então eram rígidos, ocasionando uma pressão adicional sobre os preços (Glyn *et al*, 1990 e Mazzucchelli, 2010).

flutuação de sua moeda, o que foi seguido pela Suíça, Japão e Itália. Houve ainda a estratégia de seis membros da Comunidade Europeia (Bélgica, Dinamarca, França, Alemanha, Luxemburgo e Holanda) em manter uma paridade fixa entre suas moedas, porém, flutuante em relação às demais moedas, o que ficou conhecido como Serpente - *snake arrangement*¹⁵ (Eichengreen, 1996).

A nova situação de inconversibilidade da divisa-chave e flexibilização das taxas de câmbio dos países centrais gerou grandes ondas especulativas durante os anos 1970, as quais foram impulsionadas pela expansão do circuito *offshore* do euromercado. Ao final da década de 1970, os EUA viam-se no dilema entre confrontar a comunidade financeira e buscar a depreciação de sua moeda para estimular o setor produtivo ou elevar as taxas de juros para atrair os capitais e apreciar sua moeda, medida esta desejada pelas finanças nacionais e internacionais. Nessa escolha, o governo Reagan optou pela união ao capital financeiro (Arrighi, 1996). No final de 1979 vem uma nova e decisiva guinada na política monetária estadunidense com o choque dos juros de Paul Volcker. As taxas de juros atingiram níveis sem precedentes e foram acompanhadas por uma onda de inovações e desregulações financeiras (Fiori, 1997 e Tavares, 1997). Tais acontecimentos podem ser apontados como o marco inicial da segunda etapa da globalização financeira nos termos de Chesnais (1998).

Conforme aponta Tavares (1997), conselheiros do FMI argumentavam que a melhor saída para os EUA seria uma desvalorização do dólar e um novo padrão monetário internacional. Nesse sentido, a política econômica teria como intuito a elevação da competitividade do setor produtivo estadunidense. Porém, Paul Volker desejava retomar o papel do dólar como divisa-chave e então decidiu pelo aumento dos juros, atraindo elevado volume de capitais e revigorando a hegemonia financeira dos EUA. Após essas medidas, o dólar passa a cumprir de forma exclusiva, no âmbito do sistema monetário internacional, todas as funções que uma moeda deve exercer: meio de troca, unidade de conta e reserva de valor.

Prates (2002) acrescenta que o dólar passa a ser a referência imperativa no sistema financeiro internacional devido ao papel assumido pela dívida pública estadunidense, que se torna a principal reserva de valor da riqueza financeira global e passa a servir como principal lastro aos ativos financeiros. Com as elevadas taxas básicas de juros praticadas pelo Federal Reserve na

¹⁵ Segundo Eichengreen (1996) a Serpente não possibilitou a estabilidade cambial entre os países membros, a não ser em períodos limitados. Além dos seguidos realinhamentos, diversos países optaram por abandonar a Serpente. Contudo essa experiência serviu para evitar os equívocos e permitir os aperfeiçoamentos necessários na implementação do Sistema Monetário Europeu.

primeira metade da década de 1980, era difícil outro ativo financeiro, de qualquer parte do mundo, concorrer com o título da dívida estadunidense, dada a combinação de retorno relativamente elevado – não apenas pelo aumento dos juros, como também pela expectativa de valorização do dólar - e altíssima liquidez desses títulos.

Os movimentos de desregulação foram liderados pelos EUA e Inglaterra e atraíram volume significativo dos capitais internacionais. Como resposta, os outros principais países centrais tomaram um conjunto de iniciativas em prol de uma desregulação competitiva desregulação dos mercados financeiros domésticos. Diferentemente do direito comum da Inglaterra e dos EUA, nos países europeus continentais e no Japão, as desregulações eram feitas *ex-ante*, pois suas legislações são do tipo normativo (direito romano), onde o que não era autorizado, seria proibido. Deste modo foi elaborado um conjunto de normas que visavam à maior desregulação financeira. O objetivo da França com tais medidas era conseguir um melhor financiamento para sua dívida interna crescente; no caso alemão, objetivava-se a unificação financeira europeia sob liderança alemã, tendo Frankfurt como centro financeiro da região; já o Japão, além da pressão por parte dos EUA, tinha interesse em abrir seus mercados para facilitar o financiamento da sua dívida pública e, ao mesmo tempo, ter acesso a aplicações mais rentáveis no exterior, tanto para os agentes privados quanto para o Estado, o qual havia acumulado ativos obtidos através da compra do excesso de divisas gerado pelos elevados superávits na conta de transações correntes (Helleiner, 1994 e Prates, 2002).

Essa maior abertura financeira dos demais países centrais, especialmente no que tange à bolsa de valores e às posteriores bolhas especulativas, marca a terceira fase da globalização financeira, segundo a periodização de Chesnais (1998). Como já destacado, os Estados tiveram um papel fundamental no processo de globalização financeira dos países desenvolvidos. Nesse sentido, Helleiner (1994) argumenta que os Estados escolheram não utilizar os mecanismos essenciais para se praticar um maior controle sobre os capitais, como os abrangentes controles sobre as taxas de câmbio e sobre os fluxos de capitais, os quais foram fundamentais ao funcionamento de Bretton Woods.

Segundo Tavares e Melin (1997), diferentemente do que ocorrera nos sistemas monetários internacionais anteriores, em que a moeda-chave era conversível em ouro, no novo padrão dólar fiduciário, a aceitação de tal moeda é baseada apenas em uma convenção. Nesse sentido, a fidúcia no dólar é uma consequência de sua dominância financeira em um sistema

monetário internacional sem uma referência rígida e com taxas de câmbio flutuantes, com mercado financeiro crescentemente desregulado e com alternativas de aplicações de risco cada vez mais diversificadas.

De acordo com Prates (2002), foi na terceira etapa da globalização financeira que uma importante inovação financeira se fortaleceu de forma globalizada, a securitização de dívidas ou securitização secundária, sendo que a securitização primária também ganhou impulso no período¹⁶. Conforme Prates e Farhi (2011), uma operação de securitização secundária possibilita ao banco a alteração de um ativo ilíquido, como um empréstimo bancário, em ativos de maior liquidez ao vender esse ativo a outras instituições financeiras não bancárias que, por sua vez, irão revendê-las como um título líquido negociado no mercado secundário. Como explicam de forma precisa as autoras, o processo de securitização de dívida:

“(…) permite a transformação dos ativos ilíquidos (empréstimos bancários originalmente gerados) em ativos líquidos (*securities* negociáveis distribuídas para as instituições financeiras não-bancárias, dentre os quais os investidores institucionais) mediante a venda dos empréstimos originais ou dos fluxos de receitas associados a uma empresa de propósito especial (*Special Purpose Vehicle* – SPV), que consiste numa instituição fora de balanço (*off-balance sheet*)” (Prates e Farhi, 2011)¹⁷.

A partir do Acordo de Plaza e a conseqüente desvalorização do dólar e também redução da taxa de juros, os títulos públicos do tesouro estadunidense, que na primeira metade da década de 1980 serviram como principal fonte de rentabilidade primária, passaram a ser o principal lastro às operações securitizadas (Tavares e Melin, 1997). Como destaca Prates (2002), a utilização do dólar – como moeda ou quase moeda – em ao menos uma das pontas de todas as operações reafirma a dominância do dólar na esfera financeira. Segundo a autora, essa terceira etapa da globalização já apresentava as principais características que levaram às fortes ondas de instabilidade e crises das décadas de 1990 e início de 2000¹⁸.

¹⁶ Securitização é o processo de financiamento em que um agente, público ou privado, transfere um ativo portador de rendimentos futuros (juros ou participação nos lucros) em troca de um recebimento a vista (FARHI, 2009).

¹⁷ Na seção 2.2 serão analisados os impactos dos SPV e outras instituições financeiras não bancárias na elevação da instabilidade da economia.

¹⁸ Como se verá na seção 2.2, no início da década de 2000 há uma nova alteração quantitativa e qualitativa nas finanças internacionais.

1.2.2 Financeirização

As alterações no sistema monetário internacional a partir dos anos 1960, além de terem sido os principais determinantes do surgimento e consolidação da globalização financeira, também estimularam o crescimento da prática de empresas não financeiras de buscar a valorização de seus capitais fora da esfera produtiva. Tal prática e sua disseminação posterior são parte do que passou a ser reconhecido na literatura como financeirização da economia¹⁹. Ela teve início como uma consequência das novas oportunidades de ganhos financeiros proporcionadas pelo euromercado e também da redução das margens de lucro na esfera produtiva, dado o cenário de crise do padrão de acumulação fordista. Contudo, a financeirização da economia se acentuou de forma mais significativa após a desregulação dos fluxos de capitais (Fiori, 1997).

Segundo Braga (1997), financeirização é um padrão sistêmico de gestão da riqueza, que não está ligado a setores específicos, sendo intrínseca ao sistema atual, caracterizando a estratégia de todos os agentes privados relevantes. Ou seja, não se limita ao comportamento das empresas do setor produtivo. Sua principal característica é a busca da valorização dos capitais fora da esfera de produção, em um processo no qual a esfera financeira se autonomiza em relação à produtiva. Deste modo, “não se trata mais de que os capitais se utilizem da intermediação financeira para um processo de produção que é o meio de valorização (...) buscam valorizar-se simultaneamente através do processo de renda (vinculado diretamente à produção) e do processo de capitalização” (Braga, 1985 apud Braga, 1997, p. 195).

Com base em Nersisyan e Wray (2010) e em Paley (2008), observa-se que a financeirização ocasionou alterações em diversos setores da economia, sendo o aumento do endividamento um padrão geral. A redução relativa dos salários e as facilidades de crédito estimularam o endividamento das famílias, principalmente o imobiliário. A elevação do

¹⁹ É importante salientar que ao se tentar mensurar a financeirização, ela se mostra presente apenas nas economias e/ou empresas mais avançadas. Portanto, é um fenômeno que ainda está restrito aos players mais relevantes da economia global. Os trabalhos apresentados nesta seção e que também abordam a questão da financeirização na seção 1.2.2 são voltados aos países desenvolvidos, principalmente aos EUA. Em termos de países emergentes, Weiss e Sampaio (2011) buscam verificar a presença da financeirização no Brasil com base em algumas das principais empresas não financeiras que compõem o índice Ibovespa. Os indicadores adotados foram as distribuições de dividendos sobre o lucro e parcela do resultado bruto que advém da receita financeira. Ao analisar o conjunto das empresas, não é possível tirar alguma conclusão se houve uma elevação da financeirização ou não ao longo do período em questão. Isto se deve, em parte, pela base de dados que tem início apenas em 1995 e por algumas dessas empresas não se tratarem propriamente de players mundiais.

endividamento do Estado decorreu, sobretudo, dos pagamentos de maiores taxas de juros, do menor crescimento das remunerações de assalariados, da maior desigualdade funcional da renda, da menor participação do investimento produtivo no PIB, da elevação da participação de empresas não-financeiras em operações financeiras, do aumento da participação das empresas financeiras no PIB e da elevação dos fluxos financeiros internacionais em detrimento dos comerciais.

Já as empresas podem ser separadas analiticamente. De um lado, as instituições financeiras elaboraram inúmeras inovações que potencializaram as capacidades de valorização de riqueza e endividamento tanto delas como das empresas não-financeiras. Estas, por sua vez, alteraram suas estratégias, em que passou-se a priorizar o curto prazo e a valorização na forma líquida em detrimento do longo prazo e da valorização na forma física. Como apontado por Dallery (2009) e Stockhammer (2010), essas mudanças nas prioridades são reconhecidas na literatura como as estratégias do *maximum shareholder value*, isto é, maximização do valor acionário²⁰.

Em um regime como o descrito acima, os investimentos e as inovações se dão no *core* da indústria, sendo que ambos devem refletir em aumentos na valorização das ações. Os investimentos para expandir a produção não se dão mais com expansão das plantas industriais, mas sim na compra de concorrentes. Esse é mais um ponto para que a valorização das ações das empresas detenha um papel fundamental, pois grande parte das aquisições se dá por meio de troca de ações. Sendo assim, empresas nas quais o mercado acredita ser de maior valor terão mais capacidade de se manterem vivas na concorrência intercapitalista. Ou seja, a estratégia do *shareholder value* não é apenas uma decisão da firma individual, mas sim a imposição da concorrência característica do regime financeirizado.

Outro aspecto central na estratégia do *shareholder value* é a diferença entre o padrão de financiamento das firmas antes e após a sua emergência. Conforme aponta Aglietta (2004), sob a lógica do *retain and reinvest* a empresa se financiava basicamente via lucros retidos, o que lhe dava autonomia na decisão de alocação de recursos. Já sob a lógica do *shareholder value*, a distribuição de recursos aos acionistas torna os lucros retidos uma fonte insuficiente de financiamento, o que as deixa dependentes de financiamento e com um nível de endividamento

²⁰ Embora o conceito de maximização do valor acionário também seja utilizado como a própria definição de financeirização, neste trabalho compreende-se como um aspecto desta, pois a financeirização é entendida em seu sentido amplo e abrangente, tal como conceituado em Braga (1997).

muito do maior que no regime anterior²¹. Apropriando-se da terminologia utilizada por Minsky (1986), empresas que no regime anterior adotavam preponderantemente posições *hedge*, passam a adotar posições especulativas²².

Por fim, o que no regime anterior era motivo de discordância entre os acionistas e gestores, passa a deixar de existir com o atrelamento das remunerações dos gestores ao desempenho das ações das empresas nas bolsas de valores (Aglietta, 2004). Segundo Lazonick e O'Sullivan (2000), alguns economistas financeiros (*financial economists*) estadunidenses desenvolveram a teoria da agência, a qual trazia argumentos que apoiavam esse método de remuneração dos gestores. A idéia por trás de tais argumentos é que o mercado é o agente mais eficiente para as decisões acerca da alocação de recursos, por isso era necessário limitar o poder dos gerentes, submetendo-os a algum mecanismo de controle de mercado.

De acordo com Lazonick e O'Sullivan (2000), na década de 1980 o movimento de aquisições hostis foi o que possibilitou a emergência das práticas do *shareholder value*. Mas no fim da década, surgiu outro fator, muito mais poderoso, para dar suporte e permitir sua consolidação: a estratégia de *downsize and distribute*²³. O *downsize* pode ser entendido como uma redução da estrutura da empresa, ou seja, venda de ativos físicos e da força de trabalho. Já o *distribute* é a ideia de que os gerentes deveriam administrar as empresas em benefício dos acionistas, o que implica a máxima distribuição possível de recursos. Os valores recebidos pelos acionistas são vistos, por um lado, como recompensa pela espera e tomada de risco e, por outro, como recompensa pelo monitoramento que esses fazem dos gerentes. Ou seja, são recompensas por funções econômicas críticas que os acionistas desempenham.

A estratégia de *downsize and distribute* evidenciou a chamada visão de portfólio da empresa. Na empresa sob a lógica *do retain and reinvest*, o gerente deveria conhecer as atividades da empresa e os diferentes mercados em que ela se encontrava. Já na estratégia do *shareholder value*, o gerente deveria ser alguém capaz de administrar qualquer tipo de empresa, independentemente do setor em que ela atuasse. A firma passou a ser vista como um conjunto de ativos negociáveis a serem mantidos ou vendidos, de acordo com o retorno que pudessem

²¹ Esse aumento de endividamento é explicado também pelo fato das empresas terem aumentado seus investimentos frente à concorrência estrangeira que as ameaçava.

²² No quadro 1.3 serão explicadas de forma breve essas terminologias de Minsky sobre instabilidade das finanças.

²³ Em tradução livre, seria uma estratégia de enxugamento (de estrutura – inclusive funcionários) e distribuição (de lucros).

proporcionar. O gerente passou a ter uma visão de portfólio da empresa, a administrá-la de acordo não com a concorrência do setor produtivo, mas do mercado financeiro (Crotty, 2002 e Boyer, 2000). Por essa ótica também se pode dizer que a empresa se “financeirizou”, no sentido de que ela teve que se tornar cada vez mais parecida com um ativo financeiro, se tornando mais flexível, com maior liquidez e trabalhando com um horizonte de curto prazo.

A concorrência no mercado financeiro se dá com base não somente no rendimento, mas, principalmente, no retorno de curto prazo, o que levou os gerentes a abandonarem o planejamento de longo prazo para as empresas, pois a necessidade passou a ser os retornos imediatos. Diante de tal demanda, era necessário que a empresa se tornasse mais flexível, com ativos (unidades produtivas) que pudessem ser facilmente negociáveis caso apresentassem retornos abaixo de um *benchmark*, ou seja, as diferentes unidades produtivas das empresas deveriam ter liquidez, equiparando-se aos ativos financeiros.

O desenvolvimento do mercado de controle corporativo era a maneira pela qual os acionistas poderiam fazer valer seus interesses sobre os dos gerentes. Os gerentes que não privilegiassem os interesses dos acionistas, ou seja, não buscassem a valorização das ações e não distribuíssem a maior parte possível dos lucros, ficavam sob ameaça de serem substituídos por outros que seguissem tais práticas, o que poderia ser feito através de processos de aquisição hostil da empresa. Para o desenvolvimento desse mercado, a emergência dos investidores institucionais foi crucial, uma vez que possibilitou uma maior concentração de recursos e das ações das empresas.

Como exemplo de investidores institucionais tem-se os fundos mútuos, fundos de pensão, fundos de investimento, *hedge funds*, companhias de seguros, entre outros²⁴. Segundo

²⁴ Investidor institucional é uma instituição financeira ou estatal que investe no mercado de capitais. Os fundos mencionados têm como característica comum a captação de recursos de modo coletivo para alavancar o potencial de investimento dos respectivos fundos. Fundos de investimento podem tanto ter caráter conservador como mais arriscado, que é o caso de fundos ativos de renda variável. O mesmo vale para os fundos de pensão, os quais alteraram sua característica predominantemente conservadora em que visa garantir a aposentadoria dos seus cotistas e passaram a investir em mercados que possibilitassem maiores retornos, como o acionário, atuando de forma minoritária ou majoritária, *securities* entre outros. Fundos mútuos são condomínios fechados que geralmente objetivam elevada rentabilidade e aplicam em uma gama diversificada de valores mobiliários e em empresas consideradas emergentes, de capital aberto ou fechado, e com grande potencial de valorização acionária futura. Neste sentido, faz-se necessário ressaltar a existência dos Fundos de *Private Equity*, os quais investem em empresas fechadas em diversos estágios, mas principalmente no estágio embrionário – *Venture Capital* – com intuito de futuramente revendê-las a preços muito superiores aos por eles investidos. Já *Hedge funds* aplicam em produtos financeiros de elevada volatilidade e potencial de retorno e utilizam de mecanismos como os derivativos visando reduzir os riscos, o que leva à falsa impressão de combinação entre retornos elevados e baixo risco. Por fim, as companhias de seguros tiveram suas funções ampliadas e passaram a assegurar não apenas bens tradicionais, como

Chesnais (2003), no regime de acumulação financeirizado, os fundos de pensão e investimento assumem um papel central ao lado das instituições financeiras bancárias e têm o suporte do setor público, o qual lhes possibilita obter a autonomia necessária para seu desenvolvimento.

De modo semelhante a Chesnais (2003), Braga e Cintra (2004) argumentam que as alterações no SMI permitiram o aumento da importância dos investidores institucionais, os quais se tornariam um elemento característico do SFI. Como destacam os autores, grande parte da gestão da riqueza migrou dos bancos comerciais para essas instituições²⁵. Essa migração foi um importante fator para que os investidores institucionais tivessem recursos para investir e intervir em empresas não financeiras, conseguindo assim impor seus objetivos de valorização do capital no curto prazo.

A elevação da participação do capital financeiro nos processos de decisão das empresas ampliou a prática da busca de ganhos na forma especulativa e valorização do capital ficticiamente. Devido ao fato de parte do valor auferido à empresa ser de ativos intangíveis, criou-se uma capacidade adicional de capitalização, cuja valorização supera sua capacidade real. A ampliação do crédito adquire um papel indispensável, fazendo com que os bancos assumam a gestão financeira geral e detenham de modo crescente parcela significativa da renda do setor produtivo. Diante disso, perde-se cada vez mais o sentido da denominação empresa não-financeira (Belluzzo, 2000 e Braga, 2009).

Em uma perspectiva semelhante a dos autores anteriores, Serfati (1998) destaca a importância do crescimento das sociedades de *holding* e da unificação das tesourarias para elevar a importância das atividades financeiras dentro das grandes corporações e possibilitar a valorização do capital em distintas maneiras. O autor assim destaca a importância da formação de *holdings* para as estratégias das grandes corporações (grupos)²⁶:

“A razão de ser quase exclusiva da sociedade holding, que se encontra no topo de todos os grupos organizados como tal, é, precisamente, a de organizar uma gestão centralizada

também os diferentes tipos de derivativos (CVM glossário de regulamentação, Bovespa – dicionário, Prates e Farhi (2011) e Farhi e Cintra (2010)). Um exemplo de investidor estatal são os fundos soberanos, os quais vêm ganhando importância crescente e serão discutidos na próxima seção.

²⁵ Segundo Kaufman e Mote (1994), a participação dos bancos comerciais no total dos ativos do sistema financeiro era de 64,5% em 1912; 55,9% em 1948; 37,9% em 1970 e de apenas 25,4% em 1993. Concomitantemente, o total de ativos em posse dos investidores institucionais saiu de 59,3% do PIB em 1980 para 125,6% em 1993 (Farnetti, 1998).

²⁶ Citações diretas foram adaptadas ao português oficial do Brasil, pois se trata de uma obra traduzida do francês para o português de Portugal.

do capital-moeda sob a forma de ativos geradores de rendimentos, que esses ativos representem um capital produtivo valorizado nas filiais – industriais – ou que se componham por direitos de propriedade e de créditos, destinado a serem valorizados nos mercados financeiros” (Serfati, 1998, p. 197).

Não apenas as grandes corporações produtivas e os investidores institucionais estão envolvidos com a financeirização da economia. Os bancos comerciais também alteraram objetivos de se alcançar o máximo de lucro de curto prazo e valorização de suas ações. Destarte, essas empresas adotaram inovações financeiras que permitiram a expansão do crédito sem que acarretasse alterações no seu grau de alavancagem. Deste modo, o processo de financeirização é caracterizado pelas estratégias tanto das empresas do setor produtivo quanto as do setor financeiro, sendo que os bancos tomados pelo otimismo geral convalidam as expectativas eufóricas injetando liquidez nos mercados (Aglietta, 2004).

A partir de Guttmann (1998) se destaca a importância dos bancos comerciais no processo de financeirização da economia, ao permitir uma maior liquidez e consequente segurança aos mercados financeiros. Concomitantemente, sua oferta de crédito também facilitou as compras de títulos via financiamento. Portanto, potencializou as possibilidades de ganhos de quem operasse nos mercados de títulos, pois eles poderiam se alavancar para ampliar o volume investido.

Buscando fundos junto de operadores de mercado diferenciados e adquirindo eles mesmos uma quantidade cada vez mais alargada de títulos, os bancos trouxeram maior liquidez a numerosos mercados financeiros e, conseqüentemente, maior segurança.

1.3 Instabilidades dos fluxos de capitais no sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo

As características do sistema monetário internacional (moeda-chave fiduciária, taxas de câmbio flexíveis e livre mobilidade de capitais) e financeiro (globalização financeira e financeirização da economia) contemporâneo acarretaram profundas alterações nos fluxos internacionais de capitais e nas economias domésticas. Blecker (2005) aponta como as principais características do período pós Bretton-Woods: alta volatilidade das taxas de câmbio, as quais passaram a ser predominantemente determinadas pelos fluxos de capitais internacionais;

desequilíbrios comerciais crônicos; ocorrência de crises financeiras com maior frequência; comportamento pró-cíclico dos investimentos internacionais, especialmente o de portfólio; e ciclos de negócios crescentemente interligados internacionalmente.

Nos próximos parágrafos será analisado como as alterações no SMFI elevaram a instabilidade dos fluxos de capitais internacionais. Iniciar-se-á pelas alterações no sistema monetário internacional.

A mudança da natureza da moeda-chave, que deixou de ser vinculada ao dólar e passou a ser exclusivamente fiduciária, concede um grau de liberdade ainda maior ao país emissor da moeda-chave, no caso os Estados Unidos, permitindo-lhe crescer com endividamento interno e externo sem que haja maiores pressões do mercado financeiro. Isto porque mesmo que o déficit público como proporção do PIB seja crescente e que cada vez mais os gastos com pagamentos de juros da dívida cresça em relação à arrecadação, basta aos Estados Unidos elevarem a emissão de moeda para o pagamento de sua dívida pública, tanto interna quanto externa, pois esta também está denominada na sua própria moeda (Serrano, 2002). Essa característica do dólar fiduciário como moeda-chave é considerada por muitos como um “privilégio ultrajante²⁷”, pois concede aos Estados Unidos uma liberdade de ação sem igual na história econômica mundial.

Contudo, como alerta Belluzzo (1997), as políticas monetárias dos Estados Unidos não são completamente independentes pelo fato de o país detentor da moeda central ter a combinação de devedor líquido internacional e deficitário frequente na conta corrente do balanço de pagamentos. Conforme explica o autor:

“Isto coloca a política monetária americana diante de decisões delicadas. As políticas expansionistas ou de taxas de juros baixas (...) encontram um limite na necessidade de se preservar a função de reserva de valor internacional da moeda americana. É sobretudo em sua função de ativo ou de denominador de ativos que o dólar, como qualquer outra moeda, está sujeito às flutuações mais instabilizadoras, num mundo onde há intensa mobilidade de capitais” (Belluzzo, 1997, p. 182).

²⁷ Essa expressão foi utilizada pelo presidente francês Charles de Gaulle, que também pode ser entendida como “Privilégio Exorbitante” dos Estados Unidos no contexto de Bretton Woods, pois eles podiam financiar seus déficits na balança de pagamentos emitindo sua própria moeda sem lastro e, portanto, se beneficiando de um ganho de senhoriação internacional (BLOCK, 1977).

Em certos momentos pode haver a contradição da necessidade de estimular a economia interna estadunidense e atrair os capitais internacionais. Tais impasses elevam as incertezas quanto ao patamar da taxa de juros a ser praticada pelo Federal Reserve. Como estas são fundamentais aos destinos dos fluxos de capitais internacionais, cria-se uma instabilidade adicional, o que é agravado pelas demais alterações do SMI, tal como destacado em Prates (2002)²⁸:

“Assim, a nova configuração do sistema monetário internacional, ancorada no dólar ‘flexível, financeiro e fiduciário’, é marcada por uma instabilidade intensa, que resulta numa incerteza estrutural em relação à evolução dos preços-chave (taxas de câmbio e de juros). Ao lado da natureza contemporânea da moeda-chave, principalmente sua dimensão fiduciária, e do caráter devedor líquido dos Estados Unidos, essa incerteza decorre, igualmente, das demais características do sistema, ou seja, do regime de câmbio flutuante e da livre mobilidade de capitais (Prates, 2002, p. 79).

A dinâmica volátil e instável adicional proporcionada pela livre mobilidade de capitais e pelo regime de câmbio flutuante deve ser compreendida em conjunto. O fim do controle sobre os fluxos de capitais permitiu que estes migrassem com maior facilidade entre os diferentes mercados. Isso provocou uma maior concorrência para atração dos capitais internacionais, os quais passaram a arbitrar em diferentes mercados em busca de maiores retornos.

Contudo, além da valorização, os capitais também visam à liquidez, e no âmbito internacional, nenhum ativo que forneça rendimento supera a liquidez dos títulos públicos dos Estados Unidos²⁹. Sendo assim, na presença de livre mobilidade de capitais e das características do dólar como moeda chave comentadas acima, as decisões do Federal Reserve em elevar a taxa de juros promoverão a saída dos capitais de diversos países em direção aos Estados Unidos. Esse movimento dos capitais internacionais gera instabilidades no SMFI. Como o regime cambial é flutuante, as taxas de câmbio passam a ter movimentos bruscos.

²⁸ Na próxima seção se analisará como as assimetrias monetárias e financeiras tornam os países emergentes especialmente suscetíveis às instabilidades do SMI contemporâneo.

²⁹ Na próxima seção serão analisados os fatores que tornam os títulos públicos dos Estados Unidos os mais líquidos no âmbito internacional.

A fim de conter as saídas de capitais, e com isso mitigar os efeitos desestabilizadores às suas economias, muitos países elevam suas taxas de juros em resposta à decisão do Federal Reserve. Deste modo, no contexto do SMI contemporâneo, a taxa de juros deixou de ser utilizada apenas como ferramenta de política monetária, passando também a ser empregada como um fator de atração aos fluxos de capitais internacionais. Ou seja, a política monetária se tornou refém da volatilidade dos fluxos de capitais, dificultando o alcance de objetivos internos, como a estabilização dos preços ou um nível de produto mais elevado. Esta dependência na política econômica é mais acentuada nos países emergentes e se deve em grande parte à obrigação de manter os juros domésticos alinhados aos juros internacionais.

Paula, Oreiro e Silva (2003) exemplificam a perda da política monetária a partir de casos em que haja uma reversão dos fluxos de capitais e em outra onde ocorra uma entrada exacerbada dos mesmos. No primeiro caso, um país que se encontre em crise econômica onde haja uma elevação na preferência de liquidez por parte dos agentes internos e externos, acarretando contração no crédito e saída dos capitais do país, a autoridade monetária não poderia reduzir suas taxas de juros para tentar amenizar a redução do crédito, pois teria como consequência a saída ainda maior dos capitais. No exemplo contrário, havendo excesso na elevação do crédito interno e intenso fluxo positivo de capitais a ponto de causar pressões inflacionárias e/ou comprometer a solidez do sistema financeiro, a autoridade monetária se vê impossibilitada de elevar a taxas de juros. Ademais, a elevação do diferencial de juros promoveria um novo aumento nos fluxos de capitais.

A livre mobilidade de capitais também torna o país mais suscetível a crises, pois ele pode sofrer ataques especulativos mesmo que possua bons indicadores de vulnerabilidade externa. Isso porque os capitais internacionais estão sujeitos a efeitos manada, em que alguns agentes são influenciados pelo comportamento dos demais. Sendo assim, pequenos rumores podem se transformar em uma crise externa, com sérios problemas para as economias dos países que não possuem controles sobre os fluxos de capitais (PAULA, OREIRO e SILVA, 2003).

Grosso modo, podem-se dividir as explicações para esse comportamento dos agentes que operam nos mercados monetários e financeiros internacionais em duas vertentes. Uma delas estaria relacionada à economia tradicional, em que são incorporadas explicações *ad hoc* para a ocorrência de crises e instabilidades nos modelos de equilíbrio, sejam eles múltiplos ou parciais.

Normalmente estas explicações relacionam as falhas de mercado com problemas de informação, as quais se acentuaram no período pós-Bretton Woods.

Como exemplo dessa vertente pode-se citar Calvo e Mendonza (2000). Os autores argumentam que, com a globalização financeira, se tornou mais custoso e difícil obter informações dos diversos países que passaram a integrar os portfólios dos investidores. Além do mais, o custo de obter informação seria fixo, não variando conforme o tamanho dos mercados. Deste modo, os custos marginais de se obter informações em determinados mercados seriam menores que as receitas marginais. Portanto, comportamentos baseados no mimetismo seriam as decisões mais racionais nesses casos, o que por sua vez imprimiria um comportamento essencialmente volátil aos fluxos de capitais, especialmente os de portfólio. Na seguinte passagem, os autores resumem o modelo adotado para a construção do argumento:

“We used a basic model of international portfólio diversification with incomplete information to show that the globalization of securities markets can reduce incentives for information gathering, and hence produce high volatility in capital flows as a result of contagion. In our model this occurs because globalization generally reduces the gains derived from paying fixed costs for country-specific information or because, in the presence of variable performance-linked or reputational costs, globalization widens the contagion range of portfólios within which investors find it optimal to mimic arbitrary market portfólios” (Calvo e Mendonza, 2000, p. 38).

A segunda vertente compreende que o comportamento especulativo e de mimetismo é inerente aos mercados. Sendo que a principal causa para tal comportamento seriam as incertezas inerentes à economia e que são acentuadas nos mercados financeiros. Incerteza aqui deve ser entendida no sentido empregado por Keynes. Seria aquela incerteza absoluta e não pode ser confundida com risco, que é um tipo de evento probabilístico. Probabilidades são calculadas a partir de repetidas experiências em que são mantidas as mesmas condições. Para eventos macroeconômicos, as condições para se formar as probabilidades não seriam válidas. Isto porque, mesmo que se tenham informações sobre o passado e o presente³⁰, não há qualquer garantia de

³⁰ De acordo com Davidson (1983, p.s 189-190), mesmo que existissem informações suficientes para se ter uma estrutura probabilística no presente, poderia não haver qualquer relação com o presente: “*In a nonstationary econ changes in the future, calculable probability statements may have no relation to future events. Economic world where probability structures, even if they exist at each point of time, are subject to sudden*”.

que as condições seriam mantidas no futuro (Davidson, 1983 e Anrade, 1987). Keynes (1937a, p.s 113-114) define precisamente o que entende como incerteza:

“By ‘uncertain’ knowledge, let me explain, I do not mean merely to distinguish what is known for certain from what is only probable. The game of roulette is not subject, in this sense, to uncertainty; nor is the prospect of a Victory bond being drawn. Or, again, the expectation of is only slightly uncertain. Even the weather is only moderately uncertain. The sense in which I am using the term is that in which the prospect of an European war is uncertain, or the price of copper and the rate of interest twenty years hence, or the obsolescence of a new invention, or the position of private wealth-owners in the social system in 1970. About these matters there is no scientific basis on which to form any calculable probability whatever. We simply do not know.”

Sob condições de incerteza, os agentes privados devem encontrar alternativas à impossibilidade de realizar previsões confiáveis a respeito do futuro. De acordo com Keynes (1937a, p. 114), o agente econômico utilizaria principalmente os seguintes mecanismos na tomada de decisão:

“(1) We assume that the present is a much more serviceable guide to the future than a candid examination of past experience would show it to have been hitherto. In other words we largely ignore the prospect of future changes about the actual character of which we know nothing.

(2) We assume that the existing state of opinion as expressed in prices and the character of existing output is based on a correct summing up of future prospects, so that we can accept it as such unless and until something new and relevant comes into the picture.

(3) Knowing that our individual judgment is worthless, we endeavour to fall back on the judgment of the rest of the world which is perhaps better informed. That is, we endeavor to conform with the behaviour of the majority or the average. The psychology of a society of individuals each of whom is endeavouring to copy the others lead to what we may strictly term a conventional judgment.

Na passagem a seguir, Keynes (1937a, p.s 114-115) explica as consequências das decisões serem tomadas com base no conhecimento presente, em que os preços são considerados os melhores guias para o futuro e com a prevalência do julgamento estritamente convencional:

“Now a practical theory of the future based on these three principles has certain marked characteristics. In particular, being based on so flimsy a foundation, it is subject to sudden and violent changes. The practice of calmness and immobility, of certainty and security, suddenly breaks down. New fears and hopes will, without warning, take charge of human conduct. The forces of disillusion may suddenly impose a new conventional basis of valuation. All these pretty, polite techniques, made for a well-panelled board room and a nicely regulated market, are liable to collapse. At all times the vague panic fears and equally vague and unreasoned hopes are not really lulled, and lie but a little way below the surface.”

A partir deste trecho, fica evidente que o comportamento instável e de mimetismo dos agentes privados não se deve a falhas de mercado, tais como as informações incompletas, mas sim à própria característica das sociedades econômicas capitalistas. Destarte, a lógica de decisão por parte dos agentes financeiros em um ambiente de incerteza se torna volátil a qualquer informação que lhes pareça desfavorável. Sendo que os movimentos de manada são um comportamento “normal” desses mercados e não exceções ou consequências de “*information frictions*”. Com a liberalização dos fluxos de capitais, retiraram-se os entraves para que os capitais entrassem e saíssem com demasiada facilidade nos países. Ou seja, derrubaram-se as barreiras à ocorrência de movimentos de manada, os quais se tornaram frequentes e intensos.

Nesses movimentos, o que predomina é a fuga para a moeda-chave do sistema internacional. Isso porque, em uma economia monetária, a forma de se proteger quanto às incertezas futuras é manter a riqueza na forma mais líquida possível, e no ambiente internacional, o receptáculo da liquidez é o dólar, seja na forma de moeda, seja na forma de títulos públicos estadunidenses. Se de um lado o país emissor da moeda-chave é o maior receptor dos capitais nos momentos de incerteza, de outro, os países em desenvolvimento são os mais sensíveis às mudanças nas expectativas dos agentes internacionais³¹. Ou seja, são os mais suscetíveis aos efeitos perniciosos dos movimentos de manada.

Um regime monetário internacional com taxas de câmbio flutuantes e ausência de controle sobre os fluxos de capitais terá como consequência inequívoca a volatilidade cambial, a qual resulta em efeitos negativos tanto para a formação das expectativas empresariais quanto para o gerenciamento da política monetária. Na ocorrência de uma grande entrada de capitais, a

³¹ Na próxima subseção serão analisados os motivos para tais comportamentos, os quais estão relacionados às assimetrias do sistema monetário financeiro internacional.

consequente apreciação da moeda poderá provocar uma deterioração da balança comercial e, conseqüentemente, do saldo na conta corrente. Como argumenta Blecker (2005), a liberalização das finanças permite que ocorram sucessivos déficits em transações correntes sem que haja uma depreciação nas moedas. A consequência seria a manutenção das vantagens competitivas dos países superavitários via preços absolutos e a sobreapreciação da moeda dos países deficitários.

Esses movimentos contrariam o argumento do *mainstream economics* de que a taxa de câmbio se ajustaria de forma automática para corrigir os déficits em transações correntes. De acordo com este último autor, no contexto contemporâneo, a taxa de câmbio é determinada por diversos fatores que vão além do simples ajuste aos saldos balança comercial, os quais incluem:

“(...) *expectations about future Exchange rates (speculative behavior), risk-adjusted interest rate differentials (arbitrage behavior), news about policy shifts or political events (which affect investor confidence and risk premia), and perceptions of whether current exchange rates are sustainable or unsustainable in relation to macroeconomic fundamentals*” (Blecker, 2005, p. 193).

Essa passagem evidencia a importância das expectativas dos agentes que operam na determinação da taxa de câmbio. Nesse contexto, e dado o caráter mimético dos fluxos internacionais de capitais, é de se esperar - como de fato ocorreu em diversos episódios de crises cambiais dos países emergentes, os quais serão tratados na próxima seção – que as moedas passem por períodos de acelerada apreciação para em seguida serem atingidas por reversões súbitas nas posições dos agentes internacionais, levando a intensas depreciações. Nessas ocasiões, as consequências seriam danosas à economia, principalmente se houver um elevado *path-through* entre a taxa de câmbio e a inflação e na presença de descasamento de moedas.

Segundo Crotty e Epstein (1996), o elevado e instável fluxo de capitais de curto prazo (*hot Money*) foi um importante fator para intensificar o ambiente de incerteza que se seguiu após o *Golden Age*, pois ao entrar e sair com demasiada facilidade em um país, provocava elevada instabilidade, especialmente nas taxas de câmbio. Os autores entendem que, se por um lado, o fim do controle sobre os fluxos de capitais promoveu esse comportamento intenso e volátil dos fluxos de capitais, por outro, favoreceu o setor financeiro e foi um dos condicionantes à derrocada do *Golden Age*. Na mesma linha, Epstein e Jayadev (2005), compreendem que a liberdade dos fluxos de capitais foi um dos condicionantes à elevação da rentabilidade dos ativos financeiros,

maiores oportunidades de lucro do setor financeiro e foram importantes à expansão da financeirização da economia.

De acordo com Epstein (2005), a globalização e a financeirização da economia tiveram um papel fundamental na elevação do comportamento especulativo e essencialmente líquido dos fluxos de capitais. A nova lógica de atuação dos agentes privados impulsionou ainda mais o caráter volátil e de curto prazo dos movimentos de capitais. Não apenas os investimentos de portfólio e os créditos bancários, que são tradicionalmente mais voláteis, como também os investimentos diretos externos (IDE) foram afetados pela globalização financeira e financeirização da economia. No caso do IDE, ele foi impactado significativamente pela estratégia de fusão e aquisição em detrimento do aumento da capacidade produtiva.

Segundo Carneiro (1999, p. 72) “nas diversas caracterizações do IDE, percebe-se que a partir dos anos 80 ele assumiu basicamente a forma de fusões e aquisições e alianças estratégicas em detrimento do *greenfield investment*”³². Deste modo, a caracterização do IDE como um fluxo estável perde força após as alterações nas práticas das empresas não financeiras na financeirização da economia. Esse argumento pode ser reforçado a partir da seguinte passagem de Kregel (1996, p. 35):

“As definições oficiais do IDE nada têm a ver, portanto, com sua permanência ou mobilidade ou sua volatilidade. Na verdade, elas parecem ignorar a facilidade com que os investidores de países desenvolvidos assumem e abandonam o controle de companhias através de fusões e aquisições. Nos mercados financeiros atuais, as companhias parecem ter-se transformado em *commodities* negociadas diariamente em mercados de controle corporativo.”

Ainda de acordo com Kregel (1996), mesmo que o IDE fosse inteiramente do tipo *greenfield*, não resultaria em um fluxo de capital mais estável. As diferentes opções de contratos financeiros que surgiram ou ampliaram seu uso com a globalização financeira permitem que esse tipo de investimento adquira uma maior liquidez e com isso aumentem seu comportamento volátil³³:

³² Greenfield investment se refere ao tipo de IDE que envolve a implementação de uma nova planta produtiva.

³³ Um fator adicional que alterou o comportamento do IDE é o critério adotado para os reinvestimentos dos lucros. Segundo Braga (2009), na empresa financeirizada, decisões de remessas de lucros ficam subordinadas às oscilações da taxa de câmbio, as quais, por sua vez, são crescentemente determinadas por fatores financeiros.

“(…) os métodos de *hedging* disponíveis para os riscos de qualquer investimento, inclusive do investimento direto estrangeiro (...), não levam o investidor a envolver-se em nenhuma operação cambial direta nem em qualquer transação de mercado de capital. Quase sempre, entretanto, exigem que o intermediador financeiro o faça em algum momento. E esses fluxos serão normalmente maiores quando a incerteza acerca da taxa de câmbio ou das condições financeiras internas for maior. (...) O simples fato de os investimentos representarem ativos reais e produtivos não significa que os riscos de câmbio e de *funding* serão ignorados. Estando os riscos cobertos, serão produzidos fluxos transfronteiras que, por sua vez, produzirão pressão no mercado de câmbio ou no mercado monetário interno” (Kregel, 1996, p. 36)

As alterações no *modus operandi* e nos objetivos das firmas impactaram não somente os fluxos de capitais na forma de IDE, como também os movimentos dos investimentos de portfólio. Isso é decorrência da ampliação das funções financeiras no interior das corporações produtivas. As grandes corporações têm por estratégia valorizar seu capital de forma global, além dos resultados decorrentes dos processos diretamente produtivos, são igualmente levadas em conta as possibilidades de obtenção de receitas com os diferentes ativos que compõem seu portfólio – ações, títulos públicos e privados, e outros ativos financeiros. Sendo que os rendimentos podem ser provenientes da variação dos preços dos ativos, dos juros e dos ganhos de arbitragem (Braga, 2000).

Os grandes capitais concorrem entre si como equivalentes, não importando a origem do lucro, mas apenas qual será a sua taxa:

“A concorrência entre as corporações é guiada pela realização da taxa de lucro geral, perseguida nos cálculos sobre preços da produção e preços financeiros – taxas de juros, taxas de câmbio, preços das ações. A competição pelos lucros na circulação da renda agregada e na circulação financeira faz com que os capitais se manifestem como equivalentes na medida em que os de mesma magnitude tentem realizar a mesma massa de lucro geral e, portanto, a mesma taxa de lucro” (Braga, 2000, p. 296-297).

Para conseguir obter a maior taxa de lucro possível os capitais tentam tirar proveito das melhores condições de retorno nos diferentes mercados. Sendo assim, as diferentes possibilidades de rendimento permitem às grandes corporações tirar proveito de situações que de outra maneira poderiam ser maléficas ao seu desempenho econômico. Por exemplo, as altas taxas de juros que encarecem seus investimentos podem ser benéficas por conta de suas aplicações financeiras, assim como variações na taxa de câmbio que prejudicam seu planejamento podem lhe render ganhos com operações cambiais em diferentes mercados etc. (Braga, 2009). Braga (2000, p. 200) assim resume o comportamento contemporâneo das grandes corporações produtivas:

“(...) as grandes corporações produtivas com seu poder financeiro manejam o dinheiro e as quase-moedas, tanto na circulação industrial quanto na circulação financeira (...) sendo elas mesmas grandes detentoras dessa liquidez, a alocação na órbita financeira é uma decisão patrimonial da qual elas são co-partícipes junto com bancos e similares.”

Já a partir de Serfati (1998), compreende-se que a estratégia de valorização do capital de forma global apresenta dois sentidos. Um deles é o que se busca a valorização em todas as partes do mundo, o outro é o que se refere às formas diversificadas em que o capital pode se valorizar. Esses dois sentidos são na realidade consequência tanto da globalização financeira quanto da gestão centralizada da tesouraria, a qual, por sua vez, seria um dos condicionantes da financeirização da economia. O autor assim define essas questões:

“(...) a globalização financeira permitiu aos grandes grupos infletir a valorização do seu capital para os mercados financeiros. A gestão centralizada da tesouraria permitiu-lhes, em particular, acrescer o grau de liquidez do capital e dotar-se de uma força financeira eficaz para a intervenção nos mercados de câmbio” (Serfati, 1998, p. 199).

De modo semelhante a Braga (2009), Serfati (1998) compreende que os riscos de câmbio e de juros se tornam oportunidades de lucro. Para este último autor, a gestão da tesouraria assume um papel fundamental à obtenção de resultados positivos nos mercados de títulos e de câmbio. Como a dimensão das grandes corporações multinacionais ultrapassa o PNB de muitos

países, movimentações das suas posições nos distintos mercados ocasionarão impactos desestabilizadores.

A busca incessante em obter ganhos de arbitragem por parte dessas grandes corporações eleva a volatilidade dos fluxos de capitais relacionados aos investimentos de portfólio, o que é agravado pela concorrência das corporações, as quais tendem a repetir estratégias de intervenções nos mercados financeiros que foram bem sucedidas. Mas, se em um primeiro momento esse comportamento mimético tende a inflar os mercados, no momento de saída, pode provocar desequilíbrios significativos, tal como observado ao se analisar os impactos da liberdade dos fluxos de capitais. Serfati (1998, p. 204), assim define a interação das corporações industriais no atual contexto do SMFI:

“Assim, os grupos industriais encontram-se envolvidos num movimento acumulativo: desenvolvem as suas competências e reforçam os seus departamentos financeiros e de tesouraria a fim de fazer face à instabilidade financeira e à extrema volatilidade dos mercados de câmbio. Mas ao fazê-lo, tornam-se atores principais, ao lado dos bancos e dos investidores institucionais, a sua intervenção contribui para agravar a instabilidade financeira, já que conduz à transformação das moedas nacionais em simples ativos financeiros.”

Epstein (2005) alerta que diversos governos adotaram medidas de desregulação de seus mercados visando estimular os IED. Contudo, os estudos empíricos não apontaram para efeitos positivos aos objetivos propostos. O que se observou foi apenas uma elevação da volatilidade dos fluxos de capitais a esses países. Bleker (2005) vai ao encontro do primeiro autor e afirma que os benefícios das liberalizações e desregulações dos sistemas financeiros são difíceis de serem encontrados empiricamente, já os custos em termos de elevação na volatilidade são fáceis de serem observados. Segundo este autor, os investimentos de portfólio são especialmente voláteis e apresentam um comportamento fortemente pró-cíclico.

Como mencionado por Serfati (1998), as grandes corporações tornaram-se os principais atores, ao lado dos bancos e dos investidores institucionais, na elevação da instabilidade financeira e volatilidade dos mercados de câmbio. Cabe então analisar as contribuições dessas instituições financeiras em elevar a volatilidade dos investimentos de portfólio, iniciando pelos investidores institucionais.

Cintra (2000) alega que a disseminação em nível mundial da dinâmica contemporânea do mercado de capitais dos Estados Unidos - marcada pela lógica de curto prazo e cobertura de riscos, a qual implica em uma permanente avaliação dos estoques e ajustes pela variação dos preços dos ativos – foi um dos determinantes à elevação do caráter especulativo das finanças internacionais e maior volatilidade dos preços-chaves. Essa elevação do caráter especulativo deve ser entendida no sentido empregado pelo autor:

“A especulação é definida como uma operação que não tem nenhuma finalidade além do lucro que pode gerar. Tais operações desejadas por si mesmas, e que se baseiam na antecipação da variação dos preços dos ativos para realizar um lucro a partir de uma tomada de posição, atingiram uma proporção sem precedentes. Ou seja, o motivo especulação (Keynes,1936) penetrou profundamente nas finanças contemporâneas” (Cintra, 2000, p. 129).

Segundo Cintra (2000), os investidores institucionais exercem um importante papel para tornar as operações financeiras consideravelmente mais complexas do que os anteriores (Padrão Ouro e Bretton Wood). A fim de ilustrar seu argumento, o autor apresenta um circuito financeiro em que um agente superavitário passa a ter uma maior diversidade de destinos para aplicar seus recursos. Conforme descreve o autor, o administrador de fundos que recebeu os recursos do agente superavitário financia outros agentes que em troca emitem *securities*, as quais passam a compor a carteira de ativos dos administradores de fundos. Deste modo, estas empresas emprestam recursos líquidos em troca de ativos de maior prazo e risco de variações de preço, ou seja, menos líquidos. Posteriormente, para se proteger contra os riscos, mas também especular, compram derivativos que funcionariam como uma espécie de seguro contra os riscos inerentes às *securities*. Por fim, se utilizam da combinação de *securities* com derivativos financeiros, transformando-os em produtos estruturados, os quais são revendidos aos aplicadores como um ativo mais líquido e com negociação no mercado secundário, concluindo o circuito financeiro iniciado acima.

Como destaca Prates (2002), esses investidores por possuírem uma lógica interna inerentemente especulativa de ganhos patrimoniais de curto prazo, elevaram não apenas as instabilidades nos países de origem, principalmente Estados Unidos e Inglaterra, como também de todo o globo. Cintra (2000, p. 129) argumenta que a dinâmica de atuação dos investidores

institucionais, no contexto de globalização financeira, imprime a diversificação internacional dos ativos que compõem seus portfólios. Sendo que os fatores levados em conta para posições de seus investimentos são o comportamento da taxa de câmbio e os diferenciais de rendimentos esperados.

Nesse cenário, alterações nas percepções do comportamento dos preços dos ativos ou das taxas de câmbio por parte dos investidores internacionais, ocasionarão alterações na composição de suas carteiras e, com isso, provocarão elevada volatilidade nos fluxos de portfólio. A capacidade de geração de instabilidades deve-se tanto à elevada participação dos investidores institucionais no total dos investimentos de portfólio, quanto ao caráter mimético das suas mudanças de posições. Como argumentado acima, a tendência de mimetismo dos mercados financeiros se acentuou com as alterações do SMI contemporâneo, mas também foi impulsionada pela crescente importância dos investidores institucionais, pois:

“A estabilidade dos mercados de títulos depende em grande parte da diversidade de opiniões dos agentes. A crescente concentração dos recursos em fundos de investimento e o desenvolvimento de sistemas informacionais tendem a diminuir a diversidade de expectativas, levando ao que se poderia chamar de *risco de convergência* de opiniões (...). Consequentemente, há um grande potencial de volatilidade no comportamento dos preços dos ativos (...) o que aumenta a possibilidade de crises financeiras quando ocorrem desvalorizações acentuadas no valor dos ativos das instituições. Com a internacionalização dos mercados, essas crises tendem a se propagar entre os diferentes sistemas financeiros e cambiais” (Cintra, 2000, p. 131).

Gowan (2009) acrescenta que os investidores institucionais, com destaque aos bancos de investimento, passaram a trabalhar com ganhos de arbitragens em diferentes mercados, objetivando encontrar possibilidades de especular em relação aos ativos e moedas locais, o que acabavam por gerar crises nos mercados em que atuam. Por exemplo, em um primeiro momento eles entram com significativo volume de divisas, valorizando a moeda local, o que pode levar à deterioração da situação externa. No segundo momento, ocorre a reversão das expectativas, e então esses fundos retiram um grande volume de divisas desses países em um prazo de tempo demasiadamente curto, levando a crises.

O impacto desestabilizador dos fundos de investimento nos mercados de moeda é compartilhado por Plihon (1998). Este autor argumenta que a simples decisão de mudança nos investimentos é capaz de desestabilizar as moedas envolvidas nas operações. Isso se deve ao grande volume dos investimentos, caracterizados como investimento de portfólio, que essas instituições mantêm no exterior. Esses volumes representam uma participação significativa nos mercados em que atuam, daí a importância nas mudanças de suas posições.

Os bancos também tiveram importante papel na elevação da volatilidade e instabilidade dos fluxos dos investimentos de portfólio. As instituições financeiras bancárias desempenham um papel-chave no SMFI, pois são os únicos agentes privados capazes de elevar a liquidez nesses sistemas. Isto ocorre porque, diferente das demais instituições financeiras, os bancos comerciais não se limitam a intermediários entre os agentes superavitários e deficitários, já que também estão capacitados a criar moeda. Com isso, os bancos puderam estimular os fluxos de portfólio ao permitirem que os agentes internacionais investissem em diferentes mercados além de sua riqueza líquida. Portanto, apesar do crescimento da participação dos investidores na detenção dos ativos, a essencialidade dos bancos comerciais na dinâmica do SMFI não foi reduzida (Aglietta, 2004 e Freitas, 2010).

No entanto, a importância dos bancos não se limitou a elevar a liquidez disponível para os grandes conglomerados e os investidores internacionais exercerem atividades especuladoras e de arbitragem nos diferentes mercados monetários e financeiros ao redor do globo, cujos resultados foram as bolhas nos mercados imobiliários, acionários e de diversos ativos financeiros relacionados aos investimentos de portfólio. Eles mesmos passaram a tomar decisões mais arriscadas em busca de maiores retornos e passaram também atuar diretamente nesses mercados (Freitas, 2000 e 2010).

Segundo Freitas (2010), essa alteração nas estratégias dos bancos foi possibilitada pela globalização financeira, pois as desregulamentações dos mercados financeiros domésticos permitiram uma maior diversificação na atuação das instituições bancárias (e não bancárias) e a liberalização dos mercados permitiu que essa diversificação fosse levada a mercados financeiros e monetários de outros países. De modo semelhante, Prates e Farhi (2012, p. 4) afirmam que as evoluções ocorridas no sistema bancário foram decorrentes da³⁴:

³⁴ As autoras apresentam a evolução do sistema bancário sugerida por Chick (1986 e 1993). Chick (1986) aponta as evoluções do sistema bancário até o quinto estágio, no qual, devido à capacidade de alavancagem dos bancos – desde

“(...) interação entre a dinâmica concorrencial dos bancos e as mudanças no ambiente macroeconômico, regulatório e institucional, que são o seu lócus de atuação. Enquanto agentes capitalistas movidos pela lógica de valorização de riqueza, os bancos reagem de forma ativa a essas mudanças mediante a introdução de inovações financeiras, provocando alterações nesse ambiente. Essas inovações, por sua vez, tornam, na maioria das vezes, a regulamentação vigente obsoleta, exigindo aperfeiçoamentos no marco regulatório” (Prates e Farhi, 2012, p. 4).

Assim, de acordo com as autoras, a estratégia de inovação financeira é inerente à atuação dos bancos na economia. Esse aspecto vai ao encontro ao afirmado por Minsky (1992), onde o autor argumenta que os banqueiros sempre estão em busca de inovações geradoras de lucros, seja na administração dos ativos adquiridos, seja nas dívidas comercializadas³⁵. Deste modo, na ausência de contínuas regulações, as instituições bancárias tenderão a adotar estratégias que visem à maior valorização da riqueza possível, tais como as operações especulativas e de arbitragem nos mercados internacionais, em detrimento de estratégias prudentiais.

Concomitantemente, a sobreposição nas funções de intermediação entre os bancos comerciais e as demais instituições financeiras, elevou a concorrência entre elas e impulsionou as estratégias mais arriscadas tomadas pelos bancos comerciais. A concorrência entre as instituições financeiras bancárias e não bancárias também é reforçada pela característica das corporações produtivas após o fim de Bretton-Woods de priorizarem o financiamento por meio do mercado de títulos em detrimento dos empréstimos bancários, tal como descreve Aglietta (1995, p. 90):

o segundo estágio - não se faria mais necessário a presença de poupança prévia para a realização de empréstimos e financiamentos. Em Chick (1993) a autora atualiza a evolução bancária em seu sexto estágio, onde já aborda as evoluções decorrentes do processo de globalização financeira como a disseminação das securities discutidas na seção 2.2.1. Prates e Farhi (2012) ao longo do artigo argumentam sobre a existência do sétimo estágio de evolução bancária, decorrente das inovações e características do sistema financeiro a partir do início do século XXI e que serão discutidas na seção 2.3.2.

³⁵ Nesta passagem e ao longo do texto, Minsky (1992) ressalta as diferenças entre a teoria keynesiana e a abordagem neoclássica. Nesse ponto, a crítica seria sobre a abordagem da Teoria Quantitativa da Moeda, conhecida como TQM, a qual classifica a velocidade da moeda como sendo próxima de constante. Sendo assim, tal teoria ignora por completo as inovações no sistema bancário que modificam bruscamente a velocidade de circulação da moeda. A mesma crítica poderia ser direcionada à teoria monetarista, a qual argumenta que a velocidade da moeda deixa de ser essencialmente fixa e passa a ser dependente de um número restrito de variáveis econômicas. Isto permite postular que o comportamento da velocidade-renda da moeda seja previsível, ainda que ela não seja constante. Ou seja, também não incorpora as inovações frequentes que ocorrem no sistema financeiro.

“(…) os grandes clientes com cotas de crédito elevadas encontraram outras fontes de financiamento que passaram a concorrer com o crédito bancário. As emissões de títulos nos mercados monetários nacionais, as emissões de debêntures nos mercados financeiros, as emissões de papéis comerciais de médio prazo nos mercados internacionais, os empréstimos feitos por instituições não bancárias, reduziram os empréstimos bancários.”

A maior concorrência enfrentada pelos bancos não se limitou às concessões de empréstimos (seus ativos), houve também uma maior disputa pela captação de depósitos (seus passivos):

“(…) os bancos sofreram a concorrência das aplicações em títulos com rendimentos vantajosos e do deslocamento dos fundos na direção da poupança institucional. O balanço dos bancos degradou-se porque os créditos que substituíram os empréstimos aos clientes mais bem cotados foram mais arriscados e porque os recursos que substituíram os depósitos das famílias foram mais custosos” (Aglietta, 2004, p. 90).

Essa dupla pressão exercida sobre os bancos afetou a rentabilidade dos mesmos. Apesar de haver diferenças marcantes entre os padrões dos sistemas bancários anglo-saxões, japoneses e dos europeus continentais, a queda na taxa de lucro das instituições financeiras bancárias foi um padrão comum nos principais países desenvolvidos. Os bancos então optaram por reestruturar seus balanços (Aglietta, 2004).³⁶ Essa reestruturação se refletiu na ampliação da participação no mercado de títulos, o que acarretou no envolvimento de uma:

“(…) vasta gama de atividades dos bancos de investimento. Estas atividades produzem comissões que tendem a uma maior estabilidade do que os rendimentos provenientes dos juros, tal como os lucros associados às transações financeiras, que são altamente voláteis mas potencialmente muito lucrativas” (Guttman, 1998, p. 104).

Destarte, os bancos comerciais tiveram uma dupla importância no que diz respeito aos investimentos de portfólio. De um lado, foram determinantes no fornecimento de liquidez aos investidores institucionais e às grandes corporações produtivas investirem de modo alavancado

³⁶ Ver Aglietta (1995) para um detalhamento sobre as diferenças dos papéis dos bancos nas economias anglo-saxãs, japonesas e europeias continentais.

em títulos e moedas nos diferentes mercados financeiros e monetários. De outro, eles mesmos passaram a atuar diretamente nesses mercados, adotando um comportamento pró-cíclico e especulativo. Deste modo, como destaca Prates (2002), as instituições financeiras bancárias foram decisivas para o comportamento mais volátil dos fluxos de portfólio.

Como visto até aqui, as alterações no SMFI elevaram substancialmente a instabilidade e volatilidade dos fluxos internacionais de capitais. A taxa de câmbio, um dos preços macroeconômicos mais fundamentais às economias, foi especialmente afetada. Conforme aponta Frenkel (2003), com o fim das taxas fixas de câmbio entre as economias centrais, o setor privado passou a assumir os riscos cambiais, o que por sua vez estimulou o mercado de câmbio e de seus derivativos. Dada as instabilidades cambiais, os agentes privados buscavam nos derivativos maneiras de se proteger contra eventuais alterações bruscas nas cotações das moedas³⁷.

Segundo Farhi (1999), anteriormente à criação do amplo mercado de derivativos, já era possível realizar as operações de *hedge*, onde o risco era repassado por meio de um contrato a termo junto a uma instituição bancária. Contudo, tais operações eram limitadas a poucos produtos e instrumentos, seus custos eram elevados e destinados a poucos clientes. Com a disseminação do mercado de derivativos, possibilitou-se a cobertura de riscos de um amplo conjunto de operações financeiras a custos relativamente reduzidos e disponíveis a um grande número de agentes. Como contrapartida, criou-se um mercado sujeito a elevada especulação, a qual seria potencializada pela possibilidade dos agentes operarem de forma alavancada nesse mercado.

Conforme aponta Rossi (2011), os derivativos podem cumprir a função social de transferir os riscos microeconômicos das instabilidades macroeconômicas, contribuindo deste modo para uma melhor coordenação das expectativas dos agentes. Contudo, o mesmo autor ressalta que o próprio mercado de derivativos pode ser fonte de instabilidade macroeconômica. Isto porque as operações de derivativos não cumprem apenas a função de *hedge* para as

³⁷ Derivativos podem ser definidos desde uma forma genérica como fazem Rutledge e Bertram (1995): “(...) a contractual relationship established by two (or more) parties where payment is based on (or "derived" from) some agreed-upon benchmark” (Rutledge e Bertram, 1995, p. 1). Nesse sentido, haveriam infinitas possibilidades de elaboração de derivativos. Especificamente no que diz respeito aos derivativos financeiros, se adotará o conceito do BIS (1995, p. 6), o qual compreende que “*a financial derivative is a contract whose value depends on the prices of underlying assets, but which does not any investment of principal in those assets*”. Deste modo, derivativos financeiros permitem que os agentes envolvidos operem de modo alavancado. Pois, como o que será acertado ao final do contrato, é apenas o pagamento com base no preço ou rendimento subjacente, não há qualquer necessidade de transferência de propriedade dos ativos e de pagamentos correspondentes no momento em que o contrato for firmado (BIS, 1995).

operações, mas também operam para especular, sem correspondência com o mercado à vista. Além disso, ocorrem as operações de arbitragem, as quais objetivam obter ganhos a partir de distorções nos preços entre os mercados a vista e a termo (o quadro 1 apresenta uma breve discussão a respeito das vantagens e desvantagens dos derivativos).

De acordo com Farhi (1999), a generalização dos mercados de derivativos elevou o aumento do espírito especulativo, mesmo nas operações de *hedge* e de arbitragem³⁸. Nesse sentido, não é possível distinguir conceitualmente as três práticas com base na explicação de que a operação especulativa é aquela baseada na expectativa futura da variação dos preços, pois as demais também passaram a operar nessa maneira. Deste modo, a autora compreende que uma prática será considerada especulativa quando o agente do mercado financeiro mantiver uma posição líquida, comprada ou vendida, medida em valor nocional de um determinado ativo financeiro³⁹.

³⁸ Segundo Farhi (1999) a especulação é consequência da volatilidade do sistema e não o contrário, podendo a primeira apenas acentuar e potencializar a segunda.

³⁹ O governo brasileiro objetivando conter a valorização do real frente ao dólar adotou em julho de 2011 a elevação de IOF sobre posições líquidas vendidas em dólar com base no valor nocional ajustado de cada contrato. O argumento utilizado pelo governo é de que essas medidas afetariam apenas as operações de cunho especulativo, ou seja, não afetaria os agentes interessados apenas em se proteger, os *hedgers* (Fazenda, 2011). Deste modo, pode-se concluir que Farhi (1999) e o governo brasileiro por meio do ministério da fazenda compartilham a compreensão do que define o caráter especulativo é a posição líquida do agente em um determinado ativo financeiro.

Quadro 1.1 – Breve discussão sobre as vantagens e desvantagens dos derivativos

Bryan e Rafferty (2006) argumentam que os derivativos trouxeram profundas mudanças no capitalismo, tanto para as firmas como para os consumidores. Com o enfraquecimento das regulações do sistema de Bretton Woods e principalmente após o fim deste, os derivativos assumiram um papel mais significativo e contribuíram à intensificação da competição entre os capitais. Isto ocorre porque os derivativos tornam os capitais mais líquidos e comparáveis a outros ativos de distintos ramos. Conforme esses autores, a maior liquidez dos derivativos faz com que eles passem a influenciar os preços nos mercados à vista mais do que estes influenciam nos mercados de derivativos. Nesse sentido, há uma inversão na lógica econômica em que os mercados futuros passam a ser mais líquidos que os mercados à vista. Isso se deve em grande parte, ao gigantismo dos volumes transacionados no mercado de derivativos⁴⁰. Tal liquidez, na concepção dos autores, faz com que os derivativos assumam a função de moeda e os permita servir como uma base flexível para o mercado global. Ademais, nem o ouro nem uma moeda individual tem servido como âncora. Dada essas características, surge a terceira que seria a fusão, num nível mais abstrato, entre o capital e a moeda.

As alterações que os derivativos provocam nas firmas teriam um impacto semelhante aos que as separações entre os detentores do capital e os gestores nas empresas de sociedade aberta tiveram. Bryan e Rafferty (2006) argumentam que no início do século XX, essa alteração sofreu muitas críticas por trazer maior risco de crises e maior propensão a fraudes. Entretanto, os ganhos nas técnicas de gestão, a elevação abrupta na capacidade de expansão e a maior dinâmica dada ao capitalismo, fez com que tal estratégia se tornasse consolidada e incorporada como o “natural” ao capitalismo. Do mesmo modo, os derivativos estão sendo acusados de provocar maiores riscos e maiores possibilidades para fraudes. Entretanto, a possibilidade de flexibilizar e potencializar as formas de valorização do capital faria com que os derivativos assumam um papel duradouro no capitalismo e passariam a ser aceitos.

A interpretação de Bryan e Rafferty (2006) sobre os derivativos merecem algumas observações adicionais. Os derivativos, servindo como âncora ao mercado mundial, trazem problemas inerentes às suas características de instabilidade. Uma das principais propriedades que uma moeda deve apresentar é a estabilidade, a qual é decorrente principalmente de sua inelasticidade de produção por agentes privados. Com os derivativos ocorre o inverso, dada a alavancagem em que os agentes operam. Deve-se ter em mente também que os derivativos não o substituem por completo, já que não apresentam a mesma liquidez para utilização como meio de troca e, não têm como característica a estabilidade, fundamental para cumprir a função de reserva de valor. Como apontam Carneiro *et al.* (2011), embora os derivativos exacerbem o caráter de autonomização da valorização do capital financeiro em relação aos fatores produtivos, eles não possuem autonomia absoluta em relação aos capitais reais pois, em momentos de alterações na percepção de risco dos agentes, ocorrem as correções de preços e liquidação dos contratos. Em um momento como o acima, onde a incerteza no sentido keynesiano se encontra mais acentuada e os cálculos probabilísticos das agências de riscos são contestados, ocorre uma fuga para a moeda, a qual é de fato a fonte de liquidez desejada pelos agentes. Deste modo, os derivativos ao assumirem o caráter referencial para o mercado global sem possuir a estabilidade necessária, tornam o sistema como um todo mais instável e sujeito a crises, cuja profundidade será diretamente proporcional ao grau de alavancagem das operações com derivativos. Deve-se ter em mente que as instabilidades provocadas pelas aberturas de capital das empresas não possuem a mesma capacidade de espraio sistêmico que os derivativos.

Buiter (2009) traz uma sequência de arguições que podem servir de contra-argumentos adicionais ao pensamento de Bryan e Rafferty (2006) sobre a plena aceitação dos derivativos, quais sejam: i) o vício proporcionado por esse mercado; ii) a endogenidade do risco microeconômico decorrente da assimetria de informações; iii) a presença do mercado de balcão dificulta ou até mesmo impossibilita uma maior regulação no nível macro; iv) o entendimento de que o risco está sendo compartilhado tende a provocar um otimismo exacerbado; v) se por um lado ocorre uma soma-zero proporcionada pelos ganhos na troca de propriedades dos derivativos, por outro, os problemas de insolvência são potencializados e afetam o sistema financeiro como um todo; e vi) a ineficiência dos mercados financeiros faz com que a relação entre variáveis exógenas e endógenas desapareça, tornando o mercado de derivativos praticamente autônomo e sua dinâmica, dado o tamanho e a abrangência, pode trazer consequências severas à economia real, como defaults e falências.

⁴⁰ Segundo BIS (2009), apesar da crise financeira internacional, os derivativos de balcão somavam US\$ 600,00 trilhões em 2009.

Farhi (1999) acrescenta que podem existir diferentes níveis de especulação, dependendo de quão alavancadas estarão as posições dos agentes. Nesse sentido, uma carteira que limita o investimento em valores nocionais ao seu patrimônio será menos especulativa do que uma carteira cuja alavancagem seja um múltiplo superior a um do seu patrimônio. A combinação de posições líquidas nas operações com derivativos com o grau de alavancagem deveras superiores aos patrimônios, tornou esse mercado altamente especulativo e suscetível a alterações nas expectativas. Ou seja, acarretou a elevação da incerteza sistêmica.

Os bancos foram fundamentais ao desenvolvimento do mercado de derivativos, pois quase sempre eles se encontram em uma das pontas nas operações com derivativos. Além de fornecerem *hedge* cambial às operações comerciais, financeiras e de IED, eles passaram igualmente a atuar de forma especulativa, tanto no que se refere a posições descasadas nas moedas, quanto em relação ao comportamento das taxas de juros, das cotações das *commodities*, e do desempenho de ativos financeiros. Embora trouxessem riscos, as operações de derivativos foram importantes para elevar a rentabilidade dos bancos (Prates, 2002, Guttman, 1998 e Parenteau, 2005).

De acordo com Prates (2002, p. 97), os fluxos de empréstimo têm a importância de se mover “em direção contrária aos fluxos não-bancários em tempos de normalidade, adquirindo um caráter compensatório e especulativo intrínseco”. Esse caráter compensatório se deve em grande parte ao papel desempenhado pelos empréstimos bancários nas operações com derivativos. Destarte, os créditos bancários foram essenciais para elevar a liquidez no mercado de títulos e impulsionar os fluxos de portfólio, bem como para estimular o mercado de derivativos.

Apesar de apresentar um comportamento contrário aos investimentos não-bancários em tempos de normalidade, na ocorrência de crises, a dinâmica dos fluxos de crédito se assemelha aos demais fluxos. Ou seja, nos momentos de maior necessidade de divisas, em que os capitais saem dos mercados e pressionam as moedas locais, os fluxos de empréstimos bancários deixam de migrar aos países ávidos por capital internacional. Além do mais, posições no mercado de derivativo cambial que apostem na crescente depreciação da moeda local, serão pressões adicionais para que essa depreciação seja ainda mais brusca.

1.4 As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo e testes de cointegração sobre a preferência por liquidez dos agentes no âmbito nacional e internacional

1.4.1 Assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo

Na seção anterior se observou o caráter crescentemente volátil e mimético dos fluxos de capitais no sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo. Neste momento, cabe destacar os fatores que tornam os países em desenvolvimento especialmente vulneráveis às reversões nos ciclos de liquidez internacionais. Essa característica é decorrente do caráter assimétrico do SMFI. Os próximos parágrafos serão dedicados à compreensão dos determinantes dessas assimetrias e seus impactos aos países emergentes.

Segundo Prates (2002), embora as dinâmicas internas de cada país sejam importantes na compreensão das crises, faz-se necessário o entendimento dos motivos que levam os países emergentes a serem os mais propensos às instabilidades do capitalismo. A causa, segundo a autora, seriam as assimetrias do sistema monetário internacional em um primeiro plano e as assimetrias do sistema financeiro internacional em um segundo. Tais assimetrias são o fator determinante para tornar os países emergentes mais suscetíveis às vicissitudes do mercado financeiro internacional e menos autônomos quanto às suas políticas. Elas podem ser compreendidas de forma análoga ao conceito da tradição Cepalina no que se refere às assimetrias produtivas entre os países periféricos e os centrais. Embora a Nova Cepal⁴¹ tenha incorporado assimetrias que vão além das questões produtivas, como a assimetria financeira, ela não avança suficientemente nessa direção e tampouco trata a questão da assimetria das moedas. Essa questão foi desenvolvida por autores que seguem a linha de pensamento desenvolvida por Keynes desde o Tratado Sobre a Moeda e levado à discussão nos debates de Bretton Woods.

Keynes (1980) via como problemática a utilização de uma moeda nacional como moeda-chave do sistema monetário internacional - exercendo as funções unidade de conta, meio de troca e ainda reserva de valor no âmbito internacional - e as assimetrias em relação às demais moedas. Isto porque medidas de política monetária interna afetariam todo o sistema econômico.

⁴¹ Nova Cepal é o termo utilizado para denominar o novo conjunto de trabalhos e pensamentos que caracterizam a atual Cepal. Uma periodização sobre o pensamento da Cepal é realizada por Bielschowski (2000) e Rodriguez (1991 e 2002) buscam fazer uma síntese sobre o pensamento tradicional e atual da Cepal.

Como exemplo, caso houvesse elevações nas taxas de juros do país detentor da moeda-chave, haveria um influxo de capitais a esse país e a conseqüente saída dos demais, o que poderia levar a desajustes cambiais e crises nos balanços de pagamentos.

Para mitigar tais assimetrias, Keynes (1980) propunha a criação de uma autoridade monetária internacional emissora de uma moeda de reserva internacional (*bancor*) não passível de entesouramento e especulação. Concomitantemente haveria uma câmara de compensação internacional, cuja essência seria fornecer créditos automaticamente aos países deficitários que incorressem em déficits no balanço de pagamentos⁴². Ainda seria essencial um controle cooperativo sobre os fluxos de capitais. A forma cooperativa de controle seria fundamental para que não houvesse concorrência pelos capitais via desregulação e para que o controle fosse mais efetivo. Ainda deveria haver uma cláusula da moeda escassa, a qual concedia aos países membros o direito de discriminar as exportações de um país cuja moeda houvesse sido declarada escassa pelo fundo. As propostas de Keynes (1980) nunca chegaram a ser plenamente implementadas⁴³. Entretanto, como se destacou na subseção 1.2.1, a adoção do controle de capitais no âmbito internacional, mesmo que não de forma cooperada, permitiu uma maior estabilidade no sistema monetário e financeiro internacional. Com o fim de Bretton Woods e as transformações no SMI, a questão da assimetria de moedas se tornou mais problemática (Keynes, 1980, Block, 1977 e Prates, 2002).

O sistema monetário contemporâneo, assim como os anteriores, é caracterizado por uma hierarquia de moedas, onde o dólar ocupa o papel central do sistema. À sua volta estariam as moedas dos países centrais que, em ordem decrescente de importância, seriam: euro, libra esterlina, iene (yen) e franco suíço. Distante do centro, ou seja, na periferia do sistema monetário, se encontrariam as moedas dos países emergentes. Uma moeda para ser considerada conversível deve exercer plenamente na esfera internacional as funções que exerce no âmbito doméstico. Neste caso, “ela é, por definição, líquida, visto que já é um meio de pagamento passível de ser utilizado imediatamente para o pagamento de bens e serviços ou para a quitação de dívidas” (De

⁴² Cada país teria uma cota máxima determinada de acordo com sua participação no comércio internacional, o elevado montante de crédito significaria baixa pressão sobre os países deficitários. Já os países superavitários teriam saldos de crédito ao invés de ativos reais e teriam que pagar juros sobre um determinado montante desses créditos. Tais medidas tinham como intuito fazer com que os países superavitários expandissem suas economias a fim de elevar suas importações e assim, equilibrar o comércio mundial (Keynes, 1980 e Block, 1977).

⁴³ Apenas a cláusula da moeda escassa foi incluída no termos finais do Acordo de Bretton Woods.

Conti, 2011, p. 170). Conforme demonstra De Conti (2011), a única moeda que atende a esses quesitos e portanto pode ser considerada plenamente líquida em termos globais é o dólar⁴⁴.

De acordo com De Conti (2011), não há um consenso na literatura sobre os fatores que levam ao maior uso internacional de determinada moeda. Isto é, os determinantes para as posições de cada moeda na hierarquia do SMI. Segundo o autor os fatores ligados à oferta da moeda seriam preponderantes em relação aos da demanda. Ou seja, as características dos países emissores da moeda se imporiam aos agentes internacionais. Isso porque esses podem até escolher o ativo que comporá seus portfólios, optando por maior rendimento ou liquidez, mas para as funções tradicionais da moeda na esfera internacional eles deverão optar por uma moeda que já seja usada nessa esfera.

Das características do país emissor, De Conti (2011) discute cinco fatores que são predominantemente levantados na literatura como os determinantes para a maior demanda de moeda no âmbito internacional, quais sejam: i) tamanho da economia nacional e integração com a economia mundial; ii) poder geopolítico; iii) voluntarismo político; iv) instituições fortes e/ou favoráveis; e v) política econômica “responsável” e bons resultados macroeconômicos. Destes fatores, apenas os três primeiras seriam de fato os determinantes.

O primeiro seria fundamental por essa combinação fazer com que sua moeda seja largamente utilizada internacionalmente devido ao volume dos fluxos comerciais e financeiros nos quais o país está envolvido, bem como ao estoque de ativos financeiros que o país arresta interna e externamente, o que por sua vez impulsiona os agentes internacionais a se posicionarem na moeda desse país. O segundo fator se refere ao poder do país em impor o uso de sua moeda no âmbito internacional; o terceiro seria a utilização do fator anterior para estimular a maior utilização internacional de sua moeda. Sendo assim, a existência do voluntarismo seria dependente de um poder geopolítico de facto (De Conti, 2011).

Já os dois últimos fatores teriam uma menor relevância e não seriam, portanto, determinantes à hierarquia das moedas no SMI. Conforme argumenta De Conti (2011), o quarto fator não é desprezível, sendo importante para possibilitar maior liquidez aos agentes

⁴⁴ Segundo De Conti (2011), apenas em termos de reserva privada de valor que o Euro rivaliza com o dólar no âmbito mundial. O autor ressalta que isso não se deve a menor aceitação do dólar, mas sim pelo fato dos agentes buscarem além da manutenção da riqueza, a valorização da mesma. Como o Euro oferece retornos mais elevados - tanto pelas taxas de juros quanto pela expectativa de apreciação - e também é considerada uma moeda segura e líquida, ela tem crescido de importância nessa função.

internacionais. Mas na inexistência dos fatores anteriores, um país que adote um aparato institucional favorável aos investidores internacionais, que inclua a abertura financeira e liberalização cambial, pode não ser apenas ineficiente na ampliação do uso internacional de sua moeda, como também acarretar na menor utilização da mesma internamente⁴⁵. O quinto fator, por sua vez, seria menos relevante, pois pioras nas condições macroeconômicas de um país não reduziriam necessariamente a utilização de sua moeda e tampouco a melhora de tais indicadores seriam motivos para que sua moeda passasse a ser usada no âmbito internacional.

A observação desses fatores corrobora a posição do dólar como moeda-chave do sistema, pois os Estados Unidos são o país que mais os atende. Análise semelhante pode ser feita ao euro, pois os países da zona do euro, em conjunto, somam elevado volume comercial e financeiro e alguns deles, com destaque à Alemanha e França, apresentam significativo poder geopolítico e voluntarismo político. Japão e Inglaterra revezam entre os fatores em que são mais fortes, sendo que o primeiro se destaca pelo tamanho da economia e o segundo pelo poderio geopolítico e voluntarismo político, nos demais fatores os países se assemelham (De Conti, 2011).

Já a Suíça e a China são um caso a parte. O primeiro se beneficia da sua condição geopolítica histórica de ser considerado um país neutro e seguro. Essa condição aliada a um sistema financeiro sólido e profundo, com baixa fiscalização sobre os capitais ingressantes – Suíça é considerada um dos principais paraísos fiscais do mundo – permite ao franco suíço exercer certas funções na esfera internacional. A China, por sua vez, embora tenha uma grande economia, com destaque nos fluxos comerciais, e poderio geopolítico, ainda possui um sistema financeiro fortemente regulado, com grande participação de bancos estatais e com fluxos financeiros limitados, o que restringe o uso da sua moeda no âmbito Internacional.

Como demonstra De Conti (2011), os demais países em desenvolvimento não se destacam em quaisquer dos indicadores determinantes na hierarquização das moedas, se situando sempre abaixo dos países centrais selecionados no que se referem ao tamanho dos fluxos

⁴⁵ A lógica é a seguinte: a combinação de abertura financeira com liberalização cambial levaria a maiores flutuações na cotação de sua moeda. Concomitantemente, seria permitida a utilização de uma moeda internacional no sistema financeiro doméstico. Com a instabilidade da moeda local, seria natural esperar que os agentes internos preferissem elevar o uso da moeda internacional. Essa questão será retomada na seção 2.4.

comerciais, fluxos financeiros, tamanho e profundidade do sistema financeiro⁴⁶ e nos que se referem ao poder geopolítico e voluntarismo político. Estas características fazem com que as moedas dos países em desenvolvimento sejam ilíquidas ou possuam baixa liquidez no âmbito internacional. Quanto às questões institucionais, o Chile é o único país selecionado pelo autor a apresentar os indicadores considerados adequados pela literatura do tema, o que, como destacado anteriormente, seria insuficiente para tornar central a moeda do país. Já os indicadores macroeconômicos não apresentaram qualquer relação com o nível hierárquico das moedas.

Apresentada as questões sobre os determinantes das posições hierárquicas das moedas no SMI, cabe agora avaliar as suas consequências na dinâmica do SMFI contemporâneo. Como visto na seção anterior, após o colapso de Bretton Woods, os fluxos de capitais tornaram-se mais instáveis e voláteis. Esse comportamento dos fluxos de capitais é ainda mais intenso nos países emergentes. Consequentemente, a perda da autonomia de política monetária, a volatilidade da taxa de câmbio e a maior suscetibilidade a crises são mais intensas nos países emissores de moedas periféricas⁴⁷. Senão, vejamos.

Em relação à perda de autonomia de política monetária, ela é menos importante nos países desenvolvidos devido aos condicionantes da demanda pelas moedas centrais. Essa demanda não se limita à função de reserva de valor, eventuais saídas dos investidores internacionais dessas moedas, ocasionadas pelas reduções nas taxas básicas de juros do país relativamente aos demais ou em relação ao país emissor da moeda-chave do sistema, não representarão a mesma proporção no total demandado por elas, já que sua utilização como meio de pagamento não será afetado (Carneiro, 1999 e Prates, 2002).

Isso não ocorre com as moedas periféricas, pois elas se encontram no piso da hierarquia do SMI e, portanto, são destituídas das suas funções clássicas na esfera internacional. Sendo assim, a demanda dos agentes internacionais por elas se limitará à função de reserva de valor, mais na intenção de valorização da riqueza do que na preservação da mesma. Nesse sentido, as moedas periféricas não exercem a função de reserva de valor no âmbito internacional tal qual uma moeda central. Isto é, elas não são a representação máxima de liquidez, se equivalem

⁴⁶ Medida por Conti (2011) como a relação ente o PIB e o estoque total de ativos financeiros no país. Tamanho e profundidade dos mercados financeiros são importantes para absorver os capitais ingressos no país e fornecer-lhes liquidez de forma adequada aos agentes internacionais.

⁴⁷ Conti (2011) ao comparar as volatilidades das moedas de países desenvolvidos e emergentes selecionados conclui que a posição periférica no sistema monetário torna as taxas de câmbio dos segundos mais voláteis. O mesmo vale para as taxas de juros.

a um ativo financeiro. Deste modo, reduções na política de juros desses países se refletirão em saídas proporcionais nos fluxos de capitais, diferentemente do que ocorre nos países emissores de moeda central.

Destarte, devido à equivalência a um ativo financeiro no âmbito internacional, a demanda por moedas periféricas estará diretamente correlacionada ao diferencial de juros entre os praticados pelos países emergentes e o emissor da moeda-chave. Dada a incerteza do comportamento da política monetária dos Estados Unidos, relacionada à característica contemporânea do dólar fiduciário como a moeda-chave do sistema, a política monetária dos países em desenvolvimento, ao ter que se adaptar à taxa de juros dos Estados Unidos, frequentemente não poderá atender aos objetivos da política monetária interna. Ainda deve-se observar que a resposta da política monetária deve ter a intensidade necessária para atrair os capitais de volta ao país. Ou seja, a política monetária não apenas deve se ajustar com frequência a política monetária do país emissor da moeda-chave, como também necessita responder de forma acentuada.

Já os países emissores de moeda central, afora poderem alterar a política monetária sem sentir os mesmos impactos negativos que os países emergentes, necessitarão de ajustes menos acentuados na política monetária no caso do país emissor da moeda-chave do sistema optar por elevar suas taxas de juros. Isto ocorre porque além de terem um fluxo contínuo de demanda por suas moedas pelo motivo meio de troca, existem limites para desvalorizações dessas moedas, pois a partir de um determinado patamar, os ativos produtivos e financeiros tornam-se baratos e atraem novamente os investidores internacionais. Sendo assim, a taxa de câmbio se torna menos volátil (Carneiro, 1999).

Por sua vez, não havendo resposta suficiente da política monetária ao aumento na taxa de juros do país emissor da moeda-chave, a moeda periférica poderia se depreciar abruptamente, pois inexistiria um teto na taxa de câmbio das moedas periféricas equivalente ao das moedas centrais. Entretanto, em certos momentos, mesmo elevações exorbitantes nas taxas de juros seriam insuficientes para promover o regresso dos fluxos de capitais ao país em questão.

O primeiro motivo para isso está relacionado com as expectativas dos agentes internacionais quanto à evolução da taxa de câmbio. Como visto na seção anterior, a globalização financeira intensificou o caráter especulativo e de curto prazo dos fluxos de capitais. Destarte, caso haja uma expectativa de depreciação da moeda, os capitais não se manterão durante um

prazo suficiente para obter rendimentos com os juros dos títulos, pois o risco de perda com a desvalorização da moeda neste meio tempo é elevado. Este risco é intensificado pelo caráter mimético dos agentes internacionais que tornam recorrentes os movimentos de manada.

O segundo motivo para ineficácia da política monetária se dá em relação às expectativas dos agentes em relação ao comportamento da economia de forma mais ampla. Caso a incerteza dos agentes internacionais quanto ao futuro seja acentuada, haverá um crescimento pela busca por liquidez. As alterações nas preferências por liquidez dos agentes internacionais talvez até exerçam um impacto mais importante do que a política de juros do país emissor da moeda-chave do sistema⁴⁸. Pois no momento em que há uma maior preferência por liquidez, as posições nas moedas periféricas são as primeiras a serem desfeitas, mesmo que apresentem taxas de juros significativamente altas. Isto ocorre porque nestes momentos, a liquidez, não o rendimento, passa a ser o objetivo principal.

Há também de se ressaltar que não há uma relação simétrica entre a elevação e a redução na taxa de juros do país emissor da moeda-chave do SMI. Um aumento significativo na taxa de juros significará uma grande elevação dos capitais que ingressarão a esse país. Porém, uma redução não significa necessariamente uma saída. Isto ocorre pelo fato, como já destacado anteriormente, que a moeda-chave do SMI é o receptáculo da liquidez internacional. Deste modo, mesmo que a taxa de juros esteja baixa, havendo um baixo apetite pelo risco, os capitais permanecerão em grande medida no país emissor da moeda-chave.

Os condicionantes externos dos fluxos de capitais aos países emissores de moedas periféricas observados nos parágrafos acima refletem um aspecto das assimetrias do sistema financeiro internacional, o qual se refere ao caráter exógeno dos fluxos de capitais aos países em desenvolvimento. As assimetrias do sistema financeiro internacional estão relacionadas às diferenças de profundidade e liquidez dos mercados. Esta, segundo De Conti (2011, p. 171), é determinada por quatro aspectos:

“i) *Instituições*: as características institucionais do mercado, suas regras e modo de funcionamento interferem nas condições com que os ativos são transacionados.

⁴⁸ No terceiro capítulo se abordará essa questão por meio de revisão de trabalhos empíricos e pela realização de testes econométricos sobre os determinantes dos fluxos de capitais aos países em desenvolvimento.

ii) *Tamanho*: de acordo com o tamanho do mercado, as transações dos ativos em questão influenciarão, em maior ou menor grau, o preço desses ativos;

iii) *História*: o histórico das transações realizadas em um mercado constrói sua reputação e, portanto, define a confiança que os agentes terão para entrar e operar nesse mercado, interferindo nas condições de intercâmbio dos ativos.

iv) *Agentes*: os agentes presentes no mercado, seus objetivos com a dos ativos e, principalmente, seu grau de interdependência na tomada de decisões impactam diretamente nas condições com que os ativos são transacionados”.

Assim como nos condicionantes que levam à menor liquidez das moedas dos países em desenvolvimento no âmbito internacional, os mercados financeiros destes países são considerados menos líquidos pelos agentes que operam nos mercados monetários e financeiros internacionais. Como forma de elevar a liquidez de seus mercados, muitos países em desenvolvimento - como se verá no próximo capítulo - optaram pela abertura financeira. Entretanto, conforme argui De Conte (2011), tentativas de elevar a liquidez do mercado apenas agravam os problemas característicos dos países emergentes, e não resolvem o problema da falta de liquidez estrutural, a qual está relacionada com a assimetria do SMFI⁴⁹.

Países emergentes com mercados financeiramente abertos se tornam muito suscetíveis às mudanças de humor dos agentes internacionais. Sendo assim, as entradas de capitais nesses países podem cessar mesmo que não haja uma piora nas condições internas, sendo suficiente, como comentado acima, a alteração nas expectativas dos agentes financeiros ou uma elevação na preferência por liquidez. Em contrapartida, no momento que os investidores desejam maiores retornos em detrimento da maior liquidez, há uma elevação na parcela de ativos de menor qualidade em suas carteiras, nos quais os títulos das dívidas dos países emergentes se enquadram (Prates, 2002 e Cintra e Prates, 2006). Como observado na seção anterior, a elevação do caráter mimético das operações financeiras ao longo do globo acentuaram consideravelmente a volatilidade com que esses fluxos entram e saem dos países emergentes.

Além dos diferenciais na taxa de juros e de câmbio, outros indicadores de rendimento nos países centrais afetam os fluxos de capitais direcionados aos países em desenvolvimento.

⁴⁹ Paula, Oreiro e Silva (2003), embora não adotem a abordagem das assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional, fazem uma análise semelhante ao criticarem a proposta da plena conversibilidade para o caso brasileiro.

Como exemplo, pode-se citar o comportamento do mercado acionário dos Estados Unidos. Este pode impactar em dois sentidos. Primeiramente, poderá indicar o otimismo dos investidores nos mercados acionários e impulsionar os fluxos de capitais a se direcionarem aos demais mercados acionários. Em segundo, poderá impactar negativamente ao representar uma fonte rentável e de maior liquidez do que os mercados de capitais dos países em desenvolvimento.

Esse caráter exógeno dos fluxos de capitais é agravado por outro fator da assimetria financeira apontado por Prates (2002). De um lado, o volume dos fluxos de capitais destinados aos países emergentes representa um elevado volume frente ao mercado financeiro e cambial desses países. Deste modo, a quantidade de recursos que entra na economia de um país emergente em momentos de grande otimismo pode alterar bruscamente as condições então vigentes. Nesse sentido, pode haver uma elevação exacerbada da oferta de crédito e/ou do volume de moeda em circulação na economia e apreciações exacerbadas da moeda mesmo que o *policy maker* pretenda o contrário. De outro lado, esse volume equivale a uma pequena parte do portfólio dos grandes *players* internacionais e, caso eles decidam por alterar suas posições, seja por uma simples mudança de estratégia, seja pela reversão de liquidez internacional, ocasionarão impactos muito severos nessas economias.

Especificamente em termos do balanço de pagamentos dos países emergentes, como o volume de capitais entrante é maior que o volume transacionado de bens e serviços, os seus efeitos no câmbio predominam sobre os efeitos comerciais. Embora essa não seja uma característica exclusiva dos países emergentes⁵⁰, ela é mais significativa nesses países devido às assimetrias financeiras comentadas acima. Sendo assim, movimentos de apreciação da moeda em uma economia que esteja apresentando sucessivos saldos negativos em transações correntes podem ser ainda mais intensos nos países emergentes. Ou seja, a premissa do sistema de câmbio flutuante de que a moeda doméstica iria se desvalorizar competitivamente para compensar a piora dos saldos da balança de bens e serviços é ainda menos válida aos países emissores de moedas periféricas.

De acordo com Carneiro (2003), em um regime de câmbio flutuante e livre mobilidade de capitais, o preço das moedas periféricas, ou seja, a taxa de câmbio, responde como qualquer ativo financeiro do portfólio dos aplicadores, internacionais e nacionais. Deste modo, a taxa de câmbio reflete o comportamento volátil dos agentes que operam nos mercados monetários

⁵⁰ Na seção anterior foi tratado como uma característica geral do SMFI contemporâneo.

e financeiros e tomam decisões em um ambiente de incerteza. Quando as expectativas do mercado quanto à valorização da moeda se reverter, pode haver uma abrupta desvalorização da moeda, trazendo consequências danosas à economia, principalmente se houver um elevado *path-through* entre a taxa de câmbio e a inflação e na presença de descasamento de moedas. Isso pode ocorrer mesmo que não haja uma reversão na liquidez internacional, bastando que haja uma mudança nas apostas dos agentes internacionais.

Como os investimentos nas moedas periféricas seguem um comportamento de um ativo financeiro, são atribuídos diferentes prêmios de riscos às moedas domésticas, como os de preços, de mercado e de crédito. A limitação no uso dessas moedas e a volatilidade correspondente fazem com que os prêmios de risco sejam mais elevados ao se comparar com os das moedas centrais, mesmo que os países detentores dessas moedas apresentem bons “fundamentos macroeconômicos” (Carneiro, 2008). Por outro lado, indicadores macroeconômicos negativos poderiam elevar ainda mais os riscos dos países emergentes. Deste modo, entende-se que os países emergentes necessitem apresentar bons “fundamentos macroeconômicos”, porém, eles são apenas complementares ao fator determinante na classificação dos riscos, que é a posição hierárquica da moeda no SMI.

As características dos países emergentes - como a menor profundidade dos mercados financeiros - e as consequências das posições periféricas das suas respectivas moedas no SMI - como os maiores riscos de crédito estipulados pelas agências de risco e a maior volatilidade cambial, a qual gera incertezas quanto à possibilidade de conversibilidade em moeda reserva - implicam a necessidade de, ao se emitir dívida externa, quase sempre ter que ser em moeda estrangeira, o que ficou conhecido na literatura como pecado original (*original sin*)⁵¹. Assim sendo, além dos maiores custos de captação externa, dados os maiores riscos estipulados, tais países terão que enfrentar o problema do descasamento de moedas, o que é agravado pela volatilidade das taxas de câmbio das moedas periféricas. Deve-se ter em mente também que a emissão recente de títulos da dívida em moedas próprias por parte de países emergentes não fere os argumentos acima, pois essa é uma característica dos períodos de maior liquidez internacional,

⁵¹ Eichengreen e Hausmann (1999) cunharam o termo “*original sin*” para se referir à incapacidade da maioria dos países em não conseguir obter empréstimo no mercado internacional em sua própria moeda. Direito esse que fica restrito a poucas moedas centrais. Em certas ocasiões, até mesmo a dívida interna deve ter algum tipo de atrelamento à moeda-chave do SMI. A título de exemplo, o indexador cambial da dívida líquida do setor público brasileiro em dezembro de 2001 representava 25,2% do indexador total.

a qual tende a se cessar em momentos de reversão do ciclo (Carneiro, 2007 e Cintra e Prates, 2006).

Tendo como base os argumentos apresentados acima, compreende-se que os países emergentes são mais vulneráveis ao comportamento dos agentes que atuam no mercado monetário e financeiro internacional devido às assimetrias características desses mercados. Como o SMFI contemporâneo é marcado pela volatilidade e instabilidade dos fluxos de capitais, os países emissores de moeda periférica que optarem pela abertura financeira estarão sujeitos a choques danosos às suas economias, podendo levar a crises nos balanços de pagamentos e financeiras, as quais repercutem de forma severa a toda economia.

1.4.2 Testes de cointegração sobre a preferência por liquidez dos agentes no âmbito nacional e internacional

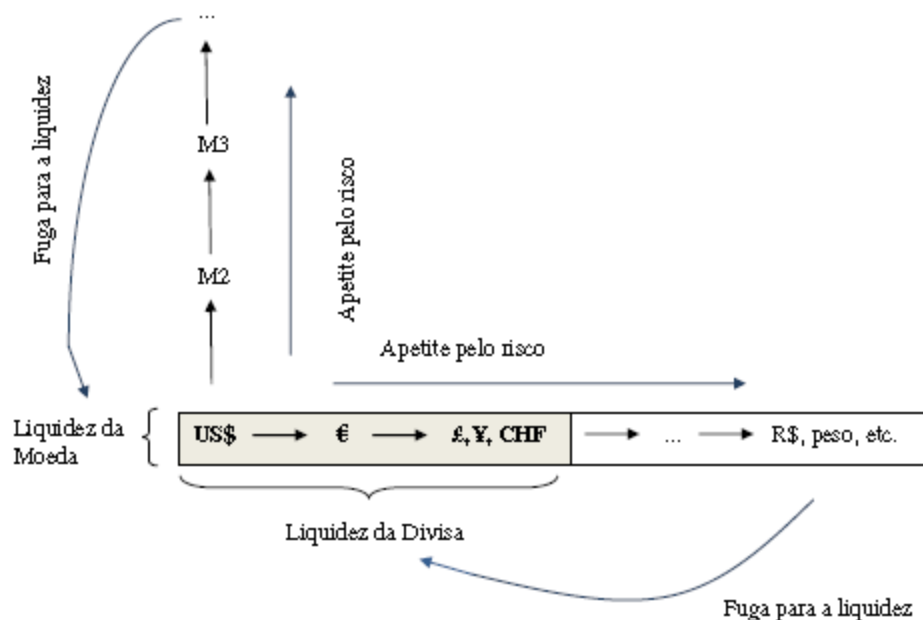
Uma forma de compreender a relação entre a preferência por liquidez dos agentes e suas propensões a investir é comparar a estratégia de investimento dos agentes no âmbito doméstico e internacional. De Conti (2011) assim o faz na forma de um esquema em que mostra que os agentes seguem a mesma lógica de investimento no âmbito doméstico e no âmbito internacional. Assim sendo, no esquema abaixo, se observa que, no âmbito doméstico, quando há um aumento pela preferência por liquidez, os agentes direcionam seus investimentos para ativos mais líquidos. Por exemplo, a parcela do M1 no M2 se elevará, o mesmo ocorrendo na parcela do M2 no M3⁵². Já quando ocorre um aumento do apetite pelo risco, os investimentos se

⁵² A composição das medidas do estoque de moeda determinadas pelo Federal Reserve é a seguinte: Composição das medidas estoque de moeda é a seguinte: M1 consiste em (1) moeda fora do Tesouro dos EUA, Federal Reserve Banks, e os cofres de instituições depositárias, (2) cheques de viagem de emitentes não bancárias; (3) depósitos à vista nos bancos comerciais (excluindo as quantidades detidas por instituições depositárias, governo dos EUA, e bancos estrangeiros e instituições oficiais) menos itens de caixa no processo de coleta e Federal Reserve flutuante, e (4) outros depósitos à vista (OCDS. M2 consiste em M1 mais (1) depósitos de poupança (incluindo contas de depósito do mercado monetário), (2) os depósitos de baixo valor a prazo (depósitos a prazo em montantes inferiores a 100 mil dólares), menos conta de aposentadoria individual (IRA) e os balanços Keogh em instituições depositárias e (3) os saldos em fundos mútuos do mercado monetário de varejo, menos os saldos do IRA e Keogh em fundos mútuos do mercado monetário. M3 consiste M2 mais (1) os saldos em fundos mútuos do mercado monetário institucional, (2) os depósitos a prazo de grande valor (depósitos a prazo em montantes de US\$ 100.000 ou mais); (3) acordo de recompra (PR) dos passivos das instituições depositárias, de denominações de US\$ 100.000 ou mais, no governo dos EUA e de títulos de agências federais, e (4) eurodólares detidos por destinatários dos EUA em agências no exterior de bancos norte-americanos em todo o mundo e em todas as agências bancárias no Reino Unido e no Canadá. Depósitos a prazo de grande denominação, RPs e eurodólares excluídos os montantes detidos por

concentrarão em ativos de menor liquidez, mas que oferecem em contrapartida maiores rendimentos. Isso está representado no eixo vertical, em que os ativos menos líquidos se encontram nas posições superiores.

De forma análoga, quando os agentes se sentem encorajados a tomarem posições mais arriscadas, a parcela de investimentos denominada em moedas periféricas se elevará. Já quando ocorre um aumento pela preferência por liquidez, os agentes retomam suas posições em moedas mais líquidas no âmbito internacional. Estes movimentos são representados pelo eixo horizontal do esquema 1.1, em que a liquidez internacional das moedas decresce conforme o gráfico se move à direita. Deve-se se ater, contudo, que, no ambiente nacional, mesmo as moedas que se encontram mais à direita, representam a liquidez máxima, se situando na parte mais abaixo do eixo vertical (De Conti, 2011).

Figura 1.1: Relação entre liquidez dos ativos e demandas dos agentes



Fonte: De Conti (2011)

Pode-se concluir a partir do esquema acima que quando os agentes se encontram mais propensos ao risco o crescimento em ativos que oferecem menor liquidez se elevará tanto no

instituições depositárias, o governo dos EUA, os bancos estrangeiros e instituições oficiais, e os fundos do mercado monetário (Board of Governors of the Federal Reserve System).

ambiente doméstico quanto externo. Uma forma de testar empiricamente essa correlação entre os ativos é por meio de testes de cointegração. Estes testes verificam se há uma relação de longo prazo entre as variáveis observadas. Como o investimento em ativos de menor liquidez no âmbito doméstico e no âmbito internacional cresceriam em conjunto, é de se supor que haveria relação de longo prazo entre elas e, portanto, seriam cointegradas.

Existe uma série de métodos para se realizar os testes de co-integração entre as variáveis. O primeiro teste de grande utilização foi o desenvolvido por Engle e Granger (1987). Atualmente, o teste de Johansen é considerado o mais completo. Ele é baseado em um modelo VAR de ordem p (com p defasagens) e n número de variáveis, onde os parâmetros da equação são matrizes. Seus procedimentos equivalem a múltiplas gerações do teste Dickey-Fuller (DF). Podendo ser expressa na sua forma mais simples⁵³ como:

$$\begin{aligned} (1.1) - \Delta y_t &= A_1 y_{t-1} - y_{t-1} + u_t \\ &= (A_1 - I) y_{t-1} + u_t \\ &= \pi y_{t-1} + u_t \end{aligned}$$

Onde:

- Y_t e u_t : são os $(n \times 1)$ vetores
- A_1 : é a matriz $(n \times n)$ dos parâmetros
- I : é a matriz $(n \times n)$ de identidade
- π : equivale a diferença de $(A_1 - I)$

Este método é capaz de verificar a existência de vetores de cointegração e o número deles. Isto é encontrado por meio da relação cointegrante que surge de $(A_1 - I)$. De modo geral, se $(A_1 - I)$ consistir em zeros, então o vetor π será igual a zero. Deste modo, qualquer combinação

⁵³ Esta equação pode ser modificada com o acréscimo do parâmetro constante e da variável de tendência, bem como com o acréscimo de mais variáveis. Na prática este modelo trabalha com uma equação mais complexa.

de Δy_t será um processo de raiz unitária. Caso o vetor (π) seja igual ao número de variáveis (n), então qualquer combinação linear entre elas será cointegrada. Quando for um número entre 0 e n , denotará o número de equações cointegrantes (Enders, 2003).

As variáveis escolhidas para testar se existe uma correlação de longo prazo entre os investimentos no âmbito doméstico e internacional foram M2 sobre M1 e a razão dos fluxos financeiros (investimento de portfólio, derivativos e outros investimentos) destinados aos países em desenvolvimento sobre os mesmos fluxos destinados aos países de moeda central (Alemanha, Estados Unidos, França, Inglaterra, Itália, Japão e Suíça)⁵⁴. Optou-se por M2 ao invés de M3 devido a interrupção da publicação deste último após março de 2006.

Para escolha da especificação do teste, foi utilizado como critério o teste de sumarização das possíveis especificações, disponível no próprio Eviews 7. Esse teste teve como base os critérios de seleção de Akaike e Schwarz⁵⁵. Ambos os critérios apontaram para intercepto e tendência nas variáveis mas sem intercepto em VAR. Os resultados dos testes do traço e do maior auto valor apontaram para rejeição de inexistência de pelo menos uma equação cointegrante a um nível de 1%. Deste modo, as variáveis podem ser consideradas cointegradas. Portanto, corrobora-se o entendimento de que existe uma relação de longo prazo entre os aumentos nos investimentos de menor liquidez no ambiente doméstico e internacional.

Tabela 1.1 – Teste Johansen de co-integração: M2/M1 e razão dos fluxos financeiros para os países em desenvolvimento e dos mesmos para os países de moeda central

Estatística do Traço	Valor Crítico: 5%	Estatística do maior auto valor	Valor Crítico: 5%	Hipótese do nr. de Eq. Cointegrantes
45.71632**	25.87211	38.49254**	19.38704	Nenhuma**
7.223780	12.51798	7.223780	12.51798	Pelo menos uma

Nota: ** denota rejeição da hipótese nula a 1% de significância com base nos p valores calculados em MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

⁵⁴ A escolha dos países se deu com base na classificação de moedas centrais estabelecida por De Conti (2011). Alemanha, França e Itália entraram como principais representantes da zona do Euro.

⁵⁵ Estes critérios são baseados na seguinte função: $AIC = -2l/n + 2k/n$, e $CS = -2l/n + k \log l/n$ onde k é o número de parâmetros estimados, l é o teste log likelihood usando os k parâmetros estimados e n é o número de observações. Na prática são feitas diversas regressões com valores distintos de k , até se encontrar o valor de k que minimize AIC e CS. (Gujarati, 2000 e Manual DO Eviews 5.1).

Uma vez verificada a existência de uma relação de longo prazo entre as variáveis anteriormente escolhidas, cabe ainda encontrar uma variável que esteja relacionada com o apetite pelo risco ou pela preferência por liquidez. Uma variável que vem sendo crescentemente associada pela literatura especializada⁵⁶ aos fluxos de capitais é o indicador de volatilidade Index Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index (VIX CBOE⁵⁷), o qual é utilizado como uma medida implícita do índice de opções S&P 500. Uma redução de seu valor indicaria que os agentes estariam mais dispostos a abrir mão da liquidez para irem em busca de maiores rendimentos. Já um aumento poderia ser interpretado como um aumento pela preferência por liquidez, pois indicaria um aumento da incerteza dos agentes.

Os testes de especificação foram repetidos e tiveram os mesmos resultados. Assim como observado sem a variável VIX, os resultados dos testes do traço e do maior auto valor apontaram para rejeição de inexistência de pelo menos uma equação cointegrante a um nível de 1%. Destarte, conclui-se pela existência de uma relação de longo prazo entre a elevação da participação de ativos de menor liquidez no âmbito doméstico e internacional com a variável VIX.

Tabela 1.2 – Teste Johansen de co-integração: M2/M1, razão dos fluxos financeiros para os países em desenvolvimento e dos mesmos para os países de moeda central e VIX CBOE

Estatística do Traço	Valor Crítico: 5%	Estatística do maior auto valor	Valor Crítico: 5%	Hipótese do nr. de Eq. Cointegrantes
86.37317**	42.91525	61.88476**	25.82321	Nenhuma**
24.48840	25.87211	14.80714	19.38704	Pelo menos uma
9.681267	12.51798	9.681267	12.51798	Pelo menos duas

Nota: ** denota rejeição da hipótese nula a 1% de significância com base nos p valores calculados em MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

1.5 Considerações finais

Este capítulo fez uma análise sobre os acontecimentos que levaram à configuração do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo e como suas propriedades atuais

⁵⁶ A exemplo de Ahmed e Zlate (2013), Bruno e Shin (2013), Forbes e Warnock (2012) e Rey (2013)

⁵⁷ Doravante será denominado apenas de VIX.

afetam os fluxos financeiros privados, em especial aos países emergentes. Como se observou, o sistema monetário internacional pós-Bretton Woods é assinalado pela eliminação dos controles sobre os fluxos de capitais; padrão monetário internacional baseado em uma moeda fiduciária; e regime de taxas de câmbio flutuantes.

As características do SMI contemporâneo são frutos de eventos que ocorreram quando ainda estava em vigor o Acordo de Bretton Woods e que marcam as três etapas da globalização financeira discutidas neste capítulo, quais sejam: 1^a) internacionalização financeira indireta e limitada de sistemas nacionais ainda compartimentados; 2^a) decisões dos Estados Unidos e da Inglaterra, de elevarem suas taxas básicas de juros, retirarem os controles sobre os fluxos de capitais e acelerarem o processo de desregulamentação monetária e financeira; e 3^a) maior abertura financeira dos países centrais e inserção dos países em desenvolvimento no processo de globalização financeira. Juntamente com a globalização financeira, a financeirização da economia,

Outra distinção do SFI contemporâneo é a financeirização da economia, a qual está relacionada com a busca da valorização dos capitais fora da esfera produtiva e que tem como padrão geral, para todos os agentes relevantes, o aumento do endividamento e da importância dos efeitos de valorização patrimoniais nas tomadas de decisões.

A globalização financeira e a financeirização da economia no atual contexto do SMI tornaram o sistema econômico extremamente propício ao surgimento de bolhas especulativas, sendo que nos momentos de estouro ocasiona impactos significativos e de modo abrupto para toda a economia. Conforme salienta Aglietta (2004), a financeirização faz com que a crise em um setor se espalhe para os demais devido às interconexões características desse regime em que a economia opera em alto grau de endividamento e que a crise em um setor traga prejuízos às empresas financeiras, as quais não promoverão novos financiamentos, as ações como um todo irão despencar e os bancos se tornarão avessos aos riscos.

Além do espalhamento para outros setores da economia, ocorre o efeito contágio para outros países. Isto acontece pelas características do atual SMFI em combinação com as operações em escala global das instituições financeiras, bancárias ou não bancárias. Sendo assim, na ausência de controle sobre os fluxos de capitais, estes entram e saem dos países com facilidade demasiada; com o regime de câmbio flutuante, as moedas se apreciam e depreciam de modo deveras volátil, variando conforme a liquidez do sistema.

Um aspecto fundamental à dinâmica dos fluxos de capitais aos países em desenvolvimento é a característica de suas moedas não exercerem as suas funções clássicas no âmbito internacional. Essas limitações fazem com que elas se situem no piso da hierarquia do sistema monetário internacional. Como consequência, em momentos de incerteza, os capitais sempre se direcionam ao país emissor da moeda chave e às demais moedas centrais. Isso imprime uma dinâmica muito volátil aos fluxos de capitais nesses países, pois eles podem sair mesmo que não haja fatores internos que justifiquem tal comportamento.

Diferentemente dos países emissores de moeda central, não há um teto das moedas que torne o país novamente atrativo aos capitais internacionais. Deste modo, os fluxos de capitais direcionados a esses países não apenas são determinados por fatores exógenos, como também estão sujeitos a movimentos mais bruscos. Além disso, dado o pequeno tamanho dos sistemas financeiros domésticos relativamente aos fluxos ingressantes, os impactos destes tendem a ser mais significativos nos países emergentes.

Este capítulo ainda trouxe testes de co-integração em que corroborou o argumento trazido por De Conti (2011), de que o comportamento dos agentes que operam nos mercados financeiros domésticos e internacionais possuem comportamento semelhante no que tange a preferência por rendimento versus liquidez. Neste sentido, observou uma relação de longo prazo entre as razões M2 e M1 e entre os fluxos de capitais destinados aos países em desenvolvimento e aos países desenvolvidos. Verificou-se ainda a existência de uma relação de longo prazo entre a elevação da participação de ativos de menor liquidez no âmbito doméstico e internacional com a variável VIX.

Capítulo II

Experiência Dos Países Emergentes Na Globalização Financeira

2.1 Introdução

No capítulo anterior buscou-se analisar as principais características do sistema monetário e financeiro internacional após o colapso de Bretton-Woods. Conclui-se que a característica geral do SMFI contemporâneo é a maior instabilidade desses sistemas. Se tratou ainda sobre as particularidades que tornam os países emergentes, emissores de moedas periféricas na hierarquia do SMI, especialmente vulneráveis à volatilidade dos fluxos internacionais de capitais e mais sujeitos a crises financeiras e nos balanços de pagamentos.

Este capítulo inicia por uma breve análise sobre a inserção dos países na globalização financeira, assinalando algumas especificidades e principalmente os aspectos comuns que levaram às crises dos anos 1990. A seguir, se realizará uma análise das modificações nas estratégias dos países emergentes após crises dos anos 1990. Posteriormente, na seção 2.4, aborda-se a discussão se a crise financeira global é decorrente das estratégias defensivas dos países emergentes ou se é consequência da dinâmica contemporânea das finanças. A última seção pretende examinar as consequências gerais e específicas dos impactos da crise financeira global nos países emergentes.

2.2 A inserção e crises dos países emergentes na globalização financeira

Após participarem do euromercado na forma de tomadores de crédito, os países em desenvolvimento e em especial os latino-americanos, foram fortemente impactados pelo processo de aumento das taxas de juros que se iniciou ao final de 1979 por parte dos Estados Unidos e manteve trajetória de alta no início da década de 1980 nesse país e na Inglaterra. Este movimento provocou um forte enxugamento da liquidez internacional, mitigando novos financiamentos, dificultando o processo de rolagem das dívidas, e concentração na absorção dos fluxos de capitais pelos países desenvolvidos. A consequência foram as crises das dívidas dos países latino-americanos na década de 1980, o que, por sua vez, resultou em baixo crescimento dessas economias e alta inflação (Frenkel, 2003).

Coutinho e Belluzzo (1996, p. 137) descrevem a sequência de fatos perniciosos que atingiram os países latino-americanos a partir da interrupção dos fluxos de capitais voluntários a esses países no início dos anos 1980:

“A brusca ruptura dos fluxos de financiamento externo, no início da década, desencadeou uma severa crise cambial, que se desdobrou em grave desestruturação fiscal e na progressiva perda de capacidade de gestão monetária por parte do Estado. Sob o impacto de significativas desvalorizações cambiais, a desestruturação fiscal foi o resultado do esforço de refinar ou encampar as dívidas em moeda estrangeira do setor privado ou do próprio setor público, em uma situação em que as receitas tributárias eram declinantes em termos reais, diante da aceleração da inflação e da trajetória recessiva da economia.”

A forte depreciação das moedas, se de um lado elevou o custo da dívida externa em termos de moeda local e pressionou para a alta da inflação, de outro, favoreceu as exportações. Entretanto, as divisas advindas das exportações eram do setor privado, sendo que os compromissos da dívida externa haviam recaído aos Estados. Devido à escassez de recursos fiscais para adquirir as divisas junto ao setor privado, restou ao Estado o endividamento interno de curto prazo. Para garantir a rentabilidade dos títulos públicos, dado o cenário de inflação acelerada, aperfeiçoaram-se técnicas de indexação. Essas, quando generalizadas no sistema financeiro, tornam a política monetária refém das expectativas do mercado e ineficiente no combate à inflação (Coutinho e Belluzzo, 1996).

Quando as práticas de indexação avançam para toda a economia, cria-se um componente inercial na inflação. Coutinho e Belluzzo (1996) destacam que as políticas de ajustamento indicadas pelos organismos multinacionais tiveram parcela significativa de culpa na transformação de uma crise cambial em crise do padrão monetário. Tais políticas consistiam em manter a moeda depreciada para incentivar as exportações e caberia apenas às políticas fiscais e monetárias o papel de conter a inflação. Essa estratégia demonstrou-se inconsistente diante das necessidades de endividamento de curto prazo para garantir as divisas, pois os déficits crescentes demandavam maiores retornos e garantias de indexação aos credores, resultando em maiores pressões inflacionárias.

Com o intuito de romper o processo de indexação generalizada, adotaram-se alternativas heterodoxas, como as âncoras nominais, por meio dos congelamentos dos preços e das taxas de câmbio. Além dos problemas de insuficiência de oferta decorrentes dos processos de congelamento de preços, não havia como manter as taxas de câmbio fixas no cenário de escassez

de divisas. Porém, esse contexto se alterou com o retorno dos fluxos de capitais voluntários aos países latino-americanos (Coutinho e Belluzzo, 1996).

Como estratégia de atração dos capitais externos, os países latino-americanos optaram pelo processo de abertura financeira⁵⁸ e se inseriram na globalização financeira, passando-se a ser chamados de países emergentes. Coutinho e Belluzzo (1996) discorrem que juntamente com o processo de abertura financeira foram emplacadas outras políticas contidas no “Consenso de Washington”, tais como a austeridade fiscal, redução do papel do Estado, privatizações, abertura comercial e do IDE.

Além dessas medidas, os países latino-americanos fizeram um acordo para renegociar suas dívidas por meio da emissão de novos títulos da dívida externa soberana, os quais seriam negociados com desconto sobre o valor nominal ou com uma taxa de cupom menor que a de mercado. Tais títulos foram conhecidos Brady bonds. Eles foram inicialmente emitidos após o Acordo Brady, entre os Estados Unidos, representados por Nicholas F. Brady, e o México em 1989 e que posteriormente fora assinado por outros países em desenvolvimento durante o início dos anos 1990 (Frenkel, 2003).

A atração dos capitais externos era parte essencial aos novos planos de contenção do processo inflacionário na América-Latina, que ao contrário dos anteriores, foram bem sucedidos. Eles tiveram em comum a ancoragem na taxa de câmbio. Isso só foi possível devido ao aumento das reservas internacionais após o ingresso dos capitais externos. Como forma de atração desses capitais, as taxas de juros mantiveram-se elevadas mesmo após o abrandamento do processo inflacionário. Essa era uma condição necessária, pois além das moedas desses países se situarem na base da hierarquia do SMI, a “fragilidade intrínseca das moedas recém estabilizadas” deveria ser compensada por generosos rendimentos ou elevados retornos de capital (Coutinho e Belluzzo, 1996).

⁵⁸ A partir de Akyuz (1993, p. 27) entende-se abertura financeira como as “(...) *policy actions that increase the degree of the ease with which residents can acquire assets and liabilities denominated in foreign currencies and non-residents can operate in national financial markets*” Este conceito é mais amplo do que a liberalização dos fluxos de capitais porque inclui a possibilidade de se efetuar transações monetárias e financeiras em moeda estrangeira no âmbito doméstico. A abertura financeira se daria em três níveis: a) *inward transactions*, compreendendo a entrada de recursos externos no país, seja por captação de residentes, seja pela entrada de não residentes no mercado financeiro doméstico; b) *outward transactions*, se refere à retenção de ativos externos por não residentes e permissão de não residentes captarem recursos internamente; e c) conversibilidade interna da moeda, permissão para posse e operações de débito e crédito em moeda estrangeira.

Embora as medidas internas tenham tido um papel importante, a estratégia de abertura financeira só obteve êxito em atrair os capitais privados aos países latino-americanos devido a motivos exógenos à região. Esses motivos seriam a redução da taxa de juros pelo Federal Reserve e o maior apetite pelo risco dos investidores internacionais (ver gráfico 2.1), estimulando assim a diversificação de seus portfólios. Nesse sentido, questões internas dos países como a expectativa da melhora da rentabilidade de seus ativos - seja pela combinação de juros elevados com valorização cambial, seja pela expectativa de valorização da riqueza até então depreciada – e reformas estruturais teriam um papel secundário (Coutinho e Belluzzo, 1996 e Prates, 1999).

Contudo, como alertam Coutinho e Belluzzo (1996), apesar do principal diferencial entre os programas bem sucedidos da primeira metade dos anos 1990 e os anteriores terem sido o retorno dos fluxos financeiros privados internacionais e esses serem motivados principalmente por fatores externos, os louros do sucesso no combate à inflação recaíram sobre as reformas estruturais defendidas pelo “Consenso de Washington”. Entre as medidas, a abertura financeira foi amplamente defendida e vista como solução para diversos problemas apresentados pelos países em desenvolvimento (uma breve discussão a respeito do processo de abertura financeira é apresentada no quadro 1.2).

Quadro 2.1 – Breve apresentação e crítica sobre os argumentos convencionais para a abertura financeira

Biancareli (2008) faz uma resenha crítica a respeito da visão convencional sobre a abertura financeira. De acordo com o autor, os argumentos convencionais favoráveis à abertura podem ser resumidos a partir de Obstfeld e Taylor (2004) em quatro pontos: (i) compartilhamento e diversificação internacional de riscos; neste caso há a percepção de que o endividamento de um país poderia ser isolado dos demais e que a diversificação de riscos diminuiria a chance de ocorrer crises; (ii) financiamento de desequilíbrios passageiros de balanço de pagamentos; aqui prevalece o entendimento de que os desequilíbrios nos balanços de pagamentos seriam ocasionados por fatores internos e que os capitais internacionais seriam importantes fatores anticíclicos; (iii) acesso à poupança externa para o financiamento do investimento e do desenvolvimento; parte do pressuposto de que existe a necessidade de poupança prévia para investimento e que a ausência de poupança nos países emergentes seria suprida pelos capitais externos; e (iv) disciplina sobre a política econômica, os governos locais seriam inclinados a adotar políticas populistas, o que seria prejudicial às economias no longo prazo. Deste modo, caberia ao mercado pressionar os governos a adotarem as políticas corretas.

Esses quatro pontos são embasados em pressupostos da teoria convencional. Nos dois primeiros se destacam o pressuposto da racionalidade e que problemas nos balanços de pagamentos são decorrentes apenas de problemas da economia real; no terceiro, a necessidade da poupança prévia ao investimento; e no quarto, a existência de uma política econômica ótima universal. Em relação aos dois primeiros, pode-se afirmar que, sob incerteza, os agentes internacionais não agem da forma racional como preconizada pela teoria tradicional, suas decisões são tomadas de forma subjetiva e efeitos manada são recorrentes nessas operações, tal como observado na seção 1.3. Além disso, os fluxos de capitais tiveram um papel estabilizador apenas até a I Guerra Mundial e limitando-se aos países desenvolvidos, tal como observado na primeira seção deste capítulo. Deste modo, ao invés de isolamento o que ocorre é o efeito contágio aos demais países, mesmo que os indicadores de tais países estejam adequados. Na atualidade e especialmente aos países emergentes, os fluxos de capitais são pró-cíclicos e acentuam os eventuais problemas no balanço de pagamentos provocados por fatores internos.

Quanto ao terceiro ponto, deve-se compreender a importância da poupança, do *finance* e do *funding* no financiamento do investimento. Este depende do *finance*, que é um crédito de curto prazo ligado a um fundo rotativo e que é necessário para suprir o tempo entre a tomada de decisão do investimento e o investimento propriamente dito, voltado para o setor de bens de capital. Uma vez que a decisão de financiamento do investimento é tomada, os bancos ofertam crédito, o investimento é gerado, a renda é expandida, a poupança surge - dado que o crédito não financiou o consumo - e, após os efeitos dinâmicos do multiplicador, poupança equivale ao investimento, ou seja, eles são iguais apenas *ex-post* e não *ex-ante*. Em uma economia bancária desenvolvida, o *finance* independe da poupança, pois um banco pode criar moeda. Além disso, a transferência entre ativos independe da existência de poupança. O papel da poupança nesse caso é o de consolidar o financiamento rotativo, mas não o financiamento da acumulação de capital - isto é, a poupança originada pela renda será direcionada para um ativo financeiro, permitindo a criação de um fundo com passivos de maior maturação e que podem ser alocados para novos investimentos, transformando assim as relações de financiamento de curto prazo entre os tomadores de financiamento e os bancos em uma relação de longo. Na falta de *finance* doméstico os agentes privados poderiam recorrer ao externo, contudo, isso traria algumas implicações que serão discutidas ao longo do trabalho (Keynes, 1937a, 1937b, 1939, 1992).

Já o entendimento da existência de uma política econômica universal que seria a correta é consequência do tratamento da teoria econômica como uma ciência exata, cujas leis são universais. Deste modo ignoram-se as especificidades locais, tais como questões institucionais, estruturais, sociais e históricas (FONSECA, 2004). Também está por trás a compreensão que há um equilíbrio de longo prazo e que qualquer política fiscal ou monetária que tende a estimular a economia teria efeitos apenas no curto prazo e que no longo prazo traria apenas impactos desestabilizadores, como a inflação. Sendo assim, tais políticas teriam apenas cunho eleitoreiro, cabendo aos mercados financeiros internacionais, conhecedores das políticas corretas a serem adotadas, o papel de corrigir os desvios da política econômica doméstica (Biancareli, 2008 e Fonseca, 2010).

Se, por um lado, os argumentos teóricos favoráveis à abertura financeira apresentam inconsistências teóricas, por outro, as evidências empíricas também não corroboram o argumento favorável à abertura. Conforme aponta Biancareli (2008), desde a obra de Rodrik (1998), na qual não pôde ser verificado uma correlação direta entre abertura financeira e crescimento econômico, que trabalhos empíricos com base em diferentes metodologias e distintas proxies buscam sem sucesso corroborar empiricamente os argumentos para a abertura financeira.

Se para os países latino-americanos o processo de abertura financeira era visto como parte essencial dos planos de controle inflacionários, para os países asiáticos os motivos foram um tanto quanto distintos. Conforme Prates (2002), tais países não sofreram as mesmas pressões dos organismos multilaterais para abertura financeira. Essa maior resiliência decorreu da situação externa mais favorável desses países desde a segunda metade dos anos 1980, os quais obtiveram constantes superávits comerciais, contaram com o investimento direto japonês e as linhas de crédito internacionais não foram cortadas na mesma dimensão do que o ocorrido nos países latino-americanos. Contudo, essa resiliência foi sendo reduzida ao longo dos anos 1990 devido à pressão maior por parte dos Estados Unidos, os quais pretendiam que houvesse apreciação das moedas desses países e que as instituições financeiras estadunidenses tivessem maior acesso a esses mercados, e também em decorrência do reaparecimento de déficits comerciais desses países.

De acordo com Kregel (1998), a opção pela abertura financeira é o denominador comum a todas as crises dos países emergentes nos anos 1990. Sua análise das crises parte do conceito de fragilidade financeira de Minsky (ver quadro 1.3). Segundo esse autor, tais crises normalmente estão relacionadas com o endividamento de curto prazo em moeda externa por parte das empresas e instituições financeiras domésticas. Isto porque em um cenário de interdependência entre os mercados financeiros e dos fluxos de capitais, elevações nas taxas de juros dos principais países credores provocarão uma depreciação relativa das moedas dos países devedores devido à redução nos diferenciais de juros. Como o endividamento em moeda estrangeira não é feito apenas por empresas exclusivamente exportadoras, cria-se o problema de descasamento de moedas. Com a perda relativa do valor da moeda doméstica, ficará mais difícil honrar os compromissos na moeda estrangeira. Uma reação de elevação na taxa de juros para evitar a depreciação da moeda doméstica poderá acarretar ainda maiores dificuldades, tal como argumenta o autor:

“Finally, if the government responds to the weakness of the domestic currency in international markets by increasing domestic interest rates in order to stem currency speculation or to attempt to attract foreign demand for to currency domestic demand may be adversely affected ad domestic cash flows will be reduced and domestic financing cost will be increased. Firms may thus pass rapidly from hedge financing to Ponzi finance units as the result of a rise in foreign interest rates” (Kregel, 1998, p. 6).

Na situação acima, caso não haja novas concessões de empréstimos por parte dos bancos estrangeiros, as empresas domésticas precisarão se desfazer de seus ativos para honrar seus compromissos. Contudo, em tal cenário, seus ativos serão desvalorizados e a tentativa de compensação com cortes nas operações domésticas enfraquecerão ainda mais a economia interna. Caso as empresas financeiras não tenham capitais suficientes para suportar as deteriorações nas posições de seus balanços, a fragilidade do sistema financeiro se torna uma crise com consequências que levam a uma instabilidade global (Kregel, 1998).

O exemplo trazido por Kregel encontra semelhanças em todas as crises dos países emergentes. No que se refere à crise asiática de 1997, houve um extenso período no qual os capitais externos ingressaram nesses países em busca de maior rentabilidade, dada a baixa taxa de juros vigente tanto no Japão quanto nos Estados Unidos. Um dos mecanismos utilizados pelas instituições financeiras externas era a contratação de empréstimos a juros baixos nos mercados financeiros dos Estados Unidos e do Japão para posteriormente adquirir títulos e realizar empréstimos aos países asiáticos em busca do diferencial de juros. Além da livre entrada e saída dos capitais, os bancos domésticos asiáticos foram permitidos a operar com moedas estrangeira, cabendo-lhes um importante papel na intermediação dos fluxos de capitais internacionais à região (Kregel, 1998).

A entrada de capitais proporcionou, além da elevação do crédito, a apreciação das moedas locais principalmente em relação ao iene, mas também ao dólar. A perspectiva de valorização estimulava novas entradas de capitais que, por sua vez, consolidavam as expectativas de valorização das moedas. A combinação de apreciação das moedas locais com o aumento da competitividade chinesa e o conseqüente acréscimo da sua participação no comércio da região elevaram os déficits em transações correntes dos demais países asiáticos em desenvolvimento, tornando-os ainda mais dependentes dos fluxos de capitais de curto prazo para se financiar (Kregel, 1998).

Quadro 2.2– Teoria da fragilidade financeira de Minsky

Minsky (1982) observara que desde o fim da segunda guerra teve início um aumento gradual e contínuo do endividamento das empresas e das famílias. Esse processo vinha sendo acompanhado por um aumento de liquidez promovido pelas instituições financeiras, ao mesmo tempo em que a regulação sobre os contratos financeiros estava se abrandando. A primeira crise no sistema financeiro que rompera com a calma aparentemente vigente foi a dos Certificados de Depósito Bancário (CDB) no *Credit Crunch* de 1966; a qual foi seguida pela dos *commercial papers* no *Liquidity Squeeze* de 1969-70; a falência do Franklin-National de 1974-75; e a do *Hunt-bache silver speculation* de 1980. Ambas tiveram em comum o distúrbio no mercado financeiro e a necessidade de intervenção das autoridades monetárias; recessão econômica e elevação do déficit público; e a recuperação econômica seguida por um processo inflacionário que criara as condições às crises posteriores. Após 1980, o enfraquecimento das regulações sobre os mercados financeiros alteraram seu caráter tênue e contínuo para uma desregulação mais brusca e que posteriormente se propagara aos demais países. As desregulações sobre os mercados financeiros, ou ausência de novas regulações para as inovações financeiras no caso dos Estados Unidos e Inglaterra - foram acompanhadas pelo crescimento de crises financeiras .

De acordo com Minsky (1986), a economia capitalista possui uma estrutura financeira endogenamente sujeita a crises. Uma vez que as decisões de investimento estão interligadas às escolhas de financiamento, o conceito de fragilidade financeira diz respeito à capacidade de uma economia em enfrentar alterações nas condições de financiamento, que, por sua vez, podem gerar interrupções dos fluxos de pagamentos entre os agentes. O autor define três posições possíveis de financiamento: *hedge*, especulativa e *ponzi*. A primeira ocorre quando o fluxo de receita esperada do investimento é constantemente superior ao fluxo de pagamentos do empréstimo, caracterizando-se como uma postura conservadora. Será especulativa quando o fluxo de receita esperada do investimento, na média, se iguala ao fluxo de pagamentos do empréstimo. No entanto, em certos períodos as receitas cobrem somente o pagamento dos juros da dívida, caracterizando uma postura de risco. Já quando o fluxo de receita esperada do investimento é inferior ao fluxo de pagamento da dívida para todo período, caracteriza-se uma posição insustentável, a qual é denominada de Ponzi.

A passagem de uma posição de financiamento para outra pode ocorrer através de choques decorrentes tanto de fatores exógenos como endógenos. Entre os fatores exógenos considera-se uma elevação abrupta da taxa de juros de curto prazo e depreciação súbita da moeda. A ocorrência da primeira pode provocar o crescimento do custo de pagamento da dívida caso esta seja pós-fixada e o encarecimento de novos empréstimos. Além disso, pode acarretar desaceleração do crescimento, o que por sua vez poderia reduzir os lucros das unidades. Uma apreciação da moeda doméstica pode levar as empresas a se endividarem no mercado internacional. Contudo, quando ocorre a depreciação, suas dívidas em termos de moeda doméstica irão se elevar, necessitando destinar maiores parcelas de seus lucros auferidos na moeda doméstica para o pagamento da dívida externa.

Já os fatores endógenos estão relacionados à diminuição das margens de segurança, ampliação do crédito e redução dos juros por parte dos bancos, devido ao excesso de confiança em períodos de aquecimento da economia após as sucessivas confirmações nas suas apostas. A fim de alcançar as metas de maiores financiamentos, são realizadas inovações financeiras, as quais possibilitam a sustentação dos investimentos e dos preços dos ativos reais em um primeiro momento, para posteriormente se apoiar em ativos sem o devido lastreamento real. Ao se perceber a fragilidade das inovações financeiras, há uma corrida para a desvinculação desses ativos, diminuindo a liquidez do sistema e fazendo com que haja interrupção dos financiamentos e aumento dos juros. Esse processo pode impactar nas estruturas de financiamento das unidades, de modo que uma situação *hedge* pode se tornar especulativa e esta se tornar *ponzi* (Minsky, 1982 e 1986).

Deve-se ter em mente que mesmo os fatores descritos acima como exógenos aos agentes são decorrência, como analisado por Minsky (1992), da própria dinâmica interna das economias capitalistas. Isto porque as medidas de afrouxamento e restrição monetárias são respostas aos movimentos deflagradores de instabilidade, em que uma inflação gera mais aumento nos preços e deflação de débitos impulsiona mais geração de débitos. Nesse sentido, medidas de arrocho monetário que tenham como objetivo melhorar a situação de unidades especulativas que estejam sofrendo com inflação, poderão trazer efeitos contrários, levando-as a situações *ponzi*. Como afirma o autor: “*The financial instability hypothesis is a model of a capitalist economy which does not rely upon exogenous shocks to generate business cycles of varying severity*” (Minsky, 1992, p. 8).

Confiantes na apreciação ou estabilidade da moeda, as companhias financeiras e não financeiras reduziram suas margens de segurança, não apenas em relação a indicadores de endividamento e liquidez, como também não se preocuparam com o descasamento de moedas entre seu passivo e ativo. Sendo assim, as economias foram se tornando, por meio de um processo endógeno que se iniciou com a abertura financeira, vulneráveis a choques exógenos. E isso de fato ocorreu. O não salvamento por parte do Banco da Tailândia (banco central) das maiores companhias financeiras daquele país, em combinação com a expectativa de elevação da taxa de juros japonesa e apreciação do iene, provocou uma intensa fuga de capitais, não somente da Tailândia como também de outros países devido ao efeito-contágio provocado pelos movimentos de manada (Kregel, 1998).

Países como Coreia do Sul, Malásia e Tailândia, adotaram medidas de política monetária restritivas e mesmo após o controle da inflação, da melhora dos fundamentos externos e dos empréstimos do FMI, os efeitos da fuga de capitais não cessaram. Isto porque a elevação das taxas de juros se tornou punitiva às empresas domésticas, as quais também passaram a pressionar a moeda doméstica, tal como descrito na passagem abaixo:

“Nonetheless, as currencies failed to stabilise interest rates were raised to punitive levels, reinforcing the negative impact of the exchange rate depreciation on the balance sheets of both firms and banks. At this point the elimination of margins or safety rebounded negatively on the foreign exchange rate as both banks and firms sought to limit the damage from the rising dollar and rising interest rates by repaying as rapidly as possible the outstanding foreign currency deb. Domestic banks and corporations thus joined the speculators in selling the domestic currency against dollars. (...) The result was a free fall in both the exchange rate and asset prices in many countries as financing units sought ‘to make position by selling position’, selling anything possible to raise funds and reduce cash payment commitments and foreign exposure (Kregel, 1998).

Assim como nos países asiáticos, a abertura financeira dos países latino-americanos também levou ao aumento do endividamento, apreciações das moedas locais, elevação dos déficits em transações correntes, descasamento de moedas seguidas da desconfiança do mercado financeiro em relação ao regime macroeconômico vigente, saída abrupta de capitais e depreciações seguidas de crises nos balanços de pagamentos e, em alguns casos, no sistema bancário.

Entretanto, isso ocorreu à custa do aumento da fragilidade de diversos setores da economia. A ancoragem ao dólar por meio de um regime cambial seja à lá *crawling peg*, seja fixo, seja *currency board*⁵⁹, era essencial para alcançar o objetivo de contenção da inflação. Apesar do sucesso no alcance do objetivo, a combinação de apreciação cambial e abertura comercial - sem o preparo devido - levaram a déficits em transações correntes; e a adição de elevadas taxas de juros com necessidade de esterilização – com exceção da Argentina - dos capitais entrantes para não permitir o ressurgimento da inflação acarretou aumentos significativos no endividamento interno. Tais impactos adversos a essas economias estão descritos na seguinte passagem de Kregel (1999):

“The ensuing real appreciation of the Exchange rate weakens the foreign balance, while the attempt to sterilize the inflows leads to even higher interest rates and weaker internal conditions, as well as higher deficits as high interest rate domestic bonds are issued to sterilize the inflows that are invested at low foreign rates. Increasing foreign ownership of domestic debt increases the deficit on services account and eventually either the foreign balance or the fiscal balance no longer responds to the government policy, or the domestic conditions deteriorate substantially as demand is compressed, creating conditions in which a rise in foreign rates or a fall in domestic rates leads to an outflow of capital (...)” (Kregel, 1999, p. 30-31).

Conforme ressalta Prates (2002), dos três principais países da região, o que teve maior grau de abertura financeira foi a Argentina, seguida do México e Brasil. A intensidade das crises foi diretamente proporcional ao grau de abertura. O primeiro país a ser atingido por uma crise cambial após a inserção na globalização financeira foi o México em 1994. Segundo Carneiro (1999), a crise mexicana teve como estopim o aumento dos juros estadunidenses sem o aumento correspondente das taxas domésticas. Contudo, ela foi decorrente da combinação de prolongado déficit em transações correntes financiado por capitais de curto prazo e apreciação cambial, a qual foi possibilitada pela maior absorção de recursos financeiros relativamente aos reais, algo característico dos países emissores de moeda periférica.

⁵⁹ Currency board é um regime de taxa de câmbio fixa com plena conversibilidade entre a moeda local e uma moeda externa escolhida, normalmente será a moeda-chave do SMI, que atualmente seria o dólar.

Assim como ocorrido no México, a abertura do sistema financeiro interno teve um importante papel na elevação da fragilidade deste sistema e em especial no descasamento de moedas no Brasil, tal como destacado na seguinte passagem de Kregel (1999):

“The deregulated banks are free to lend internally in areas such as real estate and consumer finance that had previously been closed to them, and banks and domestic firms are free to borrow abroad, thereby reducing the capital costs created by the high domestic interest rates, but some of this advantage is offset by a usually underestimated exchange rate risk exposure” (Kregel, 1999, p. 30).

Belluzo e Almeida (2002) afirmam que a política econômica adotada no Plano Real ocasionou um agravamento do desequilíbrio externo, sendo que os efeitos no balanço de pagamentos, de médio e longo prazo, foram ignorados. Destarte, a política monetária se mantinha dependente da manutenção do cenário externo benigno. Após o surgimento de novas crises externas (asiática em 1997 e russa em 1998), os fluxos de capitais para os países em desenvolvimento foram se reduzindo. Ao longo de 1998, as reservas brasileiras caíram significativamente e o governo recorreu a um novo acordo com o FMI para recompô-las. Todavia, o mercado financeiro se manteve incrédulo quanto à sustentabilidade da política monetária/cambial. A saída mais abrupta dos fluxos de capitais fez com que a crise cambial eclodisse em janeiro de 1999.

Segundo Prates (2002), a crise argentina foi a mais severa das crises latino-americanas. Assim como as anteriores, teve como origem as estratégias de estabilização e de inserção na globalização financeira, porém ambas foram levadas ao extremo. Ele se baseou no regime *currency board* a uma taxa de 1 peso para cada dólar e na abertura financeira plena, permitindo não apenas os investimentos de não residentes em ativos locais, como também a realização de contratos monetários e financeiros em qualquer moeda estrangeira.

Com a piora do cenário externo após as crises asiática e russa, os investimentos externos voluntários se reduziram. Coube ao governo, por meio do endividamento público, conseguir atrair os capitais externos e, para isso, ele se viu obrigado a elevar as taxas de juros. Esse panorama tornava a Argentina extremamente dependente da entrada de capitais externos. Em 2001 já era nítido ao mercado financeiro internacional a impossibilidade da manutenção do modelo argentino. Não restou outra alternativa ao governo a não ser decretar o seu rompimento, o

qual culminou com o fim da conversibilidade entre o peso e o dólar em janeiro de 2002 (Prates, 2002 e Cintra e Farhi, 2002).

O gráfico 2.1 traz um bom retrato sobre o comportamento dos fluxos de capitais aos países em desenvolvimento desde o início dos anos 1990 até a crise argentina em 2002. Para a análise, se retirou o investimento externo direto da conta financeira do balanço de pagamentos. Objetiva-se com isso analisar os fluxos estritamente financeiros e que não tenham uma relação direta com investimentos produtivos. Essa distinção é especialmente importante devido ao elevado volume de IED destinado às privatizações, as quais possuem uma ótica particular.

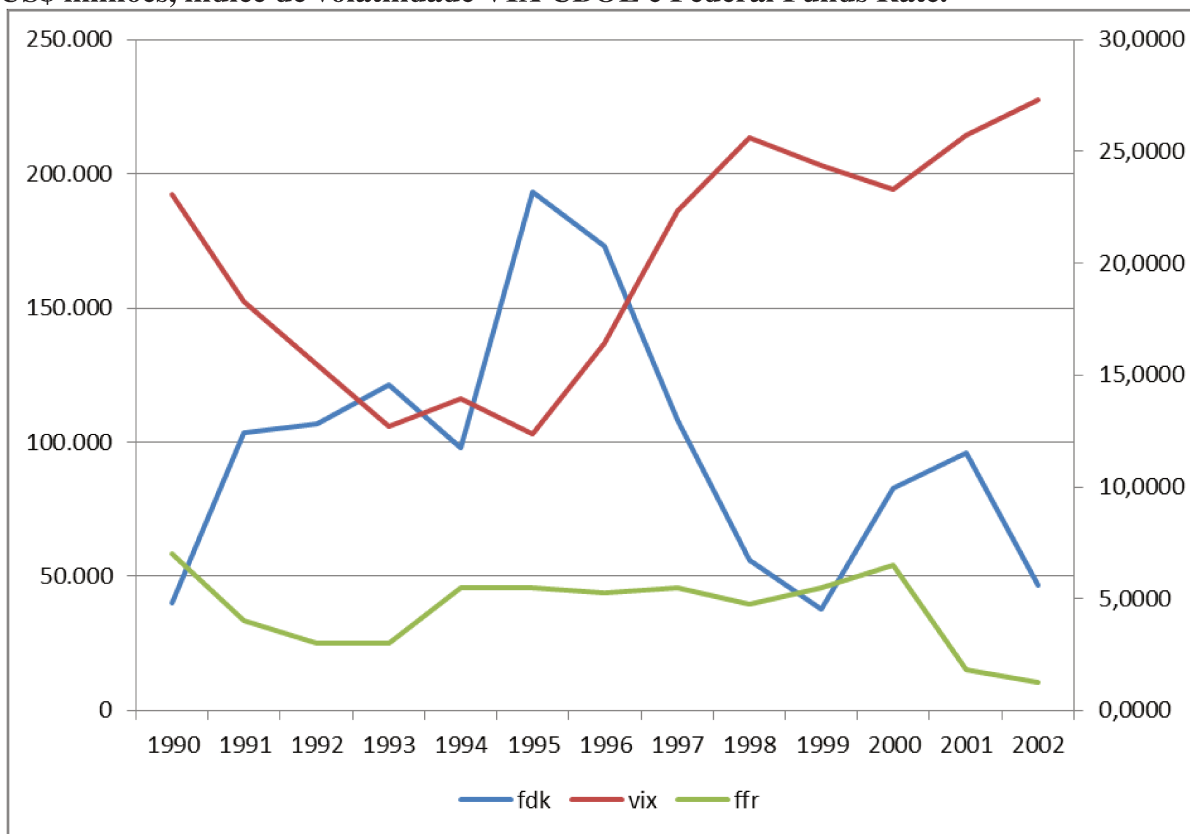
Entre 1990 e 1993, houve uma combinação da redução da taxa básica de juros dos Estados Unidos, a Federal Funds Rate (FFR) com a redução do indicador de volatilidade VIX CBOE. Em 1994 houve uma elevação de ambas, acompanhada pela queda nos fluxos aos países em desenvolvimento. Em 1995 há uma nova queda do indicador de volatilidade manutenção da taxa de juros. A resposta dos fluxos de capitais foi muita intensa e desproporcional a essa nova redução. Isso pode ser interpretado ao menos de duas maneiras. A primeira é que o indicador de volatilidade chegara a seu menor patamar desde seu início, justamente em 1990, dando a entender que manteria a tendência de queda daquele ano, a qual teria sido interrompida apenas em 1994. A segunda interpretação é que houve um excesso de otimismo em relação aos países emergentes após a solução da crise Mexicana, fazendo com que houvesse um efeito manada.

A partir de 1996 a variável VIX inverteu novamente a tendência de queda e passou a subir drasticamente até 1998. Esses anos foram marcados pela crise asiática de 1997 e russa de 1998. Isso ressalta o argumento já desenvolvido anteriormente a respeito dos países que se apoiam no otimismo externo se tornam vulneráveis às reversões nas expectativas dos investidores internacionais. Em 1999 há uma nova redução do indicador de volatilidade, mas sem ser acompanhado pelos fluxos de capitais. Parte da explicação pode ser dada pela crise brasileira (gráfico 2.3), pois havia a compreensão generalizada no mercado de que o regime macroeconômico brasileiro era insustentável, mesmo havendo uma melhora no otimismo dos investidores internacionais indicado pelo VIX.

No ano 2000 há uma elevação da taxa de juros dos EUA, mas o VIX recua novamente. Nesses dois efeitos contraditórios aos fluxos de capitais, o indicador de volatilidade parece ter prevalecido. Em 2001 a taxa básica de juros dos EUA sofre uma queda acentuada, o que parece ter compensado a elevação do pessimismo dos investidores externos. Mas em 2002, a

nova queda da taxa de juros não foi suficiente para estimular os fluxos de capitais direcionados aos países emergentes após uma nova alta do indicador de vulnerabilidade.

Gráfico 2.1 - Evolução dos fluxos de capitais financeiros aos países em desenvolvimento em US\$ milhões, índice de volatilidade VIX CBOE e Federal Funds Rate.



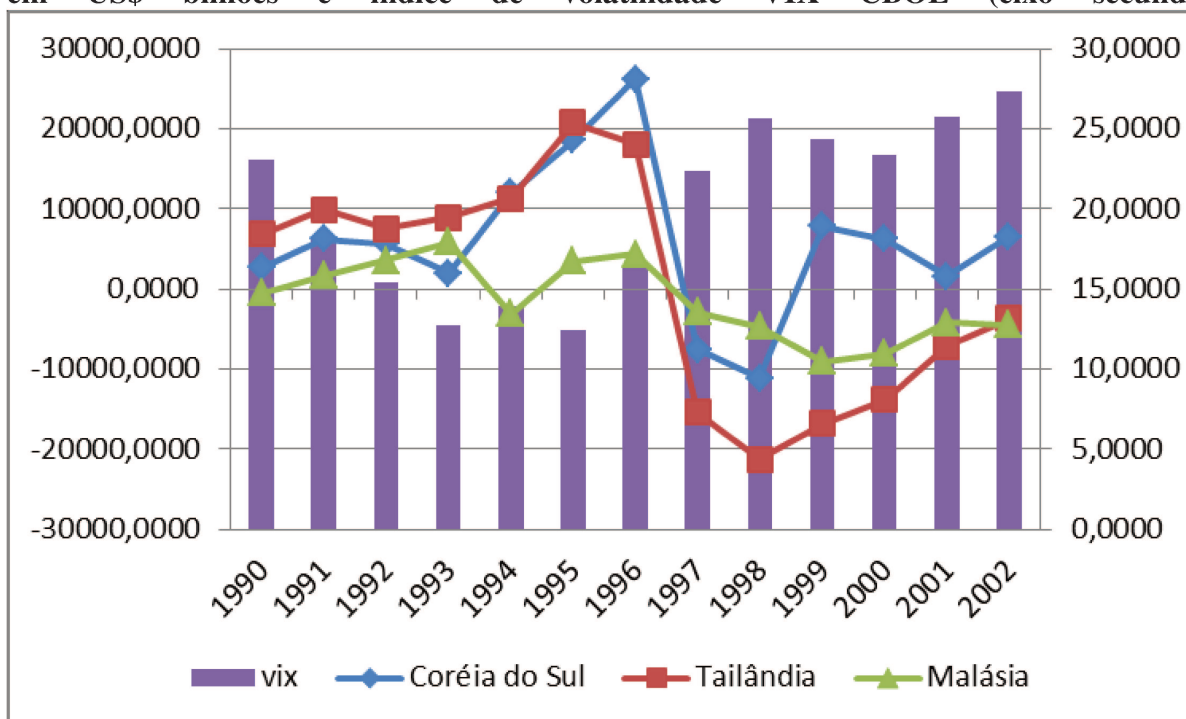
Fonte: International Monetary Fund / World Economic Outlook Databases, Chicago Board Exchange Rate e Board of Governors of the Federal Reserve System. Elaboração própria.

A partir da análise do gráfico anterior, tem-se a percepção de que os fluxos de capitais direcionados aos países em desenvolvimento são determinados mais pelo indicador de volatilidade do que pela taxa básica de juros praticada pelo FED. Isso fica evidente pelos momentos em que a FFR se manteve em baixos patamares mas os fluxos de capitais declinavam acompanhando alta da variável VIX CBOE, a qual, como comentado no capítulo anterior, pode ser interpretada como um indicador da preferência por liquidez dos investidores internacionais.

A predominância dos determinantes externos, em especial do VIX CBOE, pode ser observada pela semelhança do comportamento dos fluxos de capitais nos países destacados nos gráficos 2.2 (Coreia do Sul, Malásia e Tailândia), 2.3 (Argentina, Brasil e México) e 2.4 (Polônia,

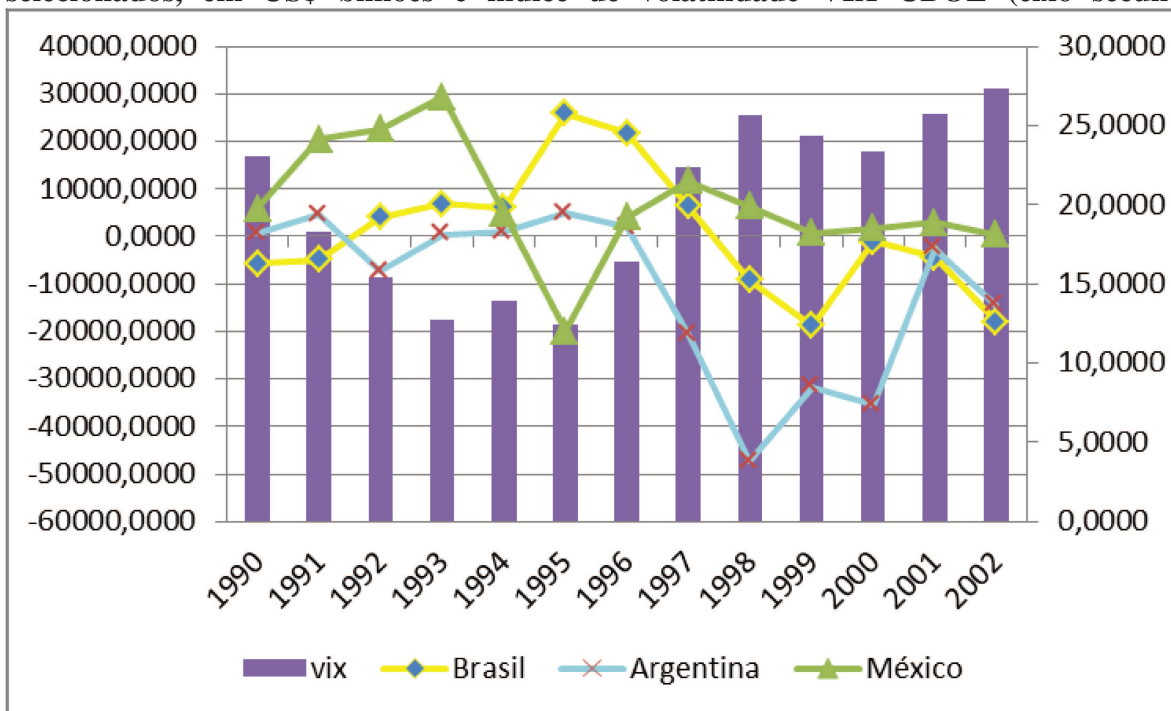
Rússia e Ucrânia), os quais seguem de perto, com algumas exceções pontuais, o comportamento do indicador de vulnerabilidade em questão. Tais exceções podem ser justificadas por fatores internos, os quais também não podem ser descartados. A título de exemplo, o Brasil em 1999 apresentava um nível baixíssimo de reservas internacionais em relação ao endividamento externo e com manutenção de déficits externos (gráfico 2.5).

Gráfico 2.2 - Evolução dos fluxos de capitais financeiros aos países asiáticos selecionados, em US\$ bilhões e índice de volatilidade VIX CBOE (eixo secundário).



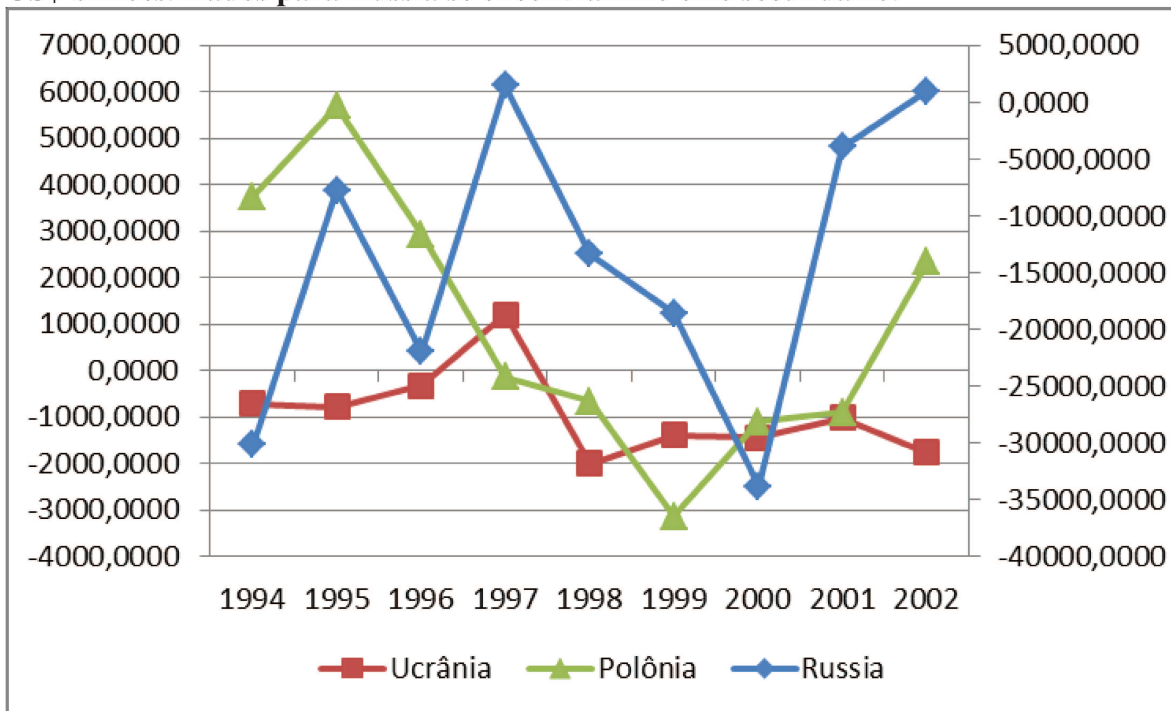
Fonte: International Monetary Fund / World Economic Outlook Databases e Chicago Board Exchange. Elaboração própria.

Gráfico 2.3 - Evolução dos fluxos de capitais financeiros aos países latino-americanos selecionados, em US\$ bilhões e índice de volatilidade VIX CBOE (eixo secundário).



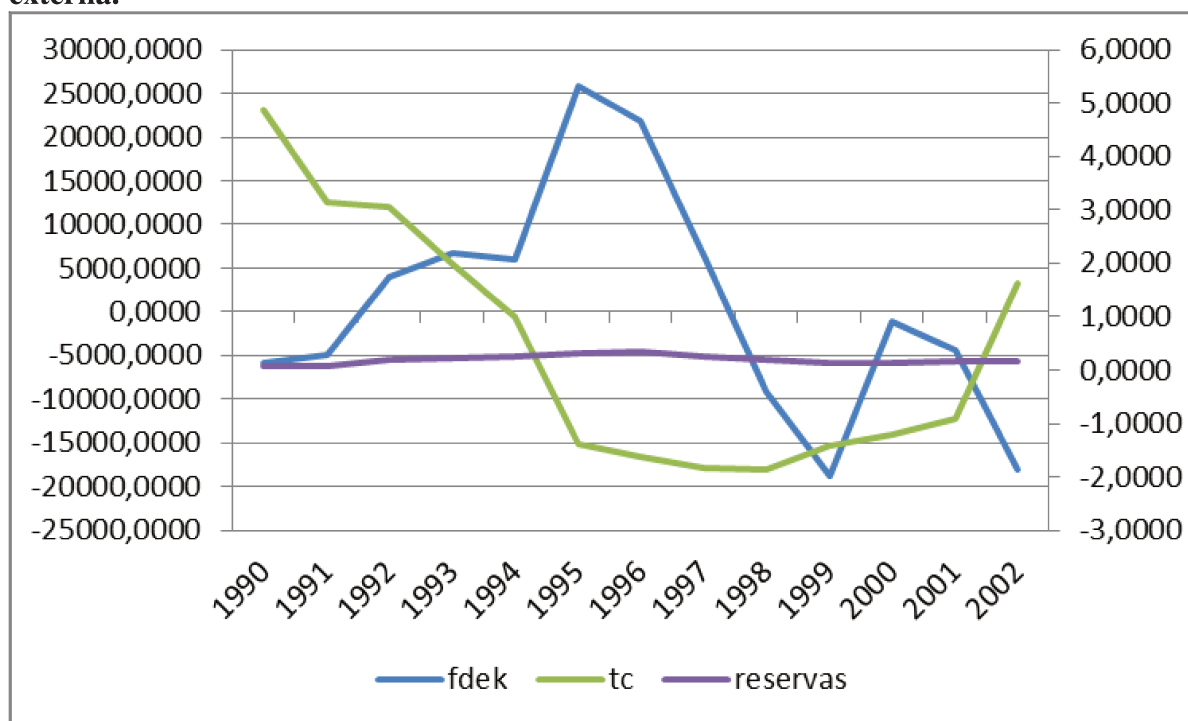
Fonte: International Monetary Fund / World Economic Outlook Databases e Chicago Board Exchange. Elaboração própria.

Gráfico 2.4 Evolução dos fluxos de capitais financeiros aos países europeus selecionados, em US\$ bilhões. Dados para Rússia se encontram no eixo secundário.



Fonte: International Monetary Fund / World Economic Outlook Databases e Chicago Board Exchange. Elaboração própria.

Gráfico 2.5 Evolução dos fluxos de capitais financeiros, em US\$ milhões, transações corrente sobre o PIB (eixo secundário) e nível de reservas internacionais sobre dívida externa.



Fonte: International Monetary Fund / World Economic Outlook Databases e Chicago Board Exchange. Elaboração própria.

Após as crises financeiras dos países emergentes nos anos 1990, a crítica ao processo de abertura dos países emergentes tem ganhado cada vez mais adeptos. Biancareli (2008) faz uma resenha crítica a respeito da visão convencional sobre a abertura financeira e suas transformações. Autores do *mainstream economics* que são tradicionais defensores do livre comércio de bens tangíveis têm reconhecido que os benefícios líquidos da abertura financeira aos países são distribuídos desigualmente, criando vencedores e perdedores. Bhagwati (1998), por exemplo, argumenta que os riscos da integração financeira global é superior aos benefícios que ela proporciona. Sua explicação se baseia no fato de as transações financeiras internacionais serem guiadas por expectativas e pela confiança nos mercados, o que os torna intrinsecamente voláteis. Uma passagem resume seu pensamento sobre os riscos que um país deve levar em conta ao optar pela abertura financeira:

“Thus any nation contemplating the embrace of free capital mobility must reckon with these costs and also considerer the probability of running into a crisis. The gains from

economic efficiency that would flow from free capital mobility, in a hypothetical crisis-free world, must be set against this loss if a wise decision is to be made” (Bhagwati, 1998, p. 9).

Alguns autores da teoria tradicional, críticos ao livre comércio, são ainda mais céticos à abertura financeira. Eatwell e Taylor (1998), por exemplo, sugerem que desde a década de 1960 o livre fluxo de capitais internacional além de elevar a instabilidade nos balanços de pagamentos, tem sido associado a uma deterioração da eficiência econômica, medida pelo crescimento econômico e desemprego. Os autores chegam a reconhecer que em certos momentos e para certos países a liberalização de capitais foi benéfica. Como exemplo, foi citada a entrada de capitais nos países latino-americanos que possibilitou a queda na inflação⁶⁰. Contudo, em termos globais e tendo como referência um maior período de tempo, a liberalização tem se demonstrado prejudicial até mesmo aos aspectos estruturais das economias. Os motivos para tal deterioração seriam a elevação da volatilidade dos fluxos de capitais, o efeito contágio e as alterações comportamentais dos setores públicos e privados, estes últimos ocorreriam principalmente nos países emergentes.

Contudo, com base na resenha feita por Biancareli (2008), observa-se que os argumentos dos autores ligados à teoria convencional limitam sua crítica à abertura financeira aos comportamentos equivocados dos agentes e das falhas de mercado. Não se incorporou na explicação das crises a questão que, ao optar pela abertura, qualquer país se torna vulnerável aos movimentos dos fluxos de capitais, os quais se tornaram mais voláteis e instáveis devido às características do SMFI contemporâneo. Além disso, não são tratados os aspectos assimétricos que estão presentes em todos os SMFI.

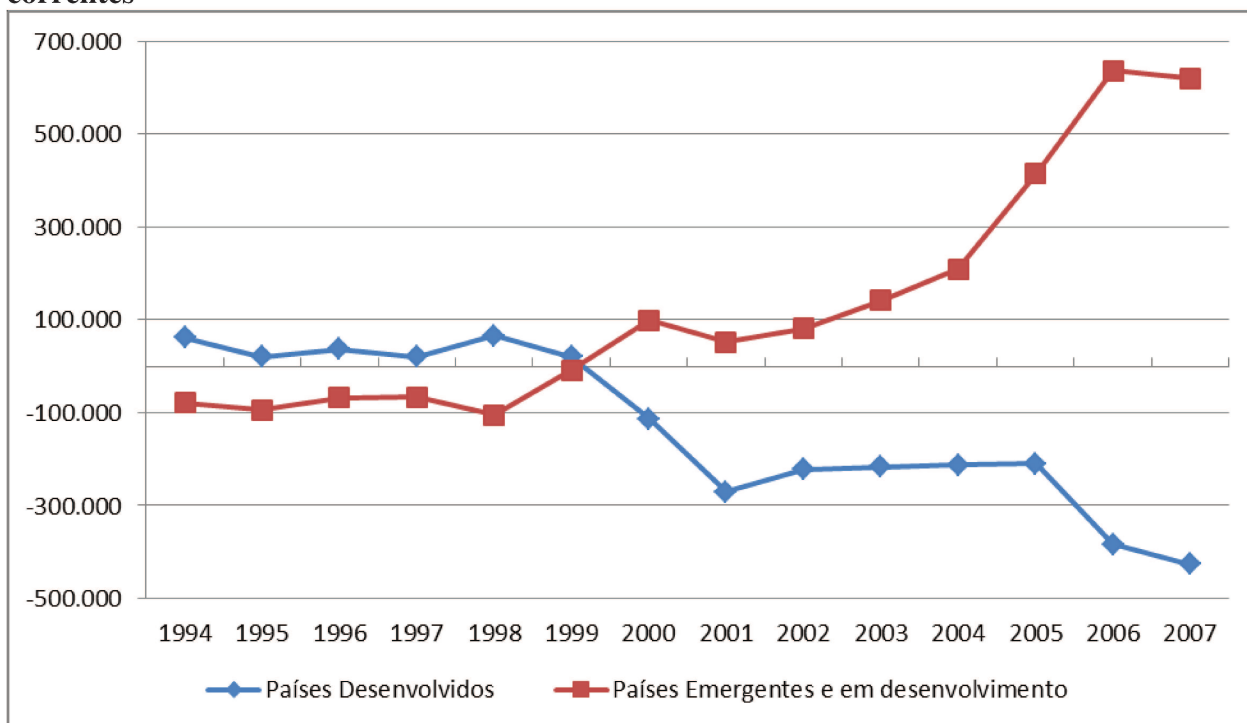
2.3 Análise das alterações nas estratégias dos países emergentes após as crises dos anos 1990

A partir de 1999, houve uma substancial alteração na relação entre credores e devedores externos (gráfico 2.6). Os países desenvolvidos, que foram tradicionalmente superavitários em transações correntes e credores externos, se tornaram, em seu conjunto, deficitários. Ao mesmo tempo, como observado por Toloui (2007), países emergentes,

⁶⁰ O argumento de que a abertura aos capitais externos foi o fator principal à entrada de capitais nos países latino-americanos será discutida a seguir.

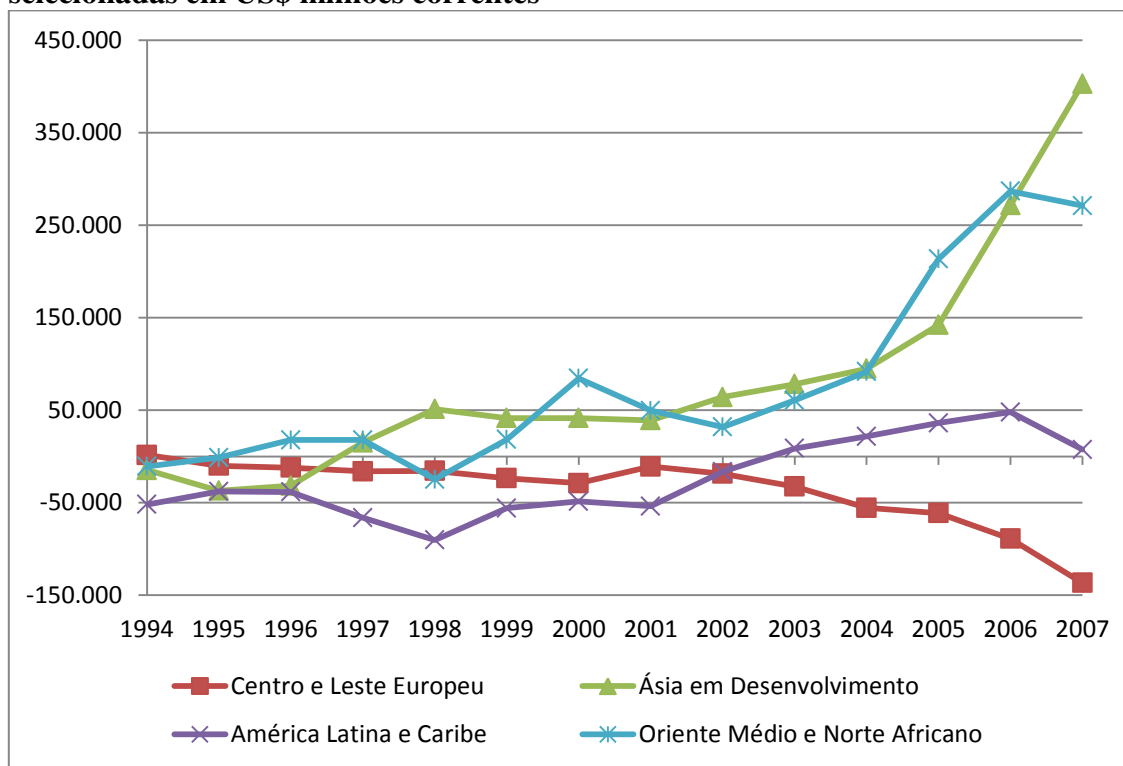
principalmente os asiáticos, mas também países exportadores de petróleo e, posteriormente, alguns países latino-americanos, passaram a obter expressivos saldos em transações correntes. Já países do centro e leste europeu ainda continuaram devedores (gráfico 2.7) e mantiveram seu crescimento com base no endividamento externo, o qual foi possibilitado pelo influxo de capitais nessa região no contexto de abertura financeira e concorrência entre os bancos europeus.

Gráfico 2.6 - Evolução da Conta Corrente do Balanço de Pagamentos em US\$ milhões correntes



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do World Economic Outlook Databases disponibilizado pelo FMI.

Gráfico 2.7 - Evolução da Conta Corrente do Balanço de Pagamentos de regiões selecionadas em US\$ milhões correntes



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do World Economic Outlook Databases disponibilizado pelo FMI.

A combinação de taxa de câmbio fixa ou de bandas cambiais com abertura financeira mostrou-se desastrosa nos anos 1990. Após os traumas com as crises dos anos 1990, os países emergentes adotaram medidas para evitar o surgimento de novas turbulências em suas economias. Um grupo de países, a exemplo de Brasil, México e Coreia do Sul, prosseguiu com o processo de abertura financeira e adotaram o seguinte regime macroeconômico, visando dar maior estabilidade às suas economias: superávit primário, metas de inflação e taxa de câmbio flutuante. Outro grupo, com destaque especial à China e Malásia, adotou e/ou manteve a combinação de gestão sobre os fluxos de capitais (ver definição e uma breve exposição sobre alternativas de utilização no quadro 2.1) e taxa de câmbio administrada. Contudo, deve-se salientar que a maior parte dos países asiáticos em desenvolvimento passou a intervir no mercado de câmbio, inclusive aqueles que em teoria estavam utilizando taxas de câmbio flutuantes⁶¹ (Prates e Cintra 2009).

⁶¹ A Coreia do Sul apesar de possuir uma moeda ainda não conversível, está classificada pelo FMI como país desenvolvido, devido ao seu rápido desenvolvimento não apenas econômico como também social desde os anos

Quadro 2.3 – Gestão Sobre Fluxos de Capitais

Gestão sobre os fluxos de capitais é entendida, com base em Epstein, Grabel e Jomo (2004a), como a complementaridade dos controles de capitais, a qual visa a intervenção no livre movimento de capitais entre os diversos países inseridos no mundo e a regulação prudencial sobre o mercado financeiro doméstico. Esta compreende a exigência de determinado padrão de adequação do capital, requisitos de informação, ou restrições nas capacidades de inovação financeira e limitações nos tipos e destinos de financiamento. Os autores constataram que atuando em conjunto, tais medidas aumentam o potencial de obterem sucesso no cumprimento dos seus objetivos. Além disso, na prática, torna-se difícil a separação entre ambas as políticas, as quais são postas em grupo buscando alcançar um conjunto diverso de objetivos. Segundo esses autores, as técnicas de gestão de capitais podem ser estáticas ou dinâmicas. As primeiras são aquelas em que as autoridades não podem provocar modificações às alterações na conjuntura. Exemplos são as restrições na conversibilidade da moeda e a determinados ramos e tipos de atividades, ou ainda permanência mínima dos investimentos estrangeiros no país. Já as técnicas de gestão dinâmicas podem ser ativadas ou modificadas conforme as circunstâncias exijam.

Seriam três as circunstâncias apontadas pelos autores que demandariam a implementação de tais medidas. A primeira se refere a mudanças no ambiente, como por exemplo, um aumento na liquidez internacional, nesse caso poderiam ser impostas taxas sobre a entrada de determinados tipos de capitais. A segunda seria na iminência de uma crise financeira, onde teria intuito de mitigar seus efeitos danosos. Por fim, objetivando evitar brechas legais, poderiam ser colocadas novas técnicas de gestão de capitais ou o aperfeiçoamento das mesmas já existentes. Jomo (2001) ainda aponta três tipos de diferenças entre os controles de capitais. A primeira seria entre taxar ou impor limites quantitativos aos capitais. A taxa seria considerada uma medida de mercado, a qual poderia incidir sobre certos tipos de capitais ou sobretaxar aplicações que ficassem aquém do mínimo estabelecido. Já o quantitativo envolveria uma participação mais ativa das autoridades, como imposição de quotas, necessidade de requerimento para autorização ou simplesmente a proibição de entrada.

A segunda diferenciação seria entre os controles de entrada e saída, os quais teriam objetivos opostos. A combinação de ambos permite maior autonomia da política monetária e cambial. Por exemplo, em momentos em que a taxa de juros interna se encontra elevada relativamente às taxas internacionais e o país não deseja a apreciação de sua moeda, poderiam ser impostos controle sobre entrada; já quando a mesma taxa se tornar relativamente baixa, o controle sobre saída poderia inibir ou até mesmo impedir a fuga de capitais. A terceira diferenciação seria a respeito de quais tipos de capitais seriam incentivados, por exemplo, o investimento externo direto teria mais facilidades em detrimento do investimento em portfólio. Quanto ao último tipo de investimento, também poderiam receber distintas taxas conforme o período de permanência no país, priorizando os capitais que permanecessem em um maior período de tempo e penalizando os de curto prazo, os quais costumemente seriam apenas para fins especulativos e acarretariam maior instabilidade externa ao país.

De modo análogo à imposição de taxas e ao controle quantitativo, Carvalho e Sicsú (2004), distinguem o controle de capitais como indiretos e administrativos. O segundo seria considerado menos eficiente, pois ocasionaria um confronto com o mercado, enquanto o primeiro permitiria uma adesão. Contudo, em momentos de crise da balança de pagamentos, os controles administrativos podem ser necessários, pois controles indiretos nessas ocasiões podem se tornar ineficazes, devido à possibilidade de não adesão dos agentes econômicos. Deste modo, deve-se salientar que os controles administrativos seriam mais aceitável no curto prazo, objetivando proteger o mercado doméstico nos momentos de crise. Enquanto os controles indiretos poderiam ser utilizados como política econômica permanente, com intuito de manter uma maior estabilidade da taxa de câmbio, dar maior autonomia às políticas econômicas domésticas, além de buscar preservar a estabilidade financeira e monetária.

Um fator preponderante para Carvalho e Sicsú (2004) seria o papel adotado do controle de capitais para a estratégia do país. Pode ser considerado como algo provisório, um mal necessário para a economia, a fim de que ela se prepare para uma maior integração financeira. Esta seria a visão compartilhada pelo FMI, onde os ganhos advindos da maior integração financeira seriam superiores aos seus riscos. Outra posição é fazer parte da estratégia econômica do país, tendo como intenção o alcance dos objetivos expostos acima.

1980, sendo assim ela não se enquadra como país asiático em desenvolvimento. Como afirmam Prates e Cunha (2009), foi justamente este país que manteve a estratégia de abertura financeira e apreciação cambial logo após a Crise Asiática de 1997. O intuito da apreciação era controlar a taxa de inflação.

De modo geral, regime de câmbio fixo ou com forte ancoragem, mostra-se inconsistente com a necessidade de haver flexibilidade para realizar ajustes na taxa de câmbio nominal a fim de compensar desajustes na taxa de câmbio real e nas diferenças dos crescimentos entre os parceiros comerciais. Além disso, uma taxa de câmbio flexível seria importante para conter os efeitos, no curto prazo, dos choques positivos ou negativos advindos dos fluxos de capitais. Entretanto, o regime flexível teria esse efeito positivo se implementado anteriormente aos choques, pois a mudança de regimes fixos para flexíveis após a ocorrência de crises não teria os mesmos efeitos de absorção dos choques (Ocampo, 2002).

Um regime de câmbio flexível não possibilita a estabilidade necessária à economia nos momentos de alta dos fluxos de capitais, tanto no que tange à manutenção de uma taxa de câmbio competitiva, quanto no incentivo aos agentes domésticos elevarem seus passivos em moeda estrangeira, dada a expectativa de apreciação da moeda local provocada pelos influxos de capitais. Deste modo, Ocampo (2002) sugere que a melhor estratégia seria a adoção de regime de câmbio flexível, mas com intervenções, a fim de proporcionar uma certa estabilidade e manter a moeda competitiva⁶². Para que essa política cambial possa ser bem sucedida em conter os efeitos dos influxos de capitais nos ciclos “*boom and burst*”, seja no que se refere ao patamar e volatilidade cambial, seja na melhor administração dos passivos externos, seria fundamental a adoção de medidas de controle sobre os fluxos de capitais.

Edwards (2011), ao analisar a experiência dos regimes cambiais dos principais países emergentes asiáticos e latino americanos, chega a conclusões semelhantes às de Ocampo (2002) no que se refere às vantagens e desvantagens dos regimes de câmbio fixos e flutuantes, embora sua predileção ao flexível seja mais notória, ainda que também admita a importância de intervenções dos bancos centrais nos mercados de câmbio. De modo resumido, suas conclusões são: i) não existe uma fórmula ideal que sirva do mesmo modo para todos os países; ii) a defesa rígida de um patamar específico da taxa de câmbio é uma experiência perigosa; iii) países com regimes mais flexíveis crescem, em média, a taxas mais aceleradas e têm maior capacidade para acomodar choques exógenos; iv) políticas fiscais e monetárias “adequadas” dissipam o risco de inflação elevada como decorrência dos regimes de câmbio flexíveis; v) a moeda pode se tornar

⁶² Uma observação importante ressaltada por Ocampo (2002) se refere ao caráter fundamental dos controles sobre os fluxos de capitais para que o regime flexível com intervenção seja bem sucedido em conter os efeitos dos influxos de capitais nos ciclos “*boom and burst*”, seja no que se refere ao patamar e volatilidade cambial, seja na melhor administração dos passivos externos

sobrepresciada mesmo em regimes flutuantes; vi) moedas sobrepresciadas exigem elevado protecionismo e se tornam insustentáveis do ponto de vista do equilíbrio externo, por outro lado, moedas sobrepresciadas acarretam pressões inflacionárias e custos de esterilização, mas podem ser sustentáveis por um maior período de tempo; vii) dolarização não é apropriada para a maioria dos sistemas monetários; viii) intervenções dos bancos centrais no mercado de câmbio são apropriadas para evitar sobreprescição da moeda; e ix) a partir dos anos 2000, ao contrário dos anos anteriores, existe uma forte relação entre a política monetária dos Estados Unidos e as taxas de câmbio dos países exportadores de *commodities*.

A respeito do terceiro ponto da conclusão, deve-se ter o cuidado especial ao se comparar o desempenho dos países de acordo com os regimes cambiais adotados. Conforme estudo de Calvo e Reinhart (2002), a forte intervenção dos bancos centrais nos mercados de câmbio tornou difícil a separação prática entre regimes cambiais fixos e flutuantes. Isso decorre, segundo esses autores, do temor dos países emergentes à flutuação de suas moedas, o que os autores denominaram como “*fear of floating*”. Sobre as experiências dos países emergentes após a adesão ao regime de câmbio flutuante, e em especial os asiáticos, os autores destacam:

“While these episodes provide anecdotal evidence that countries may be reluctant to allow their currencies to float, the systematic evidence presented in this paper suggests that the fear of floating phenomenon is, indeed, widespread and cuts across regions and levels of development. Fear of floating - or more generally, fear of large currency swings - is pervasive for a variety of reasons, particularly among emerging market countries. The supposedly disappearing middle account makes up the predominant share of country practices (Calvo e Reinhart, 2002, p. 26).

Eichengreen e Razo-Garcia (2011) reforçam a questão de que se deve ter especial atenção ao se analisar os resultados dos regimes cambiais. Isso decorre das divergências entre os regimes cambiais *de jure* e os *de facto*. Ou seja, há uma discrepância entre o que é formalmente classificado e o que de fato é praticado. Além desse cuidado, os autores apontam que não existe consenso na literatura até mesmo ao se classificar os regimes cambiais *de facto* praticadas pelos países. Essa divergência é mais acentuada para os países financeiramente abertos, com mercados financeiros mais avançados e baixos níveis de reserva. As classificações de *jure* são outro fator para ampliação das divergências, sendo maiores nos regimes de taxa de câmbio flexíveis e os

intermediários. Deve-se destacar que mesmo controlando os fatores anteriores, as maiores divergências na classificação dos regimes de facto ocorrem nos países emergentes.

A partir das entrevistas realizadas pelo Bank of International Settlement (BIS) junto aos bancos centrais de 23 países emergentes, disponível em Mihalijek (2005), compreende-se que para a maior parte dos entrevistados a estabilidade da taxa de câmbio seria a meta principal da intervenção cambial, objetivando em primeiro lugar a estabilidade dos preços. Alguns bancos centrais também perseguem metas para evitar desalinhamentos cambiais e elevar as reservas cambiais. Em relação aos objetivos de estabilidade e patamar cambial, o primeiro não apenas foi priorizado pela maior parte dos bancos centrais, como também os efeitos das políticas de intervenção cambial para atingir tais objetivos foram avaliados como mais eficazes por um grupo maior de países, tal como pode ser observado nos comentários de Mihalijek (2005, p. 85):

“Regarding the effectiveness of interventions in meeting different objectives, 12 out of 16 central banks that intervened to calm disorderly markets viewed their intervention as mostly effective, while four viewed it as sometimes effective (Table 3, last column). In contrast, only half of the central banks that intervened to correct misalignment or to stabilise the exchange rate at a desired level (or rate of change) indicated that this type of intervention was effective most of the time. Among those that viewed this type of intervention as effective, two out of six (Hong Kong SAR and Malaysia) operate - not surprisingly - a fixed exchange rate regime”.

Prates (2007a) argumenta que parte da explicação do resultado dessa pesquisa deve-se justamente à prioridade dada pelas autoridades monetárias à demanda por liquidez nos mercados de câmbio. Nesse sentido, seria de se esperar que as metas priorizadas pelos bancos centrais fossem as mais alcançadas. Além do mais, conforme argumenta Ocampo (2002), para que a intervenção cambial seja efetiva, ela deve abranger medidas de gestão sobre os fluxos de capitais na sua forma ampla. Como sublinha esta autora, os controles de capitais foram predominantemente utilizados pelos países asiáticos, já a regulamentação prudencial, que é a outra vertente da gestão, foi utilizada de forma mais ampla, inclusive pelos países latino-americanos⁶³.

⁶³ A seguir se discutirá com maiores detalhes a importância da gestão sobre os fluxos de capitais.

Já no que tange ao aumento das reservas internacionais, são percebidos como eficazes à sustentabilidade do endividamento externo - 12 dos 16 bancos centrais consideram um impacto significativo e 4, que teriam algum impacto - e para o *rating* crédito soberano, este para a maior parcela das respostas teria um efeito mais moderado. Tais posições dos bancos centrais corroboram o argumento de que a elevação das reservas internacionais não se deve apenas ao objetivo de estabilizar a taxa de câmbio, mas também à estratégia precaucional adotada pelos países emergentes após as crises vividas por eles nos anos 1990 e início dos 2000. A seguinte passagem extraída de Aizenman, Lee, e Rhee (2004, p. 4) sintetiza esse argumento:

“The recent financial crises afflicting countries with limited access to international borrowing, suggest another aspect of international reserves – namely, they serve as an asset affecting the developing country’s exposure to sovereign risk and costly adjustment. These considerations suggest that international reserves may be viewed as a form of precautionary saving for economies with conditional access to global capital markets and costly domestic tax collection”.

Aizenman e Riera-Crichton (2006) encontraram a partir de testes empíricos uma relação positiva entre aumento das reservas internacionais e a redução na volatilidade cambial decorrente de choques dos termos de troca. Esses efeitos foram especialmente sensíveis aos países asiáticos em desenvolvimento e aos exportadores de *commodities*⁶⁴. Já Aizenman e Lee (2006) não encontram evidências empíricas sobre a relação do aumento das reservas com o motivo mercantilista⁶⁵. Ou seja, segundo os autores a depreciação da moeda não foi buscada por intermédio da elevação das reservas internacionais e do consequente aumento da base monetária, já que parcela importante das reservas foi esterilizada.

Aizenman (2006) reforça os estudos anteriores e conclui que para os países emergentes, e não para os países membros da OCDE, a política de elevação das reservas contribui com a gestão macroeconômica em momentos de turbulência no balanço de pagamentos provocados por choques externos e possibilita ajustes mais suaves na conta de transações

⁶⁴ Os resultados se mantiveram válidos mesmo quando se controlou por regimes cambiais e pelas composições dos fluxos de capitais.

⁶⁵ Motivo mercantilista se refere à estratégia de acumular reservas e com isso aumentar a base monetária da economia com intuito de depreciar a moeda em termos reais e assim contribuir com o objetivo de desenvolvimento baseado nas exportações (Dooley, Folkerts-Landau e Garber, 2004; Aizenman e Lee, 2006).

correntes. A respeito do motivo mercantilista, observou-se significância nos testes de variáveis associadas a esse motivo, tais como o crescimento das exportações defasadas e o desvio da taxa de câmbio nominal da paridade do poder de compra, todavia, a importância econômica dessas variáveis para o aumento das reservas foi estatisticamente próxima de zero.

Outra observação importante é que os resultados encontrados foram mais significativos não apenas nos países intensivos em exportações de *commodities*, mas também nos países financeiramente menos desenvolvidos. Como visto no capítulo anterior, o menor desenvolvimento financeiro dos países emergentes é uma característica da assimetria financeira dos países emergentes e contribui para o maior impacto a esses países, ocasionados pela volatilidade dos fluxos de capitais. Destarte, o elevado volume de reservas, seria uma forma de atenuar as instabilidades dos balanços de pagamentos nos países em desenvolvimento.

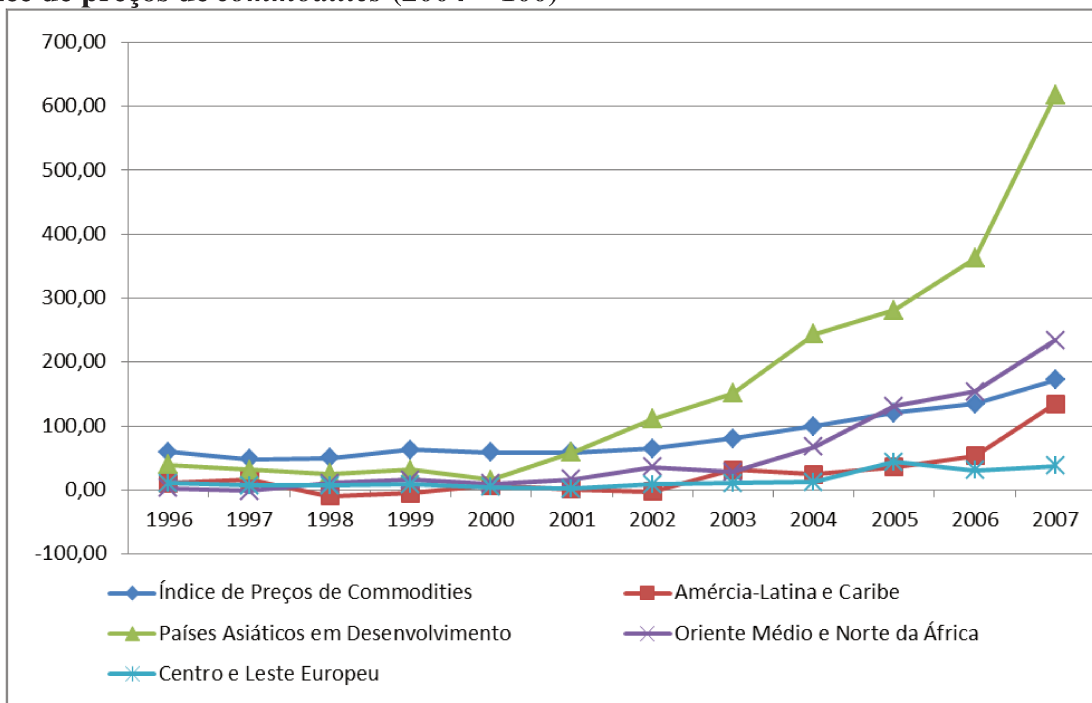
Embora os testes empíricos dos trabalhos anteriormente citados tenham indicado pouca ou nula significância para o aumento das reservas pelo motivo mercantilista, isso não significa que a elevação das reservas não tenha por objetivo também manter a competitividade externa. Aizenman (2007) aborda essa questão e aponta o menor custo de esterilização das reservas na China como uma vantagem competitiva em relação aos seus principais concorrentes. O mecanismo funciona da seguinte maneira: a China consegue manter sua moeda desvalorizada apesar dos elevados superávits em transações correntes e fluxos de capitais ingressantes no país ao adquirir o excedente de divisas e mantê-lo na forma de reservas internacionais. Países com custos mais elevados de esterilização têm maiores dificuldades em acompanhar o ritmo de crescimento das reservas chinesas e com isso pode ocorrer o fato de suas moedas se valorizarem relativamente à moeda chinesa. A vitória na “guerra de reservas” pode ainda induzir os países concorrentes, Japão e Coreia do Sul, a investirem na China a fim de minimizar suas perdas decorrentes de tal “guerra”.

Esse comportamento de esterilização das reservas seria o fator a fazer com que as variáveis utilizadas para indicar o motivo mercantilista para se acumular reservas apontasse insignificância estatística nos testes econométricos. Ou seja, não se pode afirmar a partir dos trabalhos empíricos supracitados que a elevação das reservas não tenha sido motivada para aumentar a competitividade dos países via depreciação/desvalorização da moeda, mas apenas que o mecanismo adotado não segue a explicação mercantilista de aumento da base monetária apregoado por Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2004).

Como pode ser observado no gráfico 2.8, a Ásia em Desenvolvimento já apresentava crescimento acelerado das reservas em 2001. Os países latino-americanos, por sua vez, conseguiram adotar a estratégia de acumulação de reservas internacionais de forma mais agressiva apenas a partir de 2003. De acordo com IMF (2006), a melhora dos termos de intercâmbio decorrentes da elevação dos preços das *commodities* foi um fator essencial para o surgimento de saldos positivos em transações correntes dessa região, o que se tornou um importante fator para as autoridades monetárias poderem adquirir divisas e com isso aumentar o “seu colchão de liquidez”. Uma análise semelhante também pode ser feita ao conjunto de países que caracterizam o Oriente Médio e o Norte da África. Beneficiados pelo aumento dos preços dos combustíveis fósseis, o conjunto de tais países viu crescer constantemente suas reservas desde 2001 e de forma mais acentuada a partir de 2003. Já os países do centro e leste europeu, único grupo a não obter superávit em transações correntes no período, conseguiram obter crescimento mais moderado de suas reservas a partir de 2003, mantendo uma média de crescimento inferior aos países latino-americanos (gráfico 2.8 e 2.9)⁶⁶.

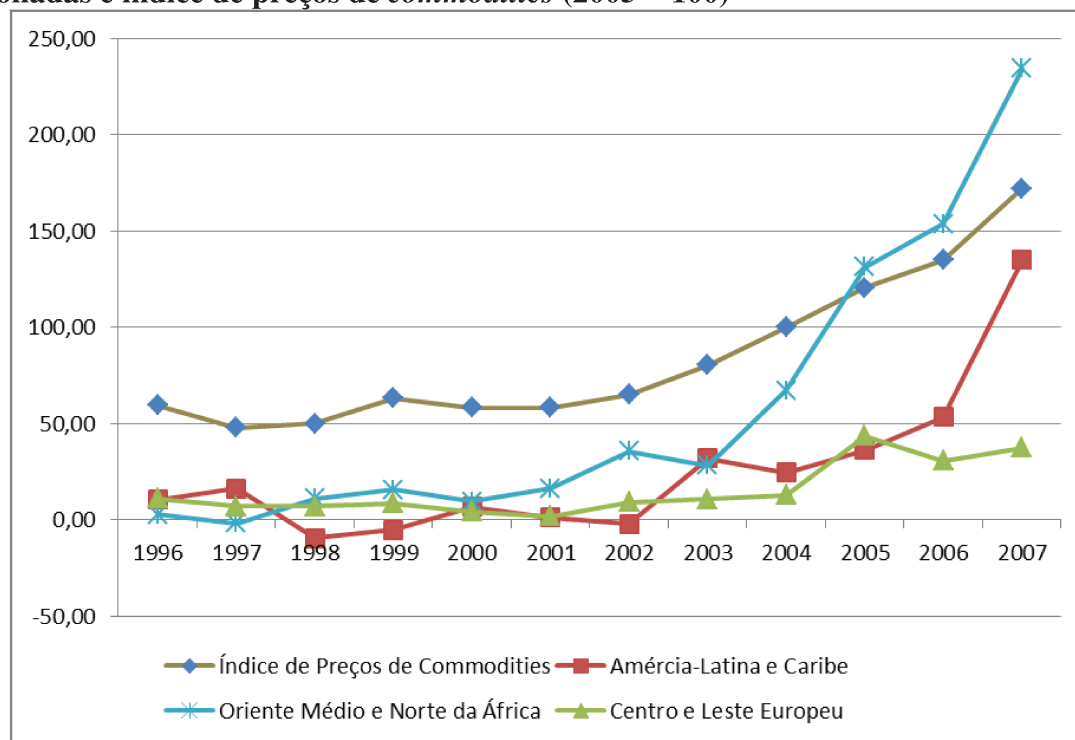
⁶⁶ O gráfico 4 não inclui a Ásia em Desenvolvimento para permitir uma melhor observação das evoluções das reservas das demais regiões.

Gráfico 2.8 - Variação das reservas internacionais, em US\$ bilhões, de regiões selecionadas e índice de preços de *commodities* (2004 = 100)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do World Economic Outlook Databases disponibilizado pelo FMI.

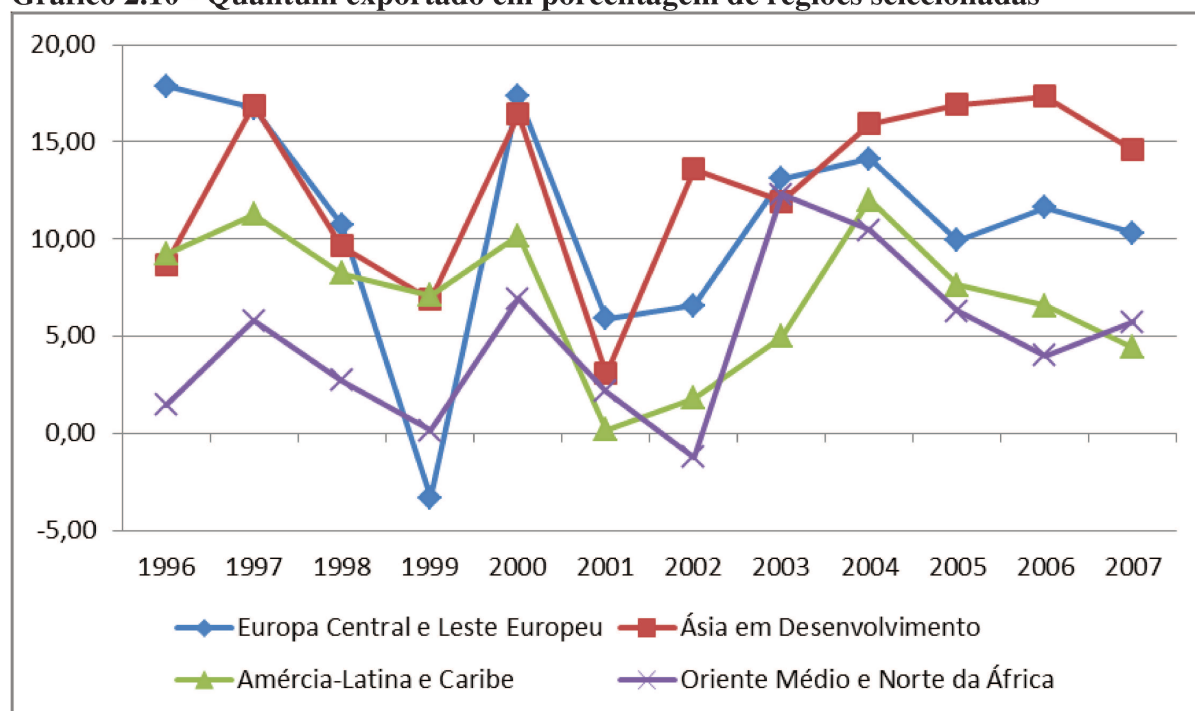
Gráfico 2.9 - Variação das reservas internacionais, em US\$ bilhões correntes, de regiões selecionadas e índice de preços de *commodities* (2005 = 100)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do World Economic Outlook Databases disponibilizado pelo FMI.

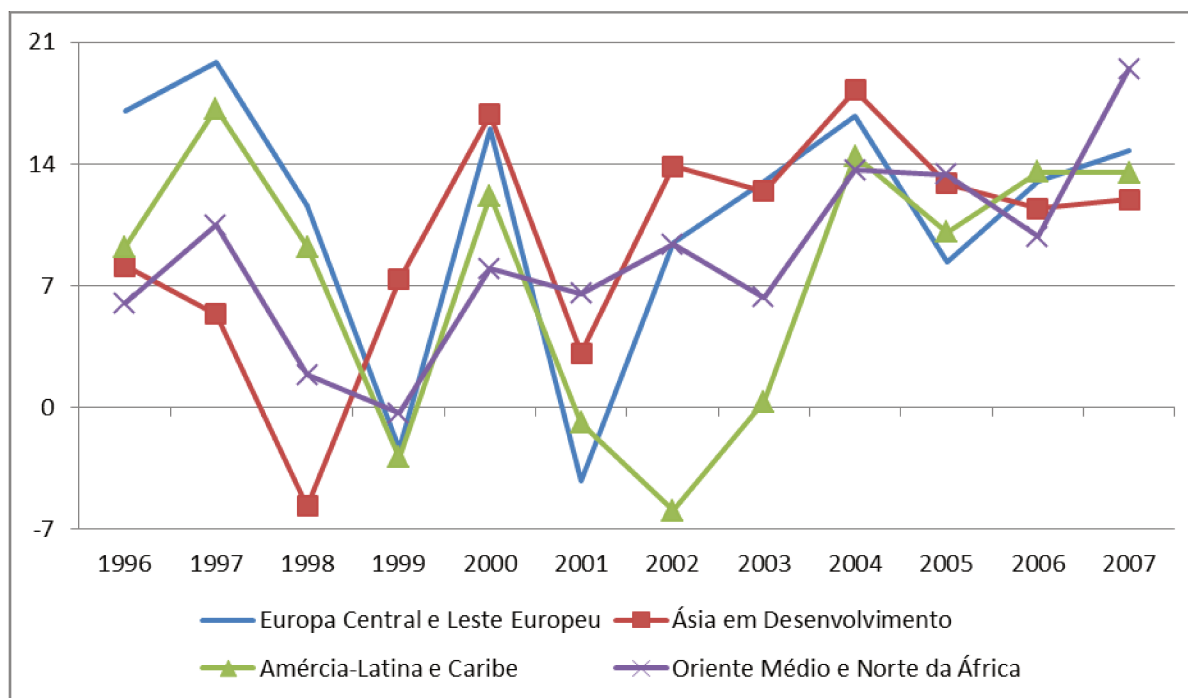
Uma análise mais atenta dos motivos que possibilitaram a dinâmica de elevação dos superávits em transações correntes pode ser feita com base na evolução do quantum exportado e importado e dos termos de trocas de bens e serviços. A única região que teve um crescimento do quantum exportado acima do importado foi a Ásia em Desenvolvimento. Todavia, tanto a América Latina e Caribe, quanto o Oriente Médio e Norte da África, tiveram uma elevação dos seus termos de troca, enquanto o grupo Europa Central e Leste Europeu teve uma queda dos mesmos. Importante observar que o volume das exportações desta última região apresentou taxas aceleradas de crescimento devido às importações de certos países do Euro, com destaque à Alemanha, porém tal crescimento se mostrou insuficiente, pois suas importações cresceram em um ritmo acelerado. Conclui-se então, que o diferencial no desempenho do comércio internacional entre essas três últimas regiões foi os termos de troca e não o quantum exportado/importado (gráfico 2.10 e 2.11 e tabela 2.1).

Gráfico 2.10 - Quantum exportado em porcentagem de regiões selecionadas



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do World Economic Outlook Databases disponibilizado pelo FMI.

Gráfico 2.11 - Quantum importado em porcentagem de regiões selecionadas



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do World Economic Outlook Databases disponibilizado pelo FMI.

Tabela 2.1 – Média das variações percentuais do volume das importações e das exportações e dos termos de troca de bens e serviços de regiões selecionadas

Descrição	Europa Central e Leste Europeu	Ásia em Desenvolvimento	América-Latina e Caribe	Oriente Médio e Norte da África	Período
Importações	11.10	9.65	7.49	8.70	1996-2007
Exportações	10.91	12.66	6.97	4.73	1996-2007
Termos de troca	-0.32	-0.76	1.11	7.23	1996-2007
Importações	12.54	13.46	7.65	11.98	2002/2007
Exportações	10.95	15.05	6.23	6.26	2002/2007
Termos de troca	-0.23	0.17	2.98	7.44	2002/2007

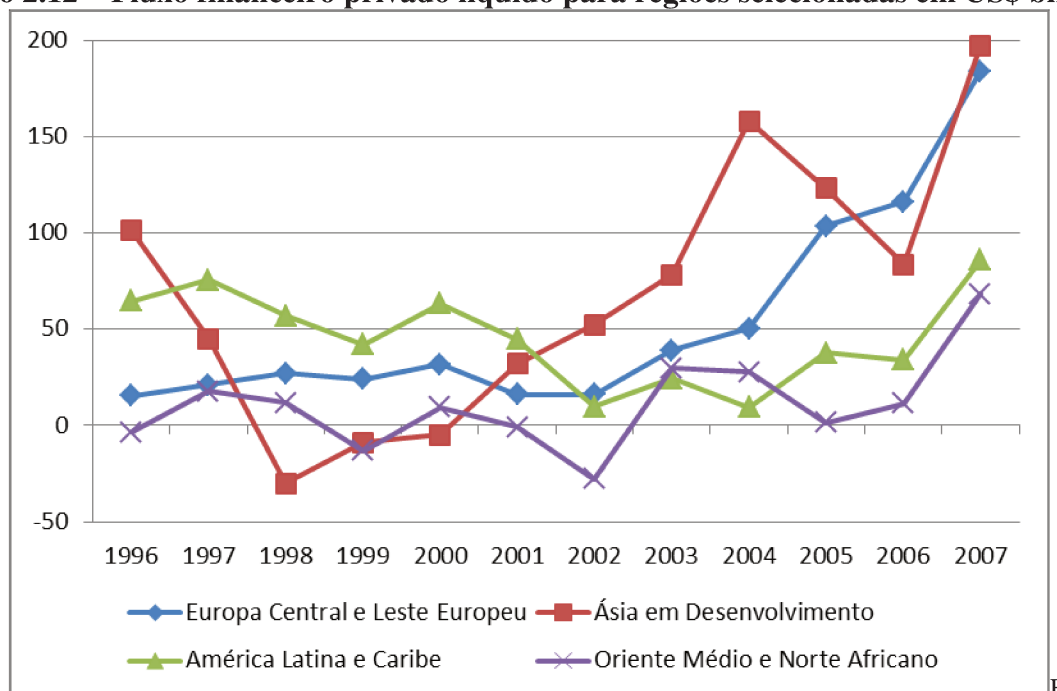
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do World Economic Outlook Databases disponibilizado pelo FMI.

Outro fator fundamental para elevação das reservas foram os ingressos de capitais direcionados a essas regiões. Com base na gráfico 2.12 pode-se observar dois períodos distintos. O primeiro período ocorreu entre 1997 e 2001, quando a região da América Latina e Caribe absorveu a maior parcela dos fluxos financeiros privados. A Ásia em Desenvolvimento se manteve atrás até mesmo do Oriente Médio e Norte da África entre 1998 e 2001. A partir deste

ano, a Ásia em Desenvolvimento passou a apresentar os maiores patamares dos fluxos financeiros privados. No ano seguinte, em 2002, a região do Centro e Leste Europeu ultrapassou a América Latina e Caribe, sendo que até 2007 a diferença entre as regiões cresceu significativamente.

Fazendo uma comparação com os dados do gráfico 2.7, nota-se que entre 2002 e 2007, as regiões analisadas, com exceção do Centro e Leste Europeu, combinaram superávits em transações correntes com fluxo positivo líquido de capitais privados. De um lado, isso ratifica a inexistência de uma relação direta entre déficit em transações correntes e ingresso líquido de capitais, tal como os que defendem a tese da poupança externa e dos *saving gluts*⁶⁷. De outro, corrobora o argumento de que não somente os saldos em transações correntes foram os responsáveis pelo aumento das reservas nessas regiões. Ao mesmo tempo, confirma a pior dinâmica externa do Centro e Leste Europeu, pois mesmo recebendo um volume líquido de capitais externo significativamente maior que as regiões da América Latina e Caribe e do Oriente Médio e Norte Africano, as reservas internacionais da primeira região foram as que tiveram o menor ritmo de crescimento.

Gráfico 2.12 – Fluxo financeiro privado líquido para regiões selecionadas em US\$ bilhões

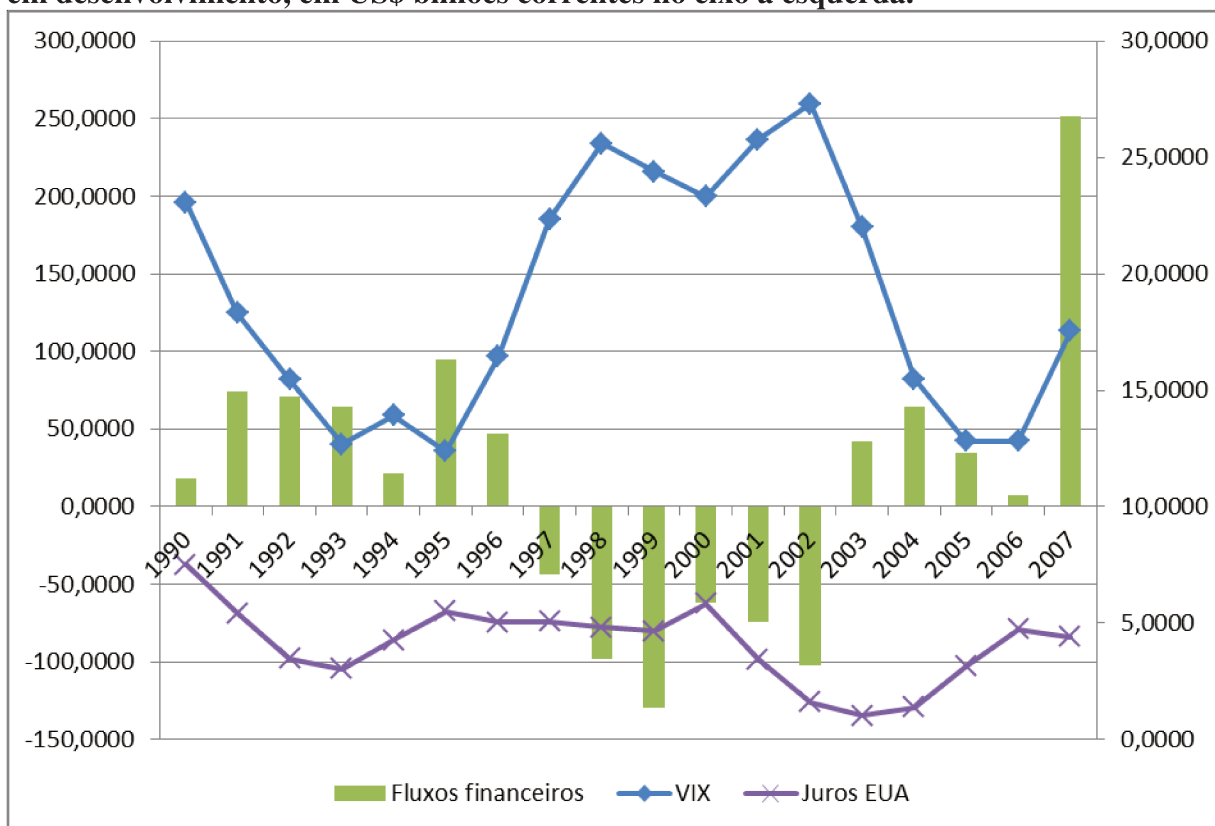


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do World Economic Outlook Databases disponibilizado pelo FMI.

⁶⁷ Essa questão será retomada na próxima seção.

A forte entrada de recursos financeiros para o Centro e Leste Europeu, mesmo que essa região apresente os piores indicadores de vulnerabilidade interna e externa, evidencia que esses tipos de fatores não são os mais determinantes para esses fluxos ingressarem nos países. Além disso, a semelhança no movimento dos fluxos de capitais às regiões selecionadas reforçam os indícios observados na seção anterior de que fatores externos são determinantes fundamentais. O gráfico 2.13 reforça esse argumento. Nele pode-se observar que, tanto a variável VIX, quanto a taxa de juros dos títulos públicos dos Estados Unidos de três meses, apresentam uma relação inversa com os fluxos de capitais, tal como observado sem o IED e até 2002 no gráfico 2.1. A primeira variável parece influenciar ainda mais o comportamento dos fluxos financeiros aos países em desenvolvimento também após 2002.

Gráfico 2.13: Comparação entre o desempenho da variável VIX, da taxa de juros estadunidense, ambas no eixo a direita em valores unitários, e do fluxo financeiro aos países em desenvolvimento, em US\$ bilhões correntes no eixo à esquerda.



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do IFS/IMF e Chicago Board Exchange Rate.

Não obstante a estratégia de elevação de reservas seja uma ferramenta importante na gestão da taxa de câmbio e da liquidez externa, ela pode representar custos fiscais significativos aos países. Esses são advindos das diferenças entre as taxas de juros pagas nas emissões de títulos públicos necessárias para esterilizar a entrada de moeda (divisas) na economia e os ganhos com aplicações em títulos do tesouro americano, nos quais são aplicadas as reservas internacionais pela sua altíssima liquidez. Como argumentam Aizenman (2007), Toloui (2007), Caballero, Calderón e Céspedes (2007), Rodrik (2006) entre outros, essa medida resulta em pesados custos fiscais, podendo tornar difícil sua manutenção por um período de tempo muito longo caso os volumes acumulados sejam crescentes.

As vantagens e desvantagens das manutenções de elevadas quantidades de reservas internacionais incitou um amplo debate sobre qual seria o seu nível ótimo. Um indicador largamente utilizado pela literatura é o Guidotti-Greenspan-IMF, de acordo com ele, um país deve manter o nível de reservas internacionais equivalente ao total de endividamento de curto prazo. Bussière e Mulder (1999) por meio de testes econométricos chegam à conclusão de que esse é um bom indicador quando objetiva-se evitar crises, mais importante inclusive do que o comportamento da conta de transações correntes. Rodrik e Velasco (2000) estimam que um país que siga essa regra reduz em 10% ao ano a chance de ocorrência de crises. Mais recentemente, Jeanne e Rancière (2009) atualizam o indicador e encontram que uma relação ótima de reservas seria de 91% do endividamento externo de curto prazo ou 9,1% do PIB. Ambos os valores eram inferiores ao praticado por diversos países em desenvolvimento, especialmente os asiáticos, na década de 2000.

Com o objetivo de se obter receitas mais elevadas nos investimentos externos, e com isso, encontrar alternativas às reservas internacionais, tem sido crescente o acúmulo de ativos por meio de Fundos Soberanos (Toloui, 2007). Esta alternativa vem sendo progressivamente utilizada não apenas por fundos cujos recursos são provenientes do petróleo, como também de fundos não *commodities*.

De acordo com Ferrell e Lund (2007), os destinos desses fundos têm como principal característica os investimentos em infraestrutura e outros setores produtivos, sendo que os países em desenvolvimento recebem parte significativa desses investimentos. Nesse sentido, há uma importante mudança na composição dos ativos em relação às reservas internacionais, já que estas são tradicionalmente alocadas majoritariamente em títulos públicos dos Estados Unidos. Essa

composição possibilita maiores retornos dos ativos externos, o que acarretaria menores custos fiscais, mas em contrapartida, os ativos não proporcionariam a mesma liquidez do que os títulos públicos estadunidenses (ver quadro 3 para maiores detalhes sobre as características e dados sobre a evolução recente dos fundos soberanos).

Dada a menor liquidez dos ativos investidos pelos fundos soberanos, seria interessante que o investimento direto externo (IDE) representasse uma parcela elevada dos fluxos líquidos de capitais privados. Como demonstram empiricamente Aizenman e Glick (2010), as reservas internacionais aplicadas em títulos públicos dos Estados Unidos são as mais adequadas para reduzir a probabilidade de reversões súbitas dos fluxos de capitais e fornecer liquidez quando isso ocorrer. Assim sendo, para que um país possa elevar a parcela de divisas alocadas em fundos soberanos, seria importante que a maior parte dos fluxos de capitais ingressantes não fosse composta por capitais de curto prazo.

Embora a financeirização da economia tenha alterado sua dinâmica, conferindo-lhe uma lógica crescentemente especulativa e um comportamento essencialmente volátil, o IDE apresentou quedas menos bruscas que os demais componentes da conta financeira do balanço de pagamentos nos países emergentes e em desenvolvimento no período até aqui analisado (gráfico 2.14). Ao confrontar os gráficos 2.12 e 2.15, nota-se que existe uma estreita correspondência entre IDE e os fluxos financeiros privados para quatro das três regiões observadas, o que em uma análise superficial viabilizaria a maior utilização de fundos soberanos. A exceção mais uma vez ficou por conta da região do Centro e Leste Europeu, a qual obteve um menor IDE líquido em relação à região da América Latina e Caribe, o que resulta em uma parcela significativamente menor no total do investimento privado.

Quadro 2.4 - Fundo Soberano

Segundo Cagnin *et al.* (2008), os fundos soberanos poderiam ser classificados em três formas conceituais diferentes, devido às diferenças na captação e destinação dos recursos. Os fundos de estabilização e os de poupança (*saving funds*) seriam utilizados por economias mais afetadas pelas instabilidades nos preços das *commodities*, o primeiro fundo teria como objetivo dar maior estabilidade ao orçamento público e à taxa de câmbio e auxiliar na regulação da liquidez doméstica, já o segundo propiciaria uma maior transferência intergeracional de recursos. O outro tipo de fundo seria o fundo de riqueza soberano, sendo o principal fundo dos países do Sudeste Asiático, os quais apresentam grandes superávits em transações correntes. Esse fundo tem como meta encontrar aplicações mais rentáveis do que as tradicionais reservas internacionais, além de diversificar os riscos. Porém, não pode deixar de ser levado em conta que os investimentos em setores produtivos, infraestrutura e recursos energéticos em outros países representam um aspecto estratégico para os países detentores dos fundos de riqueza soberana, como é o caso em especial da China, com crescentes investimentos na África e América Latina por meio de seu fundo soberano.

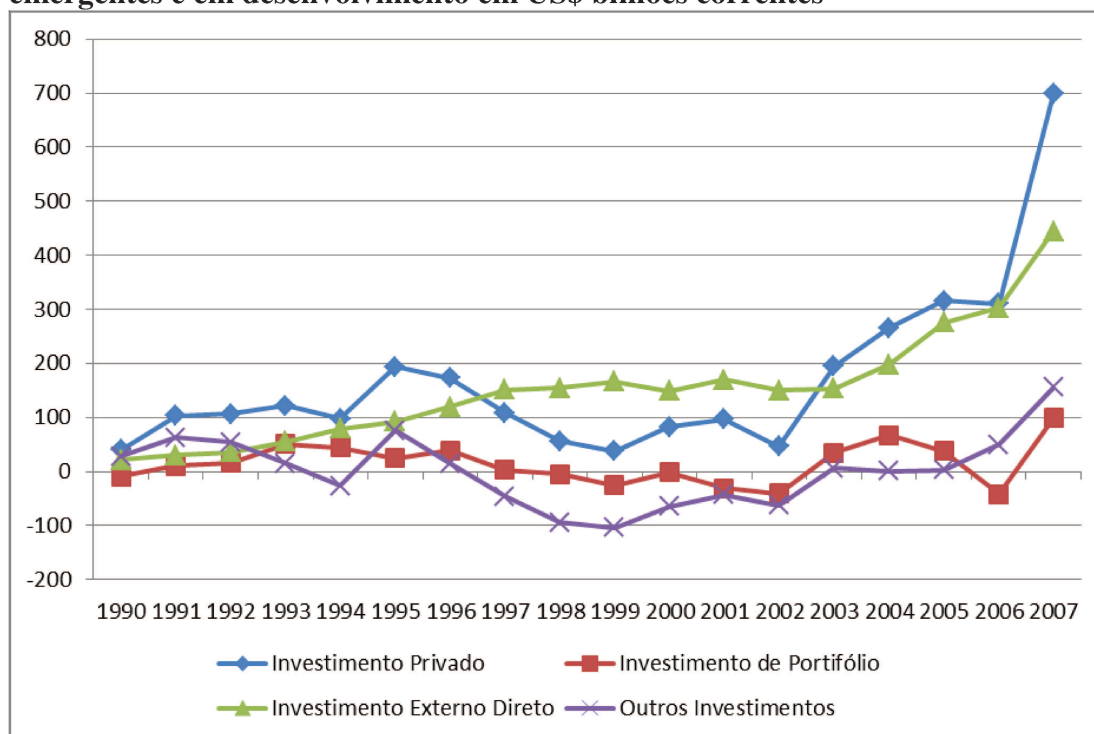
Sun e Hesse (2009) definem os fundos de riqueza soberana como fundos de investimento para fins especiais ou arranjos de propriedade do governo central. Os recursos dos fundos seriam obtidos por meio de superávits nos balanços de pagamentos, operações oficiais em moeda estrangeira, privatizações, superávits primários e/ou receitas provenientes das exportações de *commodities*. O IMF (2008) apresenta 5 classificações para fundos soberanos: a) fundos de estabilização, objetivando proteger a economia contra oscilações dos preços das *commodities*; b) fundos de poupança, para garantir recursos às gerações futuras dos países exportadores de recursos naturais não renováveis; c) Fundos de investimento para conseguir retornos mais elevados do que as reservas tradicionais; d) Fundos de desenvolvimento, cujos recursos seriam alocados para projetos socioeconômicos prioritários; e e) Fundos de reserva para aposentadoria, constituído para mitigar os custos fiscais das aposentadorias futuras. Para U.S. Department of the Treasury (2007), esses fundos seriam divididos entre o fundo *commodity*, cujos recursos seriam provenientes de taxas cobradas sobre exportações de *commodities*, e o não-*commodity*, cujos recursos seriam provenientes do acúmulo de reservas decorrentes dos saldos em transações correntes, obtidos com exportações de bens manufaturados. Já OCDE (2007) adota uma definição mais abrangente, em que os fundos soberanos seriam ativos (maior parte no estrangeiro) de propriedade dos Estados e atenderiam diferentes objetivos nacionais e cujos recursos seriam provenientes das reservas internacionais já existentes, das exportações de recursos naturais escassos e da arrecadação tributária.

Johnson (2007) ressalta que os fundos soberanos existem pelo menos desde 1950, contudo o volume de recursos disponibilizados por esses fundos teria saltado de algo em torno de US\$ 500 bilhões em 1990 para aproximadamente US\$ 3 trilhões em 2007. Essa significativa elevação dos ativos retidos pelos fundos soberanos fez com o autor estimasse seu aumento para US\$ 10 trilhões em 2012. Também de modo otimista, Morgan Stanley (2007) estimara que tais fundos iriam alcançar um nível semelhante ao das reservas internacionais por volta de 2015. No mesmo ano, o total de volume nesses fundos seria em torno de US\$ 12 trilhões. Embora a riqueza mantida por esses fundos tenha crescido desde 2007, não se deu no ritmo esperado por esses autores. Segundo dados do Sovereign Wealth Fund Institute, o total de ativos saiu de US\$3,625 trilhões em 2007 para US\$ 5,368 trilhões em março de 2013.

Além do crescimento do número de fundos soberanos, a composição dos maiores fundos também se alterou ao longo dos anos 2000. Países exportadores de petróleo são tradicionalmente os maiores detentores de fundos soberanos, porém houve um aumento dos fundos soberanos por parte dos países asiáticos não exportadores de petróleo. Atualmente, 40% dos ativos totais se encontra na posse de fundos não relacionados com petróleo e gás. Em termos de dispersão regional, Ásia detém 38%, Oriente Médio 37% e Europa 18%. O maior fundo de riqueza soberana é norueguês, denominado como Government Pension Fund – Global e que possuía em março de 2013 US\$ 715,9 bilhões, o segundo se encontra no Emirado Árabes Unidos, o Abu Dhabi Investment Authority, o qual detinha no mesmo período US\$ 627 bilhões. Ambos têm como origem de recursos o petróleo, já o terceiro e quinto são chineses e são caracterizados como fundos não *commodities*. Somando os ativos dos fundos chineses, SAFE Investment Company e China Investment Corporate, tem-se o total de US\$ 1.049,9 bilhões, ou seja, os chineses detém o maior volume de ativos por meio de fundos soberanos⁶⁸.

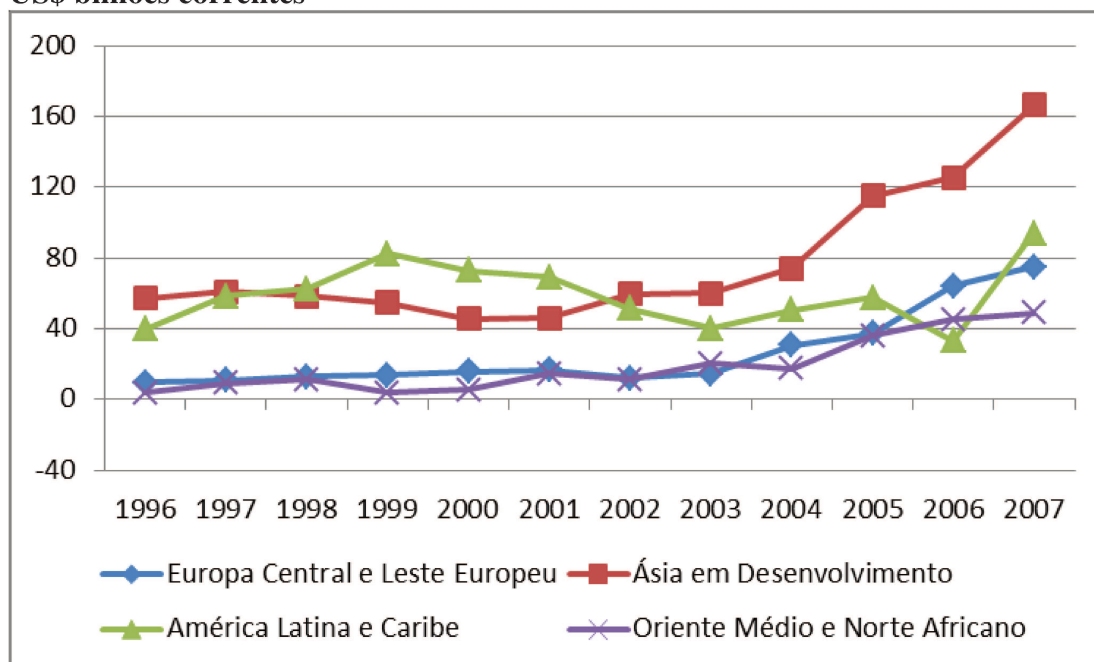
⁶⁸ Os dados foram retirados Sovereign Wealth Fund Institute. Disponível em <http://www.swfinstitute.org>.

Gráfico 2.14 – Fluxos financeiros privados e suas diferentes composições para os países emergentes e em desenvolvimento em US\$ bilhões correntes



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do World Economic Outlook Databases disponibilizado pelo FMI.

Gráfico 2.15 – Investimento direto externo líquido privado para regiões selecionadas em US\$ bilhões correntes



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do World Economic Outlook Databases disponibilizado pelo FMI.

Diferentemente de outros autores, Rodrik (2006) não tem como preocupação principal encontrar fontes mais rentáveis para o elevado acúmulo de reservas internacionais. Segundo este autor, uma melhor estratégia seria combiná-las com medidas que visassem reduzir a exposição a débitos externos de curto prazo. Destarte, o foco na análise não deveria se limitar ao nível ótimo de reservas como única alternativa para prover liquidez e reduzir as probabilidades de ocorrência de crises. Mesmo para estratégias que visassem evitar a apreciação da moeda por meio do aumento das reservas, não haveria necessidade de um acúmulo tão elevado caso fossem adotadas medidas de controle sobre os fluxos da conta financeira, nas palavras de Rodrik (2006, p. 3 e 4):

“Finally, it is worth pointing out that even when the underlying motive is one of competitiveness, reserve accumulation becomes the necessary consequence only when governments are unable or unwilling to stem the tide of capital inflows. Otherwise, governments could restrain capital inflows and prevent the appreciation of the currency more directly. From this perspective too, there is a tradeoff between financial globalization and avoiding the cost of high levels of reserves. Holding high reserves is the price to be paid for not managing the capital account more actively.”

Aizenman, Lee e Sushko (2010) vão ao encontro de Rodrik (2006) e apontam os fluxos financeiros como os principais (não únicos) causadores da pressão nos mercados de câmbio dos países emergentes. Os fluxos de capitais de curtíssimo prazo seriam especialmente importantes à estratégia de elevação das reservas internacionais, consideravelmente mais significativos do que os fluxos comerciais. Mais especificamente: “(...) *during the Great Moderation period, the effect of a one standard deviation increase in the combined hot money variables on international reserves is more than twice as large as the effect of a one standard deviation increase in trade balance (3.7% versus 1.6%)*” (Aizenman, Sushko e Lee, 2010, p. 3).

Na mesma linha, Frenkel e Ros (2006), Demir (2008), Bhalla (2007); Bleker (2007), Prasad, Rajan, e Subramanian (2007), Rodrik (2007), entre outros, apontam por meio de testes empíricos que os fluxos de capitais são os principais fatores para pressionar as apreciações das moedas locais. Esses estudos vão ao encontro do comentado na seção anterior sobre a taxa de câmbio, a qual passa a ter no sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo os fluxos de capitais como fator determinante para seu comportamento. Deste modo, tal como

defendido por Rodrik (2006), a adoção das técnicas de gestão sobre esses fluxos permite que se iniba o ingresso de capitais de curto prazo e, com isso, se reduzam as necessidades de manter níveis de reservas internacionais demasiadamente elevados.

A experiência de países emergentes nos 1990 com as técnicas de gestão sobre os fluxos de capitais corrobora o argumento para sua implementação. Epstein, Grabel e Jomo (2004) concluem que nos sete países estudados – Chile, China, Colômbia, Índia, Malásia, Singapura e Taiwan - que aplicaram as técnicas de gestão, os *policymakers* conseguiram, de modo geral, alcançar os objetivos macroeconômicos almejados, quais sejam: i) elevação da maturidade dos fluxos e prevenção contra problemas de descasamento de moedas; ii) atração de formas de investimento externo mais benéficas; iii) redução da fragilidade financeira, do risco de crise cambial e de pressões especulativas na economia; iv) isolamento do contágio de crises financeiras; e v) autonomia para política econômica e social.

Epstein, Grabel e Jomo (2004) apontam alguns fatores como importantes para elevar a eficácia da gestão sobre os fluxos de capitais. Entre eles pode se destacar a presença bons fundamentos macroeconômicos, os quais seriam ainda melhorados pelas técnicas de gestão. Também é importante que as técnicas de gestão sejam implementadas de forma ágil e dinâmica, pois os agentes que operam nos mercados de capitais irão buscar alternativas para escapar das regulações. Ainda, o controle sobre os fluxos de capitais funciona melhor quando é complementado pela regulação prudencial sobre o sistema financeiro doméstico, essa combinação é o próprio conceito da gestão sobre os fluxos de capitais. Além disso, a capacidade administrativa do Estado exerce um papel importante para o sucesso das gestões sobre os fluxos de capitais e deve ser acompanhada por uma visão coerente e consistente de desenvolvimento nacional. Por fim, deve-se ressaltar que não há uma única técnica de gestão sobre os fluxos de capitais que será a ideal para todos os países emergentes.

Dos países citados anteriormente, uma comparação interessante a ser feita é sobre o caso chileno, malaio, e chinês. Isto porque eles apresentaram trajetórias distintas sobre a utilização das técnicas de gestão sobre os fluxos de capitais e os reflexos dessas decisões são percebidos durante as fases da crise financeira global que serão discutidas na seção 2.4.

Durante a década de 1990 o Chile utilizou controle sobre os fluxos de capitais. De acordo com Paula, Oreiro e Silva (2003), este país adotou uma combinação de taxação indireta, via requerimentos de reservas; controles administrativos; além de outras medidas regulatórias,

como necessidade de um rating mínimo para empréstimos externos. Os objetivos principais eram frear a apreciação na taxa de câmbio real; alongar a composição do capital externo, bem como diminuir a característica especulativa; além de possibilitar uma assimetria entre as taxas de juros domésticas e a internacional. De modo geral, os autores concluem que os objetivos almejados foram alcançados.

Entretanto, em 1997/98 o Chile sentiu os efeitos do contágio da crise asiática e russa. Isto pode ter ocorrido pela falta de mudanças no controle de capitais chilenos, necessário para adequá-los aos novos choques externos, já que tais controles não focavam a neutralização de contágios externos (Paula, Oreiro e Silva, 2003). Ao invés de fazer tal aprimoramento e avançar para uma gestão de fluxos no sentido amplo, optou-se por adotar a estratégia de uma ampla abertura financeira. A qual incluiu a inexistência de restrições para instituições financeiras não residentes operarem no país (Chan-Lao, 2010).

Na Malásia, foi adotado um controle de saídas de capitais durante a crise da balança de pagamentos em 1998. Havia muitas pressões sobre o ringgit (moeda malaia) decorrente das taxas de juros internas e as do mercado internacional, acarretando numa intensa saída de capitais. As principais medidas foram restrições quantitativas sobre fluxos de saídas, porém sem bloquear os pagamentos relativos a transações correntes e IED. Tinha como objetivo a eliminação do mercado de *off-shore*, o que permitiria estabilizar os fluxos de capital de curto prazo.

Outras medidas foram no sentido de repatriação do capital de portfólio, tais como, fim de facilitação de créditos para não residentes, restrição da transferência de capitais, bloqueio da repatriação do portfólio de não residentes por doze meses, entre outras medidas. Ainda foi feito o atrelamento do ringgit ao dólar, relaxamentos fiscais e realizadas reformas com o intuito de fortalecer o sistema bancário. Como resultado dessas políticas houve uma diminuição das pressões especulativas e estabilizar a taxa de câmbio, dando tempo para as autoridades malaias para enfrentar os desequilíbrios macroeconômicos, possibilitando uma recuperação mais rápida da economia, e facilitou a implementação de reformas no sistema bancário.

A Malásia ainda permaneceu durante os anos 2000 com diversas medidas restritivas aos fluxos de capitais, porém algumas restrições foram relaxadas ao longo desses anos. Entre elas pode-se destacar a elevação do limite para o financiamento do comércio exterior em moeda estrangeira que pode ser obtido por residentes e não residentes; permissão de empréstimos em ringgit para não residentes; empresas malaias foram autorizadas a fazerem investimentos externos

direto sem limites, desde que respeitadas as condições prudenciais exigidas; e os bancos residentes foram autorizados a operarem nos mercados de derivativos dominados em ringgit (IMF, 2012a). Ou seja, embora essas medidas tenham relaxado as técnicas de gestão sobre os fluxos de capitais, o país não adotou um amplo processo de abertura financeira.

A China é o país que possui as técnicas de gestão mais abrangente sobre os fluxos de capitais, as quais são resumidas por Epstein, Grabel e Jomo (2004, p. 25) da seguinte maneira:

“strict exchange controls on the capital account but few restrictions on the current account, some liberalized sectors for equity inflows and outflows by non-residents accompanied by some sectors of quite strict controls on non-resident equity inflows, e.g. banking, insurance and the stock market; strict controls on foreign borrowing by residents, including on currency denomination and maturity structure of debt inflows; strict but porous controls on inflows and outflows by residents; tight regulations over domestic interest rates.”

Os objetivos almejados com as técnicas de gestão chinesas são bastante vastos e fazem parte de uma estratégia ampla de desenvolvimento econômico, a qual se manteve durante os anos 2000. A experiência chinesa tem se mostrado extremamente bem sucedida ao conseguir conciliar estabilidade macroeconômica; isolamento de crises; contribuição fundamental para política cambial; composição dos fluxos de capitais predominantemente produtiva; evitar saída de recursos do país; proteção às empresas chinesas dos investidores externos entre outros benefícios.

Rodrik (2006) questiona o não emprego das técnicas de gestão cambial. Segundo ele, a utilização exclusiva das reservas internacionais para fornecer liquidez e isolar os países das crises financeiras internacionais seria decorrente de pressões dos agentes que operam nos mercados financeiros. Enquanto as técnicas de gestão dos fluxos de capitais imporiam regras e limites às operações dos agentes que operam nos mercados financeiros, o acúmulo de reservas internacionais seria uma medida amigável aos mercados financeiros.

Todavia, o sucesso das experiências com as práticas de gestão sobre os fluxos de capitais têm levado até mesmo autores ligados ao *mainstream economics* a reconhecer sua importância, a exemplo de Magud, Reinhart e Rogoff (2011), Quershi *et al.* (2011) e IMF (2012b). Nesses trabalhos, foram encontrados de efeitos significativamente estatísticos das técnicas de gestão sobre os fluxos de capitais para evitar apreciação excessiva das moedas, conter

os demasiados empréstimos externos nos momentos de alta dos ciclos *boom and burst*, dar maior grau de autonomia à política cambial, alongar a composição dos fluxos de capitais e tornar o país mais resiliente aos momentos de reversão de liquidez.

Os trabalhos anteriores fazem ressalvas que as medidas de gestão de fluxos de capitais, especialmente a questão dos controles devem ser adotadas com ressalvas devido aos prováveis custos de adotá-los, sendo que Quershi et al. (2011) enfatizam os aspectos microeconômicos que tais controles poderiam ocasionar. IMF (2012b) representa uma posição institucional do órgão, nele são reconhecidas contribuições que as práticas de gestão sobre os fluxos de capitais podem exercer para mitigar os impactos perniciosos dos boom-cycles. Contudo, o órgão ainda trata o caráter provisório das medidas de controle sobre fluxo de capitais, pois o ideal aos países seria a adoção de medidas macroeconômicas tradicionais para não reduzir os potenciais impactos positivos do fluxo de capitais internacionais.

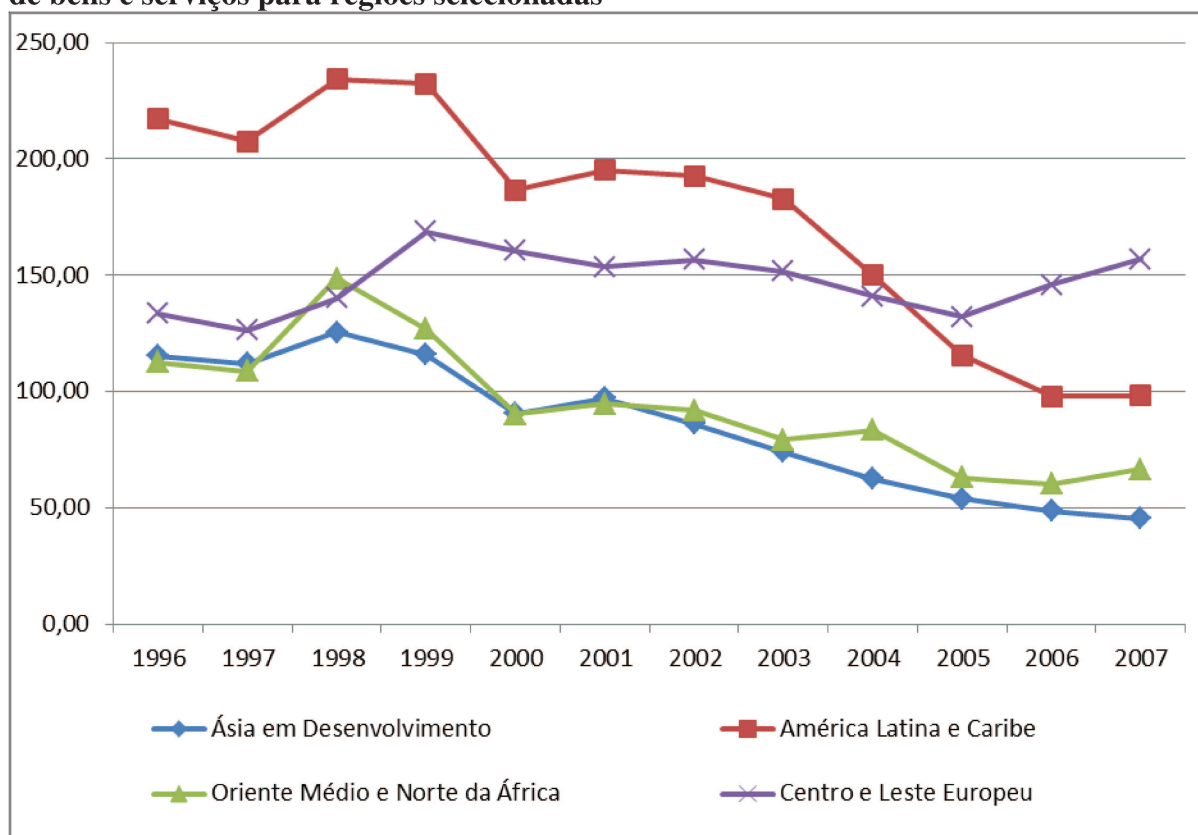
Embora autores do mainstream ainda vejam as técnicas de gestão sobre os fluxos de capitais com limitação, os testes econométricos realizados por eles corroboram a análise feita por Epstein, Grabel e Jomo (2004) sobre as experiências dos países emergentes que adotaram tais técnicas. Diante do exposto, pode-se concluir que as técnicas de gestão permitem cumprir parte do papel das reservas internacionais, tal como apregoado por Rodrik (2006). Em combinação a isso, a composição dos fluxos de capitais abre mais espaço aos fundos soberanos, pois crescerá a parcela dos fluxos de capitais de prazos mais longos.

Como ressaltado por Epstein, Grabel e Jomo (2004), as técnicas de gestão seriam mais eficientes na presença de bons fundamentos macroeconômicos, ao passo que também contribuiria para a melhora deles. Como se observará nas próximas gráficos, a Ásia em Desenvolvimento, onde estão incluídos os países com maior utilização das técnicas de gestão sobre os fluxos de capitais, é a região que possui os melhores indicadores de vulnerabilidade, tanto interna quanto externa. Já o Centro e Leste Europeu, que como será observado na seção 2.4, optou por uma maior abertura financeira, apresenta os piores indicadores.

Em relação ao indicador de endividamento externo e o total exportado de bens e serviços, o pior comportamento foi novamente o do Centro e Leste Europeu. Como pode ser observado na gráfico 2.16, todas as demais regiões apresentaram uma nítida trajetória declinante desse indicador. Já essa região exibiu declínio pouco acentuado, sendo que a partir de 2005 já voltara a crescer novamente. No que diz respeito ao nível de endividamento interno em relação

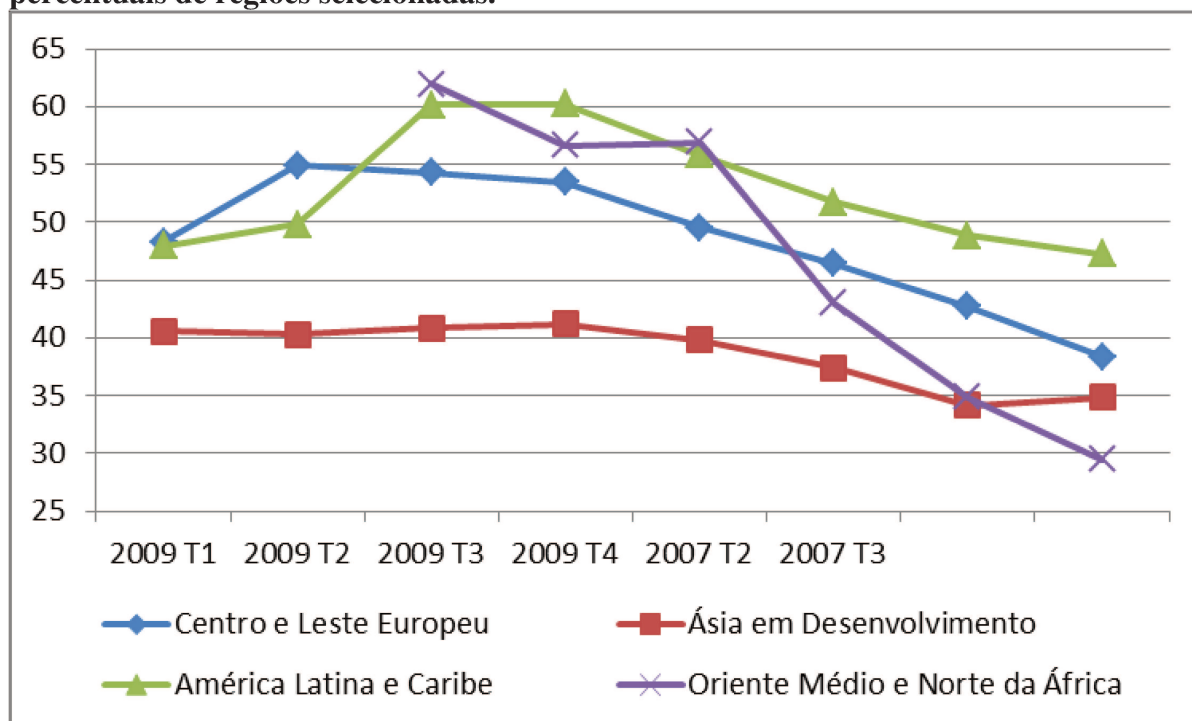
ao PIB, todas as regiões apresentaram uma redução desse indicador (gráfico 2.17). Tal fato é explicado não apenas pela diminuição do endividamento como também pelo crescimento mais acelerado dessas regiões no período em questão, principalmente a partir de 2001 (gráfico 2.18).

Gráfico 2.16 – Evolução da Relação entre endividamento externo e o total das exportações de bens e serviços para regiões selecionadas



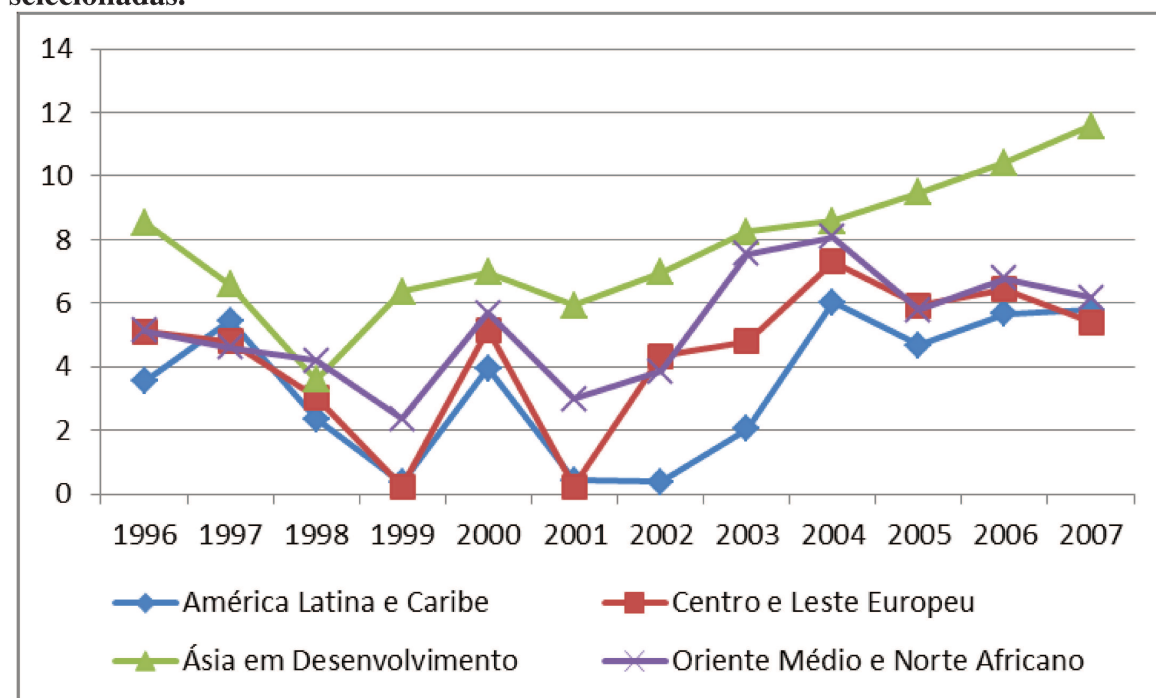
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do World Economic Outlook Databases disponibilizado pelo FMI.

Gráfico 2.17 - Evolução da relação entre endividamento público e o PIB em valores percentuais de regiões selecionadas.



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do World Economic Outlook Databases disponibilizado pelo FMI.

Gráfico 2.18 - Crescimento do PIB em valores percentuais a preços constantes de regiões selecionadas.



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do World Economic Outlook Databases disponibilizado pelo FMI.

A combinação de aumento de reservas internacionais e dos fundos soberanos, elevação dos superávits em transações correntes em conjunto com taxas de câmbio flexíveis “suas” ou taxas fixas e ainda melhoras nas contas fiscais, teria reduzido a fragilidade da América Latina e principalmente da Ásia em Desenvolvimento frente à piora das condições externas em comparação aos anos 1990.

Alguns autores, a exemplo de Dooley *et al.* (2005), entendiam esse cenário como parte de um mecanismo estável e sustentável de coordenação informal e interdependência financeira global entre centro e periferia do sistema. Neste sentido, caberia ao centro – principalmente os Estados Unidos - o papel de intermediário financeiro e impulsionador da demanda de produtos da periferia. Já a esta, caberia o papel de financiar os déficits em transações correntes dos países centrais, especialmente por meio da aquisição de seus títulos de dívida pública. Ainda segundo esta visão, a maior demanda por títulos do Tesouro Americano possibilitaria uma manutenção em níveis baixos da taxa de juros, o que por sua vez, potencializaria a demanda global.

A sustentabilidade desse mecanismo teria semelhanças com o sistema financeiro e monetário internacional vigente durante o período de Bretton Woods. Deste modo, levantou-se a hipótese de estar havendo nos primeiros anos do século XXI uma espécie de Bretton Woods II. Deve-se levar em conta, todavia, que há uma significativa distinção entre os papéis dos países asiáticos e dos latino-americanos. Os primeiros se enquadrariam como “região conta corrente”, onde a maior intervenção cambial seria importante à manutenção do driver exportador, e os segundos como “região conta capital”, cuja particularidade era de servir como alternativa aos capitais internacionais que se encontravam ávidos por retornos mais elevados.

A região conta corrente não possibilitaria apenas o financiamento do déficit do centro, como também impulsionaria a demanda e os preços⁶⁹ das principais *commodities* oferecidas pelos países da conta capital, permitindo o aparecimento de superávits em transações correntes nesta região a partir de 2003, como pode ser observado na gráfico 2. O aparecimento de saldos positivos em transações correntes, somado com o diferencial de juros em relação ao centro e uma intervenção no mercado de câmbio sem objetivar o patamar de suas moedas, aliada ao

⁶⁹ Os preços das *commodities* também são crescentemente determinados no mercado futuro, como será analisado a seguir.

prosseguimento da abertura financeira, proporcionava uma pressão à apreciação de suas moedas, o que por sua vez seria um fator adicional à atração de capitais.

Embora tenha ocorrido uma melhora em diversos aspectos como pode ser observado nos dados acima, a América não tinha uma situação equivalente à asiática no que tange a sustentabilidade de sua inserção externa. A partir de IMF (2006), Akyus (2007), Prates (2007b), Biancareli (2006), Cunha e Bichara (2007) e Cunha, Prates e Biancareli (2007), pode-se compreender que a melhora da situação externa da América Latina durante o período analisado não representava o fim da vulnerabilidade às reversões súbitas dos fluxos de capitais. Isto porque tais melhoras ocorriam devido ao caráter excepcional do cenário externo aos países latino-americanos, pois esse combinava uma liquidez internacional mais elevada e crescimento da demanda e dos preços dos principais produtos dessa região.

Na realidade, a inserção latino-americana passou a ser ainda mais dependente do cenário externo do que já fora outrora. Anteriormente à globalização financeira e financeirização da economia, a dependência de *commodities* tornava a região vulnerável às condições de oferta e demanda desse mercado, sendo que a demanda era exógena ao país e a oferta em alguns setores era condicionada a condições climáticas. A utilização de derivativos foi defendida como uma alternativa à volatilidade de preços do mercado de *commodities*. Embora eles pudessem dar maior previsibilidade ao agente individual que adquirisse os contratos sobre os preços futuros, as cotações das *commodities* passaram a ser negociadas como um ativo qualquer e seus preços passaram a flutuar não mais apenas devido a fatores estruturais e naturais, como também de acordo com as expectativas dos agentes que operam no mercado de derivativos. Deste modo, os fatores que geravam a volatilidade dos preços se mantiveram e foram acentuados pelas operações com derivativos, pois pequenas alterações nos mercados de *commodities* são acentuadas pelas expectativas dos agentes. Efetivamente, mesmo que não haja nenhuma alteração estrutural ou conjuntural, a simples mudança de posição de grandes *players* é suficiente para gerar turbulência nos preços das *commodities*.

Na atual conjuntura, a estratégia de inserção latino-americana se mostra duplamente dependente do cenário de elevada liquidez internacional. Isto porque uma reversão no otimismo internacional pode não apenas reverter a direção dos fluxos de capitais como também afetar os preços de seus principais produtos exportados. Ou seja, a contração de liquidez internacional afetaria não apenas a conta financeira do balanço de pagamentos como também a conta corrente.

Com a deterioração desta última, haveria um impulso adicional à saída de capitais dessa região, dada a perspectiva de piora das condições de vulnerabilidade externa e de depreciação da moeda. Em seu relatório de 2006, o FMI já se mostrava preocupado com a reversão desse ciclo, como pode ser visto no seguinte trecho do relatório do FMI (2006):

“Nevertheless, recent market pressures have provided a timely reminder that the global context is likely over time to become less friendly to emerging markets, with rising interest rates, less buoyant non-oil commodity prices, and reduced appetite for the riskier assets. This prospect poses the question of what further steps countries in Latin America could take to prepare for more testing conditions ahead” (FMI, 2006, p. 54).

O mais relevante a ser concluído nos trabalhos de Prates (2007b), Biancareli (2006), Cunha e Bichara (2007) e Cunha, Prates e Biancareli (2007), é que a estratégia de abertura financeira e não diversificação da pauta exportadora, ou pior, uma concentração ainda maior em *commodities*, seria insuficiente para tornar a América-Latina resiliente a reversões na liquidez internacional mesmo que os indicadores de endividamento e vulnerabilidade externa trazidos acima tivessem apresentado uma melhora. A ocorrência desses fatores é particularmente grave a essa região pelo caráter periférico de suas moedas, as quais, como observado na seção 1.4.2 seriam as primeiras a sofrerem as consequências negativas das reversões de liquidez internacional.

Como se observará na seção 2.3.1, a crise financeira global de 2008 evidenciou a manutenção da dependência dos países latino-americanos ao cenário otimista de liquidez internacional. Contudo, mesmo países asiáticos que pertenciam ao que foi denominado como “região conta corrente”, mas que mantiveram o processo de abertura financeira, também foram afetados pela crise. Já os países do Centro e Leste Europeu, que não obtiveram os mesmos indicadores positivos da América Latina e da Ásia em Desenvolvimento, sentiram primeiro e de forma mais acentuada os efeitos da crise financeira global.

2.4 Saving gluts versus características do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo: os determinantes da crise financeira global

2.4.1 Crítica à Explicação dos saving gluts

Autores a exemplo de Roubini e Setser (2005) e Bernanke (2005) consideravam insustentáveis as condições para a manutenção do cenário analisado na seção anterior, em que o conjunto dos países emergentes apresentava elevados superávits em transações correntes enquanto os países desenvolvidos como grupo apresentavam déficits crescentes, cabendo aos países asiáticos o papel principal em financiar esses déficits.

De acordo com Roubini e Setser (2005), haveria uma crescente necessidade de financiar os déficits em transações correntes dos Estados Unidos e o desejo dos bancos centrais estrangeiros em fazer isso por meio de aquisição de Títulos do Tesouro seria insuficiente para financiá-lo. No modelo então vigente, a liquidez e a demanda externa por esses títulos possibilitavam a manutenção da taxa de juros básica em patamares excepcionalmente baixos. Tais combinações incentivariam os empréstimos nos países centrais o que, por sua vez, impulsionaria o consumo e emprego em setores sensíveis às taxas juros mas não teria o mesmo impacto no setor exportador. Deste modo haveria um novo impulso aos aumentos nos déficits em transações correntes.

Por outro lado, a manutenção da baixa taxa de juros criaria uma expectativa de depreciação do dólar, resultando num risco demasiado aos bancos centrais asiáticos. Como não há um acordo institucional, os Bancos Centrais dos países asiáticos poderiam simplesmente interromper a estratégia de acumulação de reservas. Ao mesmo tempo, não se poderia contar com o Banco Central Europeu, dado seu caráter conservador e as diferenças nas posições políticas internas e externas entre França e Alemanha em relação às então adotadas pelos Estados Unidos. Os autores acreditavam que seria mais provável uma pressão europeia para alteração na situação fortemente superavitária em transações correntes da Ásia, impondo a esse continente um ajuste de suas taxas de câmbio. Deste modo concluem os autores:

“(...) without tacit agreement among the world’s central banks on how to distribute the growing burden of meeting the United States increasing need for external financing, the United States’ current consumption driven growth model will run into limits. Consequently, the risk a disorderly unraveling of the Bretton Woods 2 system -- a sharp correction of the US dollar and of the US bond market, a surge in US long-term interest rates, a sharp fall in the price of a wide variety of risky assets (such a equities, housing, high-yield bonds, and emerging market sovereign debt) – are growing. Such an

unraveling could result in a sharp economic slowdown in the US. It will force countries that now depend on US demand growth for their growth to adjust as well. But if the financing for the US is not available, global adjustment is unavoidable” (Roubini e Setser, 2005, p. 48).

Bernanke (2005), por sua vez, responsabiliza o excesso de poupança global em relação aos investimentos - *excess saving* ou *saving gluts* - como o principal fator a promover os déficits em transações correntes dos Estados Unidos. Segundo o autor, países caracterizados pelo desenvolvimento maduro, com alta expectativa de vida, baixo crescimento ou declínio da força de trabalho e indústria de capital intensivo, teriam motivos para elevar suas poupanças a fim de garantir as aposentadorias e dadas baixas oportunidades de investimento doméstico, manteriam superávits em transações correntes e emprestariam ao exterior.

Contudo, como ressalta Bernanke (2005), os países desenvolvidos não seriam os principais motivos para a elevação da oferta de poupança global, mas sim as alterações ocorridas nos países emergentes, em especial os asiáticos, após as crises dos anos 1990. Como desenvolvido anteriormente, tais países priorizaram os superávits em transações correntes para diminuir a dependência dos capitais externos ao mesmo tempo em que passaram a acumular crescentemente reservas internacionais. Países que escaparam da crise, com destaque à China, seguiam a estratégia de aumento de reservas para manter sua taxa de câmbio em patamares competitivos a fim de dar prosseguimento ao modelo de crescimento voltado às exportações. Essa estratégia seria condizente com a característica do país, devido à incapacidade da demanda doméstica em absorver a capacidade produtiva. A elevação dos preços internacionais do petróleo foi outro fator a proporcionar o aparecimento e crescimento nos superávits em transações correntes nos países exportadores de petróleo.

O excesso de poupança global acarretaria impactos nas economias avançadas e em especial nos Estados Unidos da seguinte forma: 1) os fluxos líquidos de capital migrariam dos países com superávits em transações correntes para os deficitários e contribuíram para inflar o boom de crédito; e 2) a elevação da poupança global *ex ante* em relação ao investimento *ex ante* nos países superavitários iria provocar uma redução na taxa de juros global, particularmente nos ativos denominados em dólares, pois esse é o principal destino para investimento dos superávits, o resultado seria uma menor aversão aos riscos e piora na qualidade do crédito. Neste sentido,

seria inviável a manutenção ao longo do tempo dos acordos implícitos que caracterizavam o sistema monetário e financeiro internacional que fora apelidado de Bretton Woods II.

A ocorrência da crise financeira global parece a uma primeira vista ter dado voz às interpretações de que a manutenção de elevados superávits em transações correntes dos países emergentes levaria a instabilidades no sistema. Bernanke (2009), Greenspan (2010) e Roubini *et al.* (2010) pra citar alguns exemplos, colocam a questão do *saving gluts* e sua relação com o déficit em transações correntes estadunidense e com a baixa de juros como fatores fundamentais à eminência da crise. Até Brenner (2009), autor marxista, enfatiza as questões da economia real como geradoras da crise e dá a entender que a bolha financeira tem como causa principal a taxa de juros reduzida e a oferta de recursos por parte dos países emergentes.

Não que os autores tenham limitado a explicação da crise apenas ao argumento das *saving gluts*. Brenner (2009), por exemplo, aponta o surgimento de inovações financeiras, do *Shadow Bank System* e da elevação da participação do mercado *subprime* como responsáveis pela bolha imobiliária. Para Greenspan (2010), embora as causas em última instância da crise seja a questão das *saving gluts*, o autor aponta que as causas imediatas da crise sejam a disseminação em nível global das securitizações e das hipotecas do mercado *subprime* dos Estados Unidos. Ele também traz como contribuição a explicação de que os juros de longo prazo e não os de curto prazo foram os responsáveis pela bolha financeira. Nesse sentido, são apontados equívocos da interpretação da Regra de Taylor e realizados testes econométricos que corroboram seu argumento.

Já Bernanke (2009), parece ser o autor que mais enfatiza o papel do *saving gluts* para a ocorrência da crise. Embora reconheça que as empresas financeiras tenham tomado posições arriscadas, essa estratégia seria decorrente da pressão exercida pela baixa taxa de juros provocada pelo excesso de poupança a nível internacional que ingressava nos Estados Unidos. Esse ingresso de capitais teria tornado o crédito demasiadamente barato e impulsionado o financiamento imobiliário, com destaque ao mercado hipotecário, ao mesmo tempo em que reduzia a rentabilidade de investimentos de longo prazo mais conservadores, como os relacionados aos títulos do tesouro.

Roubini *et al.* (2010) por sua vez, trazem importantes avanços na explicação da crise no âmbito do *mainstream*. Não pelo ineditismo de alguma explicação, mas por abordar aspectos mais amplos. São incorporados os problemas da desregulação financeira, da alavancagem

exacerbada, da disseminação dos derivativos e da subavaliação de seus riscos. Contudo, repetem o argumento de que o principal problema da crise fora o excesso de poupança global e sua relação com a baixa taxa de juros. Tal insistência parece estar relacionada com o limite que a teoria do *mainstream* oferece na explicação da crise. Isso porque dentro dessa corrente, os distúrbios do capitalismo deveriam ser provenientes de fatores exógenos ao sistema e não inerentes a ele. Especialmente na explicação de Bernanke (2009), fica evidente o papel central dos países emergentes como causas primárias da crise financeira global, sendo que às instituições financeiras caberia o papel de encontrar alternativas à situação imposta pelos fluxos de capitais vindos de tais países. Ou seja, a crise seria exógena ao sistema financeiro estadunidense.

Borio e Disyatat (2011), por sua vez, têm como principal objetivo mostrar que a crise financeira global não teve como um dos fatores centrais o excesso de poupança (*excess saving – ES*)⁷⁰ internacional mas sim o excesso de elasticidade nas operações financeiras⁷¹. Sua crítica à visão do excesso de poupança baseia-se em argumentos teóricos e empíricos.

Vários fatos empíricos são listados pelos autores que contradizem o argumento do ES. Primeiramente existiria uma baixa relação entre os saldos em conta corrente e a taxa de juros de longo prazo do dólar. Terceiro, há uma fraca ligação entre a deterioração do saldo em transações correntes dos Estados Unidos – que começou em 1993 - e o crescimento da poupança dos mercados emergentes – que se acelerou em 2003. Quarto, não há uma clara relação entre crescimento da taxa de poupança global e diminuição no prêmio de risco. Quinto, a redução da taxa de juros global e a forte expansão do crescimento a partir de 2003 são conflitantes com o aumento da poupança *ex ante*. Sexto, déficits em transações correntes não são pré-condições para o surgimento de booms de créditos, vide Crise Japonesa, Asiática e de 1929. Por fim, os países mais superavitários foram menos atingidos pela crise, pois seus investimentos eram majoritariamente em títulos públicos.

Segundo esses autores, na realidade, os principais fluxos de capitais ocorreram entre os países desenvolvidos e a origem dos investimentos em títulos privados estadunidenses foi predominantemente a partir de agentes privados europeus - com destaque aos bancos que operavam na Inglaterra, país deficitário - e não por entes públicos de países emergentes

⁷⁰ Os autores utilizam o termo *excess saving* ao invés de *saving gluts*.

⁷¹ O excesso de elasticidade das operações financeiras está relacionado à facilidade com que as instituições financeiras têm em realizar inovações que visem elevar seus graus de alavancagem e oferecer produtos diferenciados que lhes proporcionem maiores lucros.

superavitários, tal como enfatizado pela visão do ES. Além disso, os fluxos de capitais direcionados aos Estados Unidos superam em muito os déficits em transações correntes desse país. Com o colapso da crise, os fluxos de capitais líquidos para os Estados Unidos se mantiveram, porém os brutos despencaram, demonstrando a baixa relevância dos fluxos líquidos de capitais⁷².

Em termos teóricos, Borio e Disyatat (2011) argumentam que os defensores da tese do *saving gluts* estariam equivocados ao apontar a necessidade de poupança prévia para o investimento e ressalta o papel do *finance*. Para o caso de uma economia aberta, a explicação inicia com o equívoco em se ressaltar o resultado da conta corrente como fundamental para os fluxos financeiros para os Estados Unidos, pois deste modo são ignorados os fluxos que envolvem apenas trocas de ativos financeiros e que são os mais significativos à atividade financeira. O superávit em transações correntes nada mais é que o aumento líquido da posse de ativos externos por residentes e, por definição contábil, significa um excesso de poupança agregada em relação ao investimento agregado. O *finance* necessário para o investimento pode ser provido tanto interna como externamente e, neste caso, não há nenhuma relação entre esse financiamento e os países superávits em transações correntes dos países emergentes. Além disso, a aquisição de ativos estrangeiros possuiu uma relação muito tênue com os superávits em transações correntes.

Já o argumento de que o excesso de poupança mundial pressionou para baixo as taxas de juros é reflexo da inconsistência teórica que considera a taxa de juros como sendo o preço de equilíbrio entre a poupança *ex ante* e o investimento *ex ante*. Em uma economia monetária a taxa de juros está relacionada com o mercado financeiro, onde as condições monetárias exercem um papel fundamental. A taxa de juros é definida pela interação entre a política monetária exercida pelo banco central e as expectativas e preferências por liquidez dos agentes privados. O banco central consegue estabelecer a taxa de juros de curto prazo, porém o formato e o nível da taxa de juros longa são definidos pelas expectativas dos agentes privados acrescidas pela taxa de risco que varia de acordo com a preferência pela liquidez. Deste modo, o que deve ser analisado na questão externa são os fluxos financeiros brutos e não os líquidos.

⁷² Os fluxos líquidos são encontrados a partir da diferença entre os fluxos brutos recebidos e enviados por determinado país.

A questão central do ponto de vista externo que forneceu liquidez à economia dos Estados Unidos foram os fluxos financeiros internacionais que tiveram como destino a compra de ativos privados. O *boom* de crédito e a expansão financeira da economia estadunidense foram possibilitados pela maior elasticidade das operações financeiras ocasionadas pela desregulação financeira. Sendo assim, concluem Borio e Disyatat (2011), o que criou as condições para as expansões das finanças e do crédito foi o excesso de elasticidade do sistema como um todo ocasionado pela desregulação financeira, e não o suposto excesso de poupança mundial onde os países emergentes seriam os responsáveis.

2.4.2 Crise financeira global como consequência da dinâmica contemporânea das finanças

O presente trabalho parte do entendimento de que a crise financeira global é decorrente das características do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, o qual é marcado pela volatilidade dos fluxos de capitais e instabilidade das finanças internacionais. Essas características das últimas décadas têm acentuado cada vez mais o caráter inerentemente instável da economia capitalista, em particular dos mercados financeiros. Esta subseção tem como foco analisar as dinâmicas dos mercados financeiros e monetários que foram especialmente importantes à ocorrência da crise financeira global, tais como as alterações qualitativas e quantitativas que ocorreram nos anos 2000. Destarte, defende-se aqui que a crise financeira global não foi consequência das *saving gluts*, mas sim das alterações endógenas ocorridas nos mercados financeiros e monetários dos países desenvolvidos.

Esta seção terá como ponto de partida a abordagem de Crotty e Epstein (2008). Esses autores desenvolvem seus argumentos sobre a elevação da instabilidade do sistema financeiro com base em duas ideias centrais. A primeira é a de que o capitalismo com finanças não sobrevive sem intervenções constantes e intensas no mercado financeiro por parte do Estado. A segunda, em consequência da primeira, é que os salvamentos acabam inflando ainda mais as finanças tornando-as mais instáveis e explosivas. Tais argumentos são desenvolvidos teoricamente e historicamente.

O argumento teórico baseia-se na teoria desenvolvida por Minsky (1982 e 1986) que destaca o processo evolucionário em que as inovações financeiras são geradas, provocando alterações nas estruturas das instituições financeiras e criam novos ciclos financeiros. Esses, por

sua vez, elevam o apetite por risco e geram maior instabilidade no sistema. Diante disso, as crises são iminentes e necessitam crescentes intervenções de última instância. Como estas sempre ocorrem, cria-se o problema do *moral hazard*⁷³. Seriam necessárias então, imposições de regulações financeiras e limitações do seu tamanho, contudo tais medidas não foram adotadas de forma suficiente.

Historicamente, podem-se descrever as sequências de acontecimentos a partir da maior mobilidade dos fluxos financeiros que levariam a crises de dimensões crescentemente acentuadas, as quais necessitariam de intervenções cada vez mais amplas e profundas. As consequências para a economia e a sociedade seriam os maiores custos fiscais de tais intervenções e uma maior opacidade e participação das finanças na economia.

A partir do inquérito sobre a crise, produzido pela comissão de inquérito do congresso americano, fica claro que as alterações no sistema monetário e financeiro estadunidense não surgiram puramente do mercado e que o Estado não tinha mecanismos para controlar. Como pode ser observado em diversas passagens do relatório, os membros do Federal Reserve e de outras instituições regulatórias promoveram a desregulação financeira, tanto com medidas em que lhes cabe atuação direta, como persuadindo o congresso a tomar medidas em prol da desregulação (The Financial Crisis Inquiry Report, 2011).

Evidente que o congresso também entrou no jogo do mercado, pois recebeu forte pressão de Wall Street e de grandes corporações bancárias. As instituições financeiras não bancárias tiveram maior espaço para inovações financeiras, pois não estavam sujeitos às normas de Basiléia. Gowan (2009) aponta essa divisão entre as instituições financeiras bancárias, que deveriam cumprir uma gama de regulações que visam dar maior estabilidade ao sistema bancário, e as instituições financeiras não bancárias, sobre as quais não recaiam as mesmas regulações, como um importante fator para elevação das instabilidades do sistema financeiro e monetário. Esse conjunto de instituições que ficou à sombra das regulações formou um sistema financeiro com graus quase ilimitados de alavancagem e sem restrições às inovações de produtos financeiros. Esse sistema ficou conhecido como *shadow bank system*.

Conforme apontam Prates e Farhi (2011), os agentes financeiros que permaneciam à sombra da regulação mantinham uma estratégia de obtenção de receitas de modo semelhante aos

⁷³ Moral hazard, ou risco moral, se refere à possibilidade de que um agente econômico mude seu comportamento de acordo com os diferentes contextos nos quais ocorre uma transação econômica. No exemplo citado, os bancos tomariam atitudes mais arriscadas sabendo que terão cobertura por parte do Estado para perdas eventuais.

praticados pelos bancos comerciais, porém sem estar sob a égide das regulações e proteções que estes possuem, como as garantias de depósitos e o auxílio das políticas de redesconto e empréstimo de liquidez dos bancos centrais. Deste modo, a combinação de descasamento de prazos, maiores riscos de variações nos preços, ausências de garantias e auxílios correspondentes aos dos bancos comerciais, a elevada alavancagem e, por definição, a incapacidade de criar moeda, fez com que tais instituições se tornassem altamente vulneráveis às mudanças de expectativas dos aplicadores internacionais e nacionais.

Apesar de haver essa dicotomia entre as instituições financeiras bancárias e as não bancárias, seria incorreto afirmar que as primeiras não alteraram sua estratégia ao longo do processo de globalização financeira e financeirização da economia. Como constatam Prates e Farhi (2011), em um cenário de baixa taxa de juros, os bancos buscaram alternativas para se esquivar da regulação que incidia sobre os mesmos e se aproveitaram da redução dos controles sobre as instituições e operações financeiras para negociar novos produtos que lhes permitissem ganhos adicionais. E ganhos aqui devem ser entendidos no sentido de uma economia financeirizada, ou seja, não apenas aumento nos lucros, como também valorização do preço de suas ações e aumentos nos bônus dos gestores.

Deve-se ter em mente também que o sistema bancário regulado não via as instituições do sistema sombra apenas como concorrência. Na realidade, houve uma cooperação mútua entre as instituições financeiras bancárias e não bancárias para conseguir aumentar o número de operações e com isso seus ganhos financeiros. Buscando encontrar mecanismos para elevar seu nível de alavancagem sem comprometer os coeficientes de capital exigidos pelo acordo de Basiléia I e também as regras referentes ao Basiléia II⁷⁴, os bancos comerciais encontraram no mercado de balcão a lacuna na regulação almejada para tal. Nesse mercado se realizam operações não controladas e sem a necessidade de cumprimentos das regras que ocorrem nas bolsas de valores, como a exigência mínima de capital, limites de preços e prazos etc.

Os derivativos financeiros passaram a ter destaque nesse mercado e foram combinados com recebíveis de crédito passando a formar as “novas gerações de securities” (Farhi e Prates, 2013). De início elas tinham como colaterais os bens reais, posteriormente foram sendo utilizados derivativos financeiros e por fim foram incluídos os derivativos de derivativos

⁷⁴ O acordo de Basiléia II introduziu a exigência de capital para risco operacional, buscou aprimorar a discussão acerca do risco de crédito e reduzir as assimetrias de informação. Contudo, não incorporou regulações sobre as operações de balcão e a compreensão do risco sistêmico era limitada.

financeiros, o que passou a ser conhecido como produto sintético. Isto porque o colateral do derivativo deixa de ser o ativo financeiro em questão para ser apenas outro derivativo que reproduz as características do ativo subjacente. A utilização dessa forma de derivativos se desenvolveu a partir de 2000, conforme explica Farhi (2009, p. 13):

“Foi só a partir do ano 2000 que começam a surgir produtos específicos que se valem dessa característica dos derivativos. Esses novos produtos estão tão intimamente ligados aos derivativos de crédito que é impossível separá-los deles. Com efeito, uma parte significativa dos produtos sintéticos propriamente ditos é constituída por *securities* com lastro em crédito, cuja particularidade é que a carteira do emitente, ao invés de dispor de ativos oriundos da concessão de crédito, é formada por posições em derivativos de crédito que reproduzem uma exposição ao risco do ativo subjacente”.

Um derivativo financeiro largamente utilizado foram os *Credit Default Swap (CDS)*. Eles seriam operações em que os bancos comerciais comprem proteção contra o risco de crédito de sua carteira das instituições do sistema sombra e das seguradoras, sendo que o comprador recebe em troca a promessa de um fluxo futuro de recebimentos. Nesta operação, os compradores arcam com o risco do não pagamento do crédito. Nesse caso, o risco das operações com derivativos não estava apenas na variação dos seus preços, como também, no principal (Prates e Farhi, 2011 e Freitas e Cintra, 2008).

Exemplos de “novas gerações de *securities*” seriam os *Asset Backed Securities (ABS)*, *Mortgage-backed securities (MBS)* e o CDO (*Collateralized debt obligation*)⁷⁵. Conforme apontam Freitas e Cintra (2008), quando uma instituição financeira não bancária revendia o CDS emitia um CDO cujo colateral era o fluxo de rendimentos esperados pelo CDS. Se por um lado faziam-se CDO's de CDS's, também utilizavam-se CDS's para garantir os

⁷⁵ O ABS seria o termo mais genérico utilizado para uma gama de produtos estruturados, quando estes estão vinculados a ativos de financiamento imobiliários são classificados como MBS, os quais cresceram vertiginosamente a partir dos anos 2000. O MBS ainda pode ser classificado em *Residential-Mortgage-Backed Securities (RMBS)*, quando os financiamentos hipotecários estão vinculados a empreendimentos residenciais e *Commercial mortgage-backed securities (CMBS)* quando vinculados a empreendimentos comerciais. Por fim, o CDO é um ABS cujo colateral é uma carteira de títulos públicos e privados ou um portfólio de empréstimos cujos riscos são divididos em diversas tranches, onde as tranches de maior risco deverão ser compensadas com um maior retorno. Em seguida se abordará com mais detalhes as classificações de risco desses produtos estruturados (FEDERAL RESERVE, 2012; Farhi e Cintra, 2008; e Fabozzi e Jacob, 1998).

CDO's. Tal como o CDS, o banco comercial utilizava CDO de diversos créditos para que assim pudessem sair de seus balanços e aumentar o grau de alavancagem.

Outra característica peculiar do sistema financeiro contemporâneo é o fato das agências que subscrevem os derivativos e “novas gerações de *securities*” serem as mesmas que os classificavam. Esses pacotes são classificados pelas agências de risco e seus preços eram estabelecidos conforme seus rendimentos e riscos. Os de menor risco são os *senior tranche* e eram classificados com triplo A, os de risco intermediário são dominados de *mezzanine tranches* (AA até BB), os de maior risco são os *equity tranches* (não classificadas). Contudo, muitos eram classificados com triplo A, mesmo que parte do pacote fosse composta por ativos “podres”, ou fossem apenas do tipo sintético. Para os compradores parecia ser algo muito atrativo, pois eram ativos de maior retorno com aparente baixo risco, dada sua classificação (Kregel, 2008 e Gowan, 2009). Conforme aponta o The Financial Crisis Inquiry Commission (2011), modelos com base na moderna teoria ortodoxa de financiamento mostravam aparentemente uma redução dos riscos no mercado hipotecário, pois este era calculado com base no passado (próspero) e não previa a possibilidade de crises.

Dos agentes do sistema sombra, os *Specials Investment Vehicles* (SIV's) foram os principais compradores das “novas gerações de *securities*”, principalmente as de maior risco. Para tal, além de tomar empréstimos dos bancos universais, emitiam *commercial papers* cujos principais compradores eram os bancos de investimento. Deve-se destacar também, que os bancos de investimento ampliaram os *hedge funds* sob sua administração para assim investir em ativos mais arriscados como os descritos acima (Kregel, 2008).

Em muitos casos as seguradoras atuavam no mercado de derivativos e produtos estruturados da mesma forma que vendiam seguros contra acidentes de carro. Contudo, estes ocorrem de maneira aleatória, enquanto que nas operações com derivativos, a inadimplência – o equivalente ao acidente – de um tomador de crédito pode estar conectada com inadimplências de outros, pois fatores conjunturais afetam não apenas um tomador como também o conjunto de tomadores. Uma vez ocorrida a inadimplência, o CDS a ele vinculado passa a perder seu valor, o mesmo ocorre com os CDO's cujo lastro eram os CDS's e os CDO's dos primeiros CDO's, ou seja, ocorre efeito cumulativo. Quem fica com a “batata quente” é quem está arcando com o risco na última instância, que neste caso são as seguradoras (Gowan, 2009 e Guttman, 2009).

Como observado, o sistema financeiro estava interligado com interdependência entre as diversas instituições do sistema sombra e entre elas e os bancos comerciais, e até mesmo com as seguradoras. O espriamento dos riscos em nível internacional e a diversificação nas aplicações financeiras aparentemente retiravam o risco do sistema, mas o que de fato ocorria era sua disseminação e ampliação sistêmica. Pois como é um jogo de soma zero, alguém fica com o prejuízo, sejam pessoas físicas, sejam instituições financeiras não bancárias como os SIV's ou as seguradoras. Contudo, quanto mais aprofundadas forem essas operações e quanto mais difundidas globalmente, os prejuízos não se limitarão às esferas individuais, mas serão alastrados para todo o sistema financeiro e, por consequência, a todo setor real da economia, dadas as suas interconexões que foram fortemente ampliadas pela financeirização da economia.

Segundo Gowan (2009), os responsáveis pela regulação financeira tiveram um papel significativo no processo de alavancagem das instituições financeiras e no espriamento do risco internacional. Confiando no socorro público, houve o agravamento do *moral hazard* fazendo com que o sistema financeiro fosse impulsionado a elevar seus riscos. As finanças tomam uma dimensão que torna o problema demasiadamente grande para o regulador resolver. Um aspecto que deve ser levado em conta também é que o *Shadow Bank System* não se restringia aos Estados Unidos, tendo se espalhado para diversas partes do mundo. Conforme aponta o autor, em termos de derivativos baseados em taxas de juros e moedas, 42% das negociações se situavam em Londres, contra 24% dos Estados Unidos; e no que tange aos derivativos de crédito, 37% se encontravam naquela cidade.

O ponto de partida para a crise foi a queda dos preços das moradias nos Estados Unidos ainda em 2006, após um boom de alta impulsionada pelo processo de endividamento à la Minsky, o que atingiu de imediato o mercado *subprime*. Este mercado era considerado de “segunda categoria” e faziam parte dele os tomadores de crédito hipotecário de maior risco que passaram a ser conhecidos como NINJA⁷⁶. À government-sponsored enterprise (GSE) e às suas empresas Fannie Mae e Freddie Mac cabia a função de impulsionar esse mercado. Em números, as duas empresas de capital aberto com garantia do governo dos Estados Unidos correspondiam estimadamente a 45% do mercado de hipotecas *subprime* (Brener, 2009 e Guttman, 2009).

⁷⁶ NINJA seria a sigla para *No Income, No Job, No Asset*, ou seja, empréstimos do *subprime* eram concedidos a pessoas sem renda, trabalho ou ativos.

Foram utilizados esquemas de financiamento encorajadores para os tomadores de empréstimo do mercado *subprime*, a exemplo do “*adjustable-rate mortgages*” (ARM), no qual taxas de juros muito baixas eram cobradas nos primeiros anos do empréstimo, e aumentavam dramaticamente após algum tempo, o que fez com que muitas famílias aceitassem se endividar. A lógica desses empréstimos estaria na expectativa de valorização dos imóveis adquiridos. Quando os tomadores de crédito não pudessem mais honrar os compromissos firmados, eles poderiam refinarçar os imóveis e obter valores maiores com as novas hipotecas, já que os valores dos imóveis estariam mais elevados. Deste modo, o processo de refinanciamento poderia se perpetuar enquanto o preço dos mesmos prosseguisse se elevando. No momento em que o Federal Reserve opta pela elevação da taxa básica de juros, se tem início uma reversão nas expectativas e houve uma percepção geral de que os preços dos imóveis não poderiam se manter infinitamente em alta. Os preços não apenas pararam de subir como começaram a cair e passaram a despencar com o desmoronamento do mercado das “novas gerações de *securities*” e de derivativos financeiros (Gowan, 2009 e IMF, 2011).

O mercado *subprime* estava interligado com todo o mercado financeiro. Conforme aponta The Financial Crisis Inquiry Commission (2011), instrumentos de investimentos lastreados em ativos (*asset-backed-commercial-papers* - ABCP), emitidos com base em linhas de crédito baratas e de curto prazo de outros bancos, serviam para comprar CDO's. Estes, por sua vez, eram emitidos tendo como principal base de garantia as hipotecas *subprime*. Deste modo, as operações das “novas gerações de *securities*” com os CDS fizeram com que os riscos inerentes ao mercado de *subprime* não permanecessem restritos a ele, mas sim, se espaliassem a todos os segmentos, de forma global.

O estouro propriamente da crise imobiliária se deu no verão estadunidense de 2007, com a onda de inadimplência que atingiu o mercado de hipotecas do subprime. A crise se intensificou e se espraio para todo o mercado financeiro no momento em que os investidores dos mercados monetários fugiram da reciclagem de empréstimos de curto prazo, dado os sinais de insolvência desses mercados. Como os bancos não conseguiam encontrar mercado para seus derivativos, teve início o desmoronamento de toda a pirâmide centrada nos CDO's, ABCP, ABS, MBS, principiando pelos últimos, pois estavam diretamente ligados a essas hipotecas. Ao mesmo tempo, as companhias de seguros que haviam segurado os CDO's com CDS também tiveram seu mercado colapsado (Brener, 2009 e Guttman, 2009).

Após as ondas de acontecimentos descritas acima, as instituições financeiras precisavam desesperadamente dos recursos bancários, porém o mercado interbancário se encontrava avesso ao risco e se manteve paralisado. Fazendo-se necessária a intervenção dos bancos centrais em várias partes do mundo. Guttman (2009, p. 55) assim descreve essa sequência de eventos:

“The default wave among subprime mortgages during mid-2007 thus triggered a chain reaction of collapsing securitization markets (MBS → CDO/CDO_n → ABCP) that, once it had hit their short end, unsettled the crucial commercial paper market. That center of money markets is backed by standby lines of credit from banks, which were activated in this emergency situation. The sudden wave of funding calls overwhelmed the vital interbank market at a moment of collapsing confidence among banks, causing a paralysis that had to be met by massive and coordinated interventions of the world’s leading central banks (...).”

Ao comentar o desempenho do emprestador de última instância na crise, Crotty e Epstein (2009) relatam que teriam ocorrido três erros principais. O primeiro se refere ao subdimensionamento dado à crise, o segundo, ao fato de o emprestador não poder regular o *shadow banking system*, mas ter que socorrê-lo; e o terceiro, sua eficiência foi reduzida. As tentativas de acalmar o mercado que surtiram os primeiros efeitos foram o fornecimento de liquidez em dólar por meio de empréstimos do Fed a outros bancos centrais e a troca de títulos públicos do tesouro estadunidense por títulos “podres”. Apesar de trazer certa calma ao mercado, não foi capaz de evitar o aprofundamento da crise, necessitando de auxílio do setor público por meio de empréstimos diretos e estatização de empresas financeiras.

Contudo, a crise do mercado imobiliário não foi a causa principal da crise financeira global. Assim como não o são os elevados superávits em transações correntes e as estratégias dos países emergentes de manter significativas reservas internacionais em títulos do tesouro estadunidense. O que de fato a provocou foram as estratégias adotadas pelas instituições financeiras possibilitadas pelas características do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo. Sobre essas estratégias, devem-se destacar as inovações de produtos financeiros desenvolvidas nos anos 2000 que possibilitaram a essas instituições operarem de forma

extremamente alavancadas, além de facilitar o espriamento em escala global os riscos específicos de cada mercado.

O quadro 2.3 traz uma breve análise de como a percepção equivocada das causas da crise nos países europeus estão prejudicado o desempenho econômico dessas economias.

Quadro 2.5 Crise Financeira Global e os PIIGS

Há quase um consenso entre economistas da teoria tradicional, órgãos da imprensa e membros políticos dos principais países europeus de que a crise europeia é decorrente do aumento do endividamento público ocorrido nos últimos 10 anos. Contudo, como aponta Boyer (2012), a causa da crise seria o rompimento súbito do crescimento impulsionado pelo crédito privado que estaria relacionado com as inovações financeiras comentadas acima e pela consequência danosa, mas não intencional, da implementação do Euro aos países cujas moedas anteriores eram fracas.

Seguindo o raciocínio exposto por Boyer (2012), pode-se então explicar a crise europeia como uma continuação da crise financeira internacional. Os países europeus, com destaque à Inglaterra, participaram ativamente das transações financeiras ancoradas em derivativos financeiros e produtos estruturados e seus bancos, além de conservarem esses produtos em suas carteiras, adotaram posições altamente alavancadas e, desta forma, impulsionaram o crescimento do setor imobiliário via crédito abundante e com baixa exigência. Ou seja, as condições que levaram à crise dos Estados Unidos foram replicadas nos países europeus.

A desregulação do mercado financeiro no contexto de euforia das finanças internacionais permitiu que os países europeus hoje conhecidos como PIIGS⁷⁷, sustentassem seu crescimento econômico acompanhado por déficits crescentes na conta de transações correntes. Com a crise, os capitais externos se cessaram, os bancos altamente endividados foram socorridos pelos governos dos respectivos países, fazendo com que as dívidas públicas subissem ainda mais. A solução adotada foi a combinação de política monetária frouxa com rigidez fiscal.

Como destaca Boyer (2012), a insistência da visão dos países europeus, com destaque à Alemanha, de que a crise vivida pelos países membros, em especial os PIIGS, é consequência do endividamento público e a solução para tal seria a redução dos gastos públicos, está acarretando um círculo vicioso na economia. Neste sentido, o aperto fiscal está impossibilitando a recuperação do crescimento da economia, fazendo com que a arrecadação pública fique comprometida e com isso o indicador do endividamento público sobre o PIB está se elevando, tanto pelo aumento do numerador quanto pela redução do denominador.

Dentro da perspectiva minskyana, a desaceleração da economia também faz com que os agentes endividados tenham menor capacidade de recuperação e impõe dificuldades a agentes em posições *ponzi* voltarem a especulativas e destas para posições *hedge*, pois com a baixa atividade econômica, as receitas são reduzidas mas os custos do endividamento não. Deste modo, muitas empresas vêem-se obrigadas a encerrar suas atividades, tendendo a perpetuar o círculo vicioso.

No tocante ao comentado acima, a estratégia de apostar a recuperação econômica na combinação do *quantitative easing* com a tentativa de reprodução da estratégia de crescimento alemã de aumento de competitividade e equilíbrio fiscal a todos os países está ocasionando a perpetuação da crise europeia. Isto porque, como argumenta Keynes, em períodos de elevada preferência pela liquidez faz-se necessário o estímulo fiscal para impulsionar a demanda efetiva. Como aponta Boyer (2012), instituições e estratégias que foram bem sucedidas na Alemanha não podem ser simplesmente replicadas a outros países do bloco europeu, dadas suas particularidades distintas⁷⁸.

Farhi (2012) comenta que a União Européia não tomou medidas em conjunto para combater a crise, coube a cada país adotar as políticas individuais que lhe coubessem. Além do mais, os países europeus foram os que adotaram as medidas fiscais mais tímidas, ao se comparar com os Estados Unidos e com países asiáticos envolvidos na crise, como o Japão, e foram também os primeiros a abandonarem tais medidas. Chegaram inclusive, lideradas pela Alemanha, a rejeitarem os apelos feitos pelos Estados Unidos em 2009 de adotarem políticas fiscais para estimular a economia européia e, com isso, contribuir com a recuperação econômica mundial.

⁷⁷ Essa sigla representa os países que se encontram em situações mais delicadas após o início da crise financeira internacional, seriam eles: Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha. No início a sigla era apenas PIGS, posteriormente que a Itália foi incorporada ao grupo, acrescentando-se o segundo I.

⁷⁸ Chang (2004) apresenta argumentos contundentes a respeito dos equívocos na tentativa de reproduzir as instituições dos países desenvolvidos nos países em desenvolvimento. A mesma crítica seria válida na recomendação de replicar as atuais políticas adotadas pelos países desenvolvidos aos em desenvolvimento, ao invés de replicar o utilizado pelos primeiros para realizarem o processo de *catching up*.

2.5 Impactos da crise financeira global nos países emergentes

2.5.1 Os aspectos gerais

Se por um lado os países emergentes não foram os causadores da crise financeira global, por outro, eles não passaram incólumes a ela. Das quatro regiões analisadas na seção 2.2, a menos afetada foi a Ásia em Desenvolvimento, justamente àquela que apresentou os melhores indicadores de vulnerabilidade e que, na média, teve um menor grau de abertura financeira ao se comparar com a Europa Central e o Leste Europeu e com a América Latina e Caribe. Essas duas regiões sentiram os efeitos da crise com graus distintos de intensidade. Na maior parte dos aspectos, a primeira foi mais afetada, já em outros, a segunda sentiu mais os impactos. A região do Oriente Médio e do Norte da África foi impactada principalmente pelos movimentos nos preços do petróleo, dada a forte dependência dessa região.

No início da crise financeira, o robusto crescimento dos países emergentes no primeiro semestre de 2008 indicava que esses países se manteriam descolados da crise. Porém, com a piora na percepção de que os Estados Unidos e as principais economias do mundo entrariam em um processo recessivo, e com os problemas nos balanços de diversas firmas financeiras, os primeiros efeitos nos países emergentes foram sentidos. Como era de se esperar, os países do centro e leste europeu foram os primeiros a serem afetados.

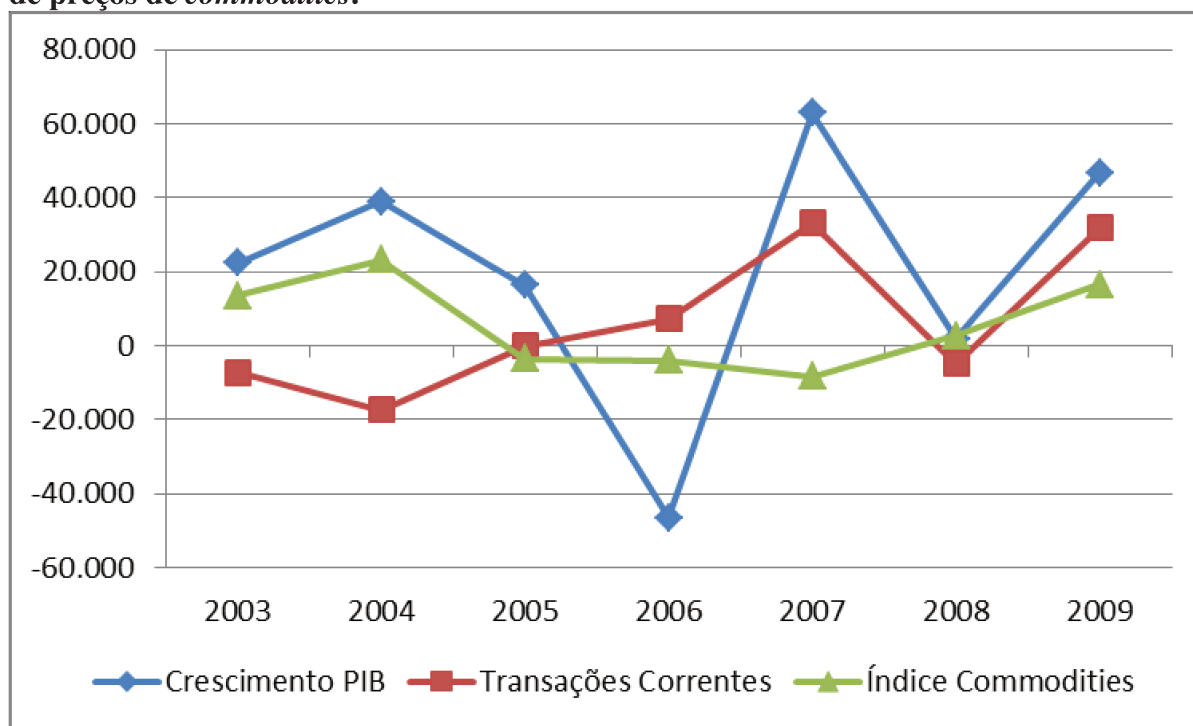
Após a falência do Lehman Brothers, o que então se chamara de crise do *subprime* passou a ser chamada de crise financeira global. Conforme aponta Guttman (2009), temendo o efeito do *moral hazard*, decidiu-se por não salvar o Lehman Brothers. Embora esta instituição financeira não fosse de grande dimensão relativa, houve um temor no mercado financeiro de que isso significasse um efeito dominó. Neste momento, a crise tomou proporções mais elevadas com o espalhamento do receio de crise sobre o mercado financeiro em todo o mundo, inclusive nos países emergentes asiáticos e latino-americanos.

Como ocorre em crises financeiras, houve uma corrida pela liquidez, para um *safe heaven*, que no caso do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, são os títulos do tesouro estadunidense, uma vez que, mesmo os Estados Unidos sendo o epicentro da crise, o país continua sendo o emissor da divisa-chave. Neste momento, caiu por terra a hipótese do descolamento. Mesmo os países emergentes que se encontraram em situações mais “sólidas” em suas contas externas e não estavam envolvidos diretamente nas operações com as “novas

gerações de *securities*”, sofreram com a repentina e violenta saída de capitais (gráfico 2.22), a qual provocou bruscas desvalorizações em suas moedas (gráfico 2.29). A conta corrente também trouxe pressões a esses países (gráfico 2.19), pois, além da retração de suas exportações, dada a menor demanda mundial, houve uma forte remessa de lucros das filiais situadas nos países emergentes para as matrizes nos países centrais (Prates e Cunha, 2011).

Ou seja, em um primeiro momento acreditava-se que os países com bons fundamentos externos não seriam impactados. Essa tese não se confirmou devido à característica não-conversível da moeda desses países. Sendo assim, tal como destacado na seção 1.4.2, países que possuem moedas na periferia do sistema monetário internacional e sejam financeiramente abertos, são suscetíveis as mudanças no cenário internacional, mesmo que apresentem bons indicadores de vulnerabilidade externa.

Gráfico 2.19: Evolução da taxa percentual de crescimento do saldo em conta corrente e do PIB dos países emergentes e em desenvolvimento, do PIB dos países desenvolvidos e índice de preços de *commodities*.



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Databases. Elaboração própria.

Akyus (2011) aponta diversos motivos para a repentina interrupção e reversão dos fluxos de capitais aos países emergentes após o colapso do Lehman Brothers, entre eles

destacam-se: (i) rápido crescimento da volatilidade nos mercados financeiros que levou ao aumento da aversão ao risco por parte dos investidores e credores; ii) introdução de garantias governamentais sobre depósitos e passivos em alguns países desenvolvidos; iii) desalavancagem global dado os altos níveis de endividamento; iv) remessa de lucros das filiais dos bancos estrangeiros com sede nos países emergentes a fim de auxiliar as matrizes em dificuldade; v) queda nos preços das *commodities* (gráfico 2.19), que diminuiu a percepção positiva em relação aos países emergentes; e vi) o fim da tese de descolamento dos países emergentes.

Segundo Prates e Cintra (2011), houve cinco canais principais que ocasionaram impactos diretos sobre o balanço de pagamentos e mercados de câmbio, os quais de acordo com os autores seriam:

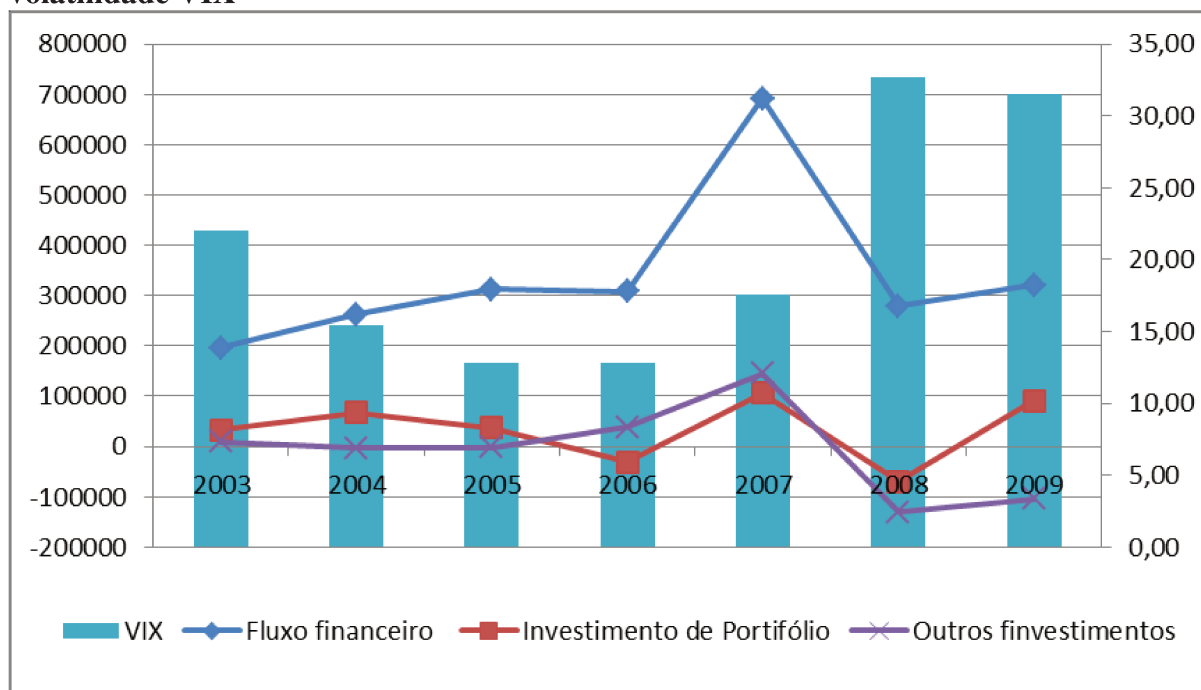
“(…) (i) a retração dos investimentos de portfólio num contexto de crescente aversão ao risco e preferência pela liquidez; (ii) a diminuição e, após a falência do Lehman Brothers, a virtual interrupção dos créditos externos, inclusive daqueles direcionados ao comércio exterior; (iii) a diminuição dos fluxos de investimento direto externo diante da desaceleração nos países avançados; (iv) a queda da demanda externa desses países e dos preços das *commodities*; (v) a redução das transferências unilaterais dos imigrantes” (Prates e Cintra, 2011, p. 13)

Com base na gráfico 2.20, se evidenciam alguns aspectos tanto dos motivos, como dos canais que levaram a crise financeira global impactar nos países emergentes. O aumento da variável VIX, por representar a mensuração da volatilidade, mostrou que os agentes se tornaram mais avessos aos riscos após a crise financeira global. Ou, em outros termos, se tornaram mais ávidos pela liquidez e com isso levaram aos aspectos i) e iii) levantados por Akyus (2011). Parcela da explicação dos canais de transmissão da crise também pode ser observada na gráfico 2.20. Após um significativo aumento no ano de 2007, todas as subcontas caíram bruscamente após a fase mais aguda da crise financeira global.

Interessante observar que o ano de 2007 representou um movimento atípico da relação entre o indicador VIX e os fluxos de capitais aos países emergentes. Esse comportamento pode ser creditado à tese do descolamento dos países emergentes. No momento em que ocorre a falência do Lehman Brothers e a crise se acentua, dispara o indicador de volatilidade e os fluxos

de capitais caem bruscamente, retomando o movimento esperado de oposição entre essas variáveis.

Gráfico 2.20: Evolução da conta financeira do balanço de pagamentos e das subcontas investimento de portfólio e outros investimentos, em US\$ milhões, e do índice de volatilidade VIX



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Databases e Chicago Board Exchange Rate. Elaboração própria.

Embora apresente semelhanças com o contágio das crises dos anos 1990, os impactos da atual crise nos países emergentes possuem características distintas. Isso se deve não apenas à origem da crise e às diferenças na situação de vulnerabilidade externa descritas na seção 2.2, como também pelas alterações no ciclo de fluxos de capitais privados nos anos 2000 em comparação aos anteriores.

Com base em Akyus (2011), tais alterações podem ser resumidas em sete aspectos: i) maior sincronia entre os movimentos de capitais em todos os países emergentes, tanto na alta quanto na baixa; ii) fluxo positivo líquido de capitais mesmo em países com superávits na conta de transações correntes; iii) fluxos de capitais dos últimos anos representou um valor muito superior aos das décadas anteriores; iv) fluxo deixou de ser unidirecional, operações de saída (*outflow*) de capitais dos países emergentes aos desenvolvidos cresceu em importância, a qual se deve tanto ao aumento dos investimentos externos diretos, mas também nos investimentos de

portfólio possibilitados pelas aberturas financeiras do tipo *outward transactions*; v) elevação também dos fluxos de capitais intra-regionais, principalmente os de investimento direto mas também em portfólio devido às diferenças entre as taxas básicas de juros; vi) passivo externo dos países emergentes têm sido crescentemente denominado nas moedas locais e a parcela do endividamento externo na conta capital e financeira tem diminuído; e vii) a maior importância dos investimentos em portfólio têm elevado a presença de capital estrangeiro nos mercados de capitais domésticos.

As mudanças apontadas no parágrafo anterior acarretaram mudanças no que se refere à vulnerabilidade dos países emergentes ao cenário de liquidez internacional. Em relação aos três primeiros aspectos, houve uma maior pressão e de forma mais generalizada para apreciações das moedas dos países emergentes. A fim de evitar a apreciação excessiva e prosseguir com superávits em transações correntes, alguns países optaram por um forte aumento das reservas internacionais e dos fundos soberanos, tal como comentado na seção 2.2. O quarto aspecto, além de atender a pressões dos agentes domésticos a fim de lhes dar um leque maior de opções de aplicação, também trazia a expectativa de que a saída de capitais iria reduzir as pressões sobre as taxas de câmbio.

O aspecto vi serve de atenuante ao maior volume de capitais ingressos nos países emergentes, pois reduz o problema do *currency-mismatch* aos agentes domésticos, transferindo o risco de variações cambiais e de taxa de juros aos investidores e credores internacionais. Entretanto isso não traz apenas benefícios a esses países. Isto porque os agentes externos passaram a ficar alavancados ao se endividarem em suas próprias moedas e emprestarem e/ou investirem em operações financeiras denominadas nas moedas dos países emergentes. Deste modo, apertos monetários nos países desenvolvidos passaram a ser ainda mais determinantes nas saídas de capitais dos países emergentes, não apenas pela redução no diferencial de juros, como também pelas reversões nas expectativas em relação ao comportamento da taxa de câmbio (Akyuz, 2011).

Os dois últimos aspectos em combinação também proporcionaram um maior impulso à criação de bolhas de créditos e de ativos nos mercados domésticos, os quais se tornaram crescentemente interligados com o comportamento dos fluxos líquidos de capitais. No mesmo sentido, o desempenho dos mercados acionários nos países emergentes passou a estar cada vez

mais próximo aos globais, comportamento reforçado pela maior participação dos agentes domésticos nos mercados externos (Akyus, 2011).

Com base nas alterações descritas nos parágrafos anteriores, pode-se concluir que um dos importantes fatores que levaram às crises dos países emergentes nos anos 1990 foi mitigado, isto é, o problema *currency mismatch* foi reduzido. Todavia, as mudanças nas características do ciclo de fluxos de capitais tornaram os países mais suscetíveis às variações nas expectativas dos agentes internacionais, cujo comportamento mimético foi acentuado. Deste modo, fortalece-se o argumento de que um país financeiramente aberto, cuja moeda se encontra na periferia da hierarquia do sistema monetário internacional, se encontra suscetível às alterações no cenário de liquidez internacional mesmo que apresente bons indicadores de vulnerabilidade externa. Destarte, um país com baixos níveis de endividamento externo e significativo superávit em transações correntes, não está livre de crises nos balanços de pagamentos dependendo do seu grau de abertura financeira.

2.5.2 Os aspectos específicos

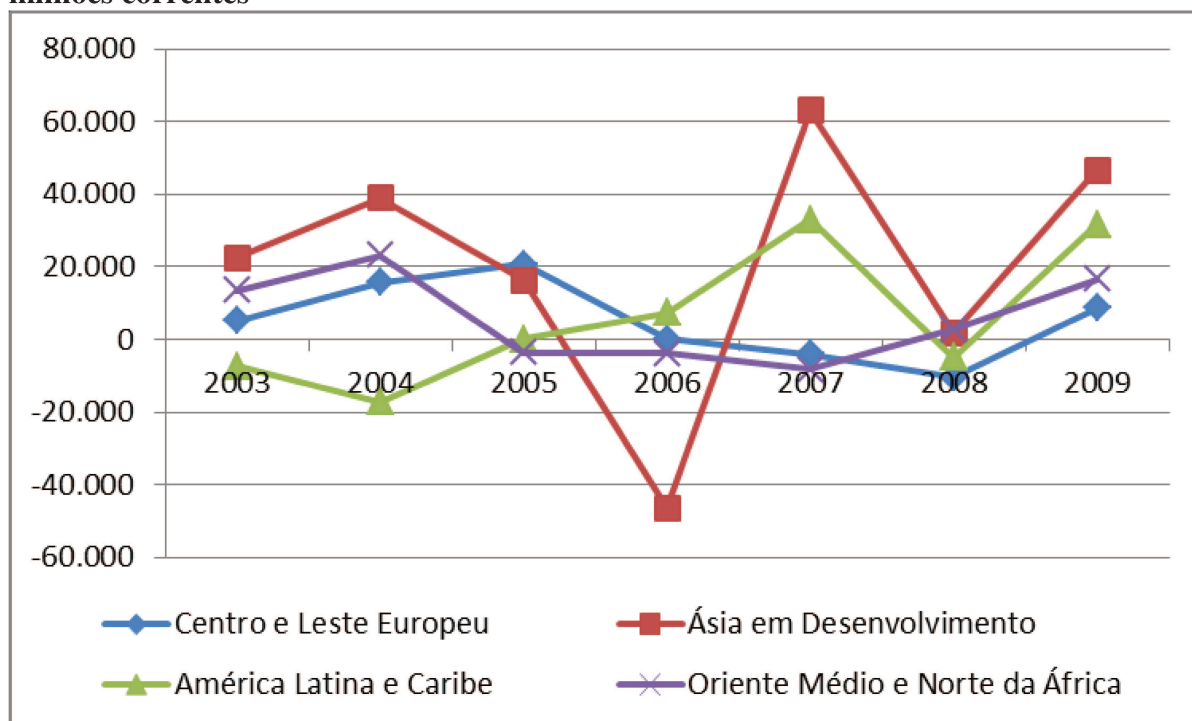
Apesar de todos os países emergentes terem sido afetados pela crise, a resiliência dos mesmos variou de acordo com a forma de inserção externa adotadas. Países com menor grau de abertura financeira, bons indicadores de vulnerabilidade externa, baixa dependência de exportações de *commodities* e regime monetário e cambial não exclusivamente voltados aos controles dos preços foram os menos impactados. Ou seja, os impactos mais severos ocorreram não apenas entre aqueles países que apresentavam elevados déficits em transações correntes como África do Sul e Turquia, mas também entre os países que preferiram seguir pelo caminho da abertura financeira, como Brasil, Coreia do Sul e México (Prates, 2011 e Prates e Cintra, 2011).

Antes de analisar os impactos da crise por países e comparar a importância da adoção ou não de medidas sobre gestão dos fluxos de capitais, retoma-se aqui a análise por regiões. Observa-se que em relação aos investimentos de portfólio (gráfico 2.21), houve um declínio no centro e leste europeu já em 2005, se mantendo assim até se recuperar em 2009. Na Ásia em Desenvolvimento e América Latina e Caribe, esses investimentos mantiveram crescimento acelerado até 2007. Contudo, em 2008, há uma brusca redução desses fluxos a essas duas regiões.

Esse maior tempo para apresentar os sinais de contágio da crise se deveu, como explicam Cintra e Prates (2011), ao fôlego adicional proporcionado pelas elevações nas notas de *rating* fornecidas pelas agências de risco a esses países. Neste momento, a tese do descolamento é derrubada. Tal movimento torna evidente que em momentos de crise de liquidez internacional, os capitais fogem dos países cujas moedas se encontram na periferia do sistema monetário internacional e vão em direção aos países de moeda central, especialmente o dólar. Isso ocorreu mesmo nessas duas regiões que apresentavam bons indicadores de vulnerabilidade externa.

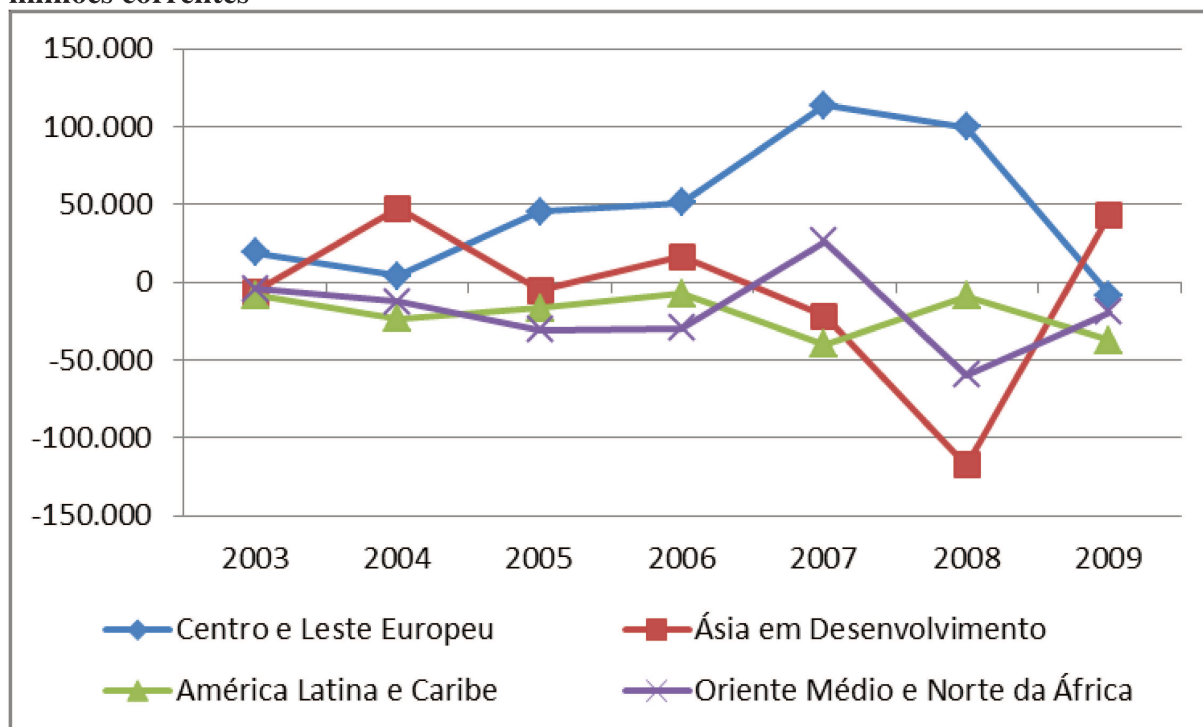
Os outros investimentos da conta financeira do balanço de pagamentos apresentaram um comportamento oposto dos investimentos em portfólio no que diz respeito a quais regiões foram primeiramente impactadas (gráfico 2.22). A América Latina e Caribe e Ásia em Desenvolvimento tiveram recuos destes fluxos ainda em 2007. Neste ano, as outras duas regiões analisadas ainda apresentaram crescimentos. Uma hipótese para esses resultados é que as instituições financeiras das duas primeiras regiões estavam apresentando melhores rendimentos e tinham condições de enviar recursos às instituições financeiras dos países desenvolvidos e dos emergentes que se encontravam em situações mais precárias. Não obstante, no ano de 2008 todas as regiões tiveram uma redução significativa nesses fluxos.

Gráfico 2.21 – Investimento privado de portfólio líquido para regiões selecionadas em US\$ milhões correntes



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Databases. Elaboração própria.

Gráfico 2.22 – Outros investimentos privados líquido para regiões selecionadas em US\$ milhões correntes

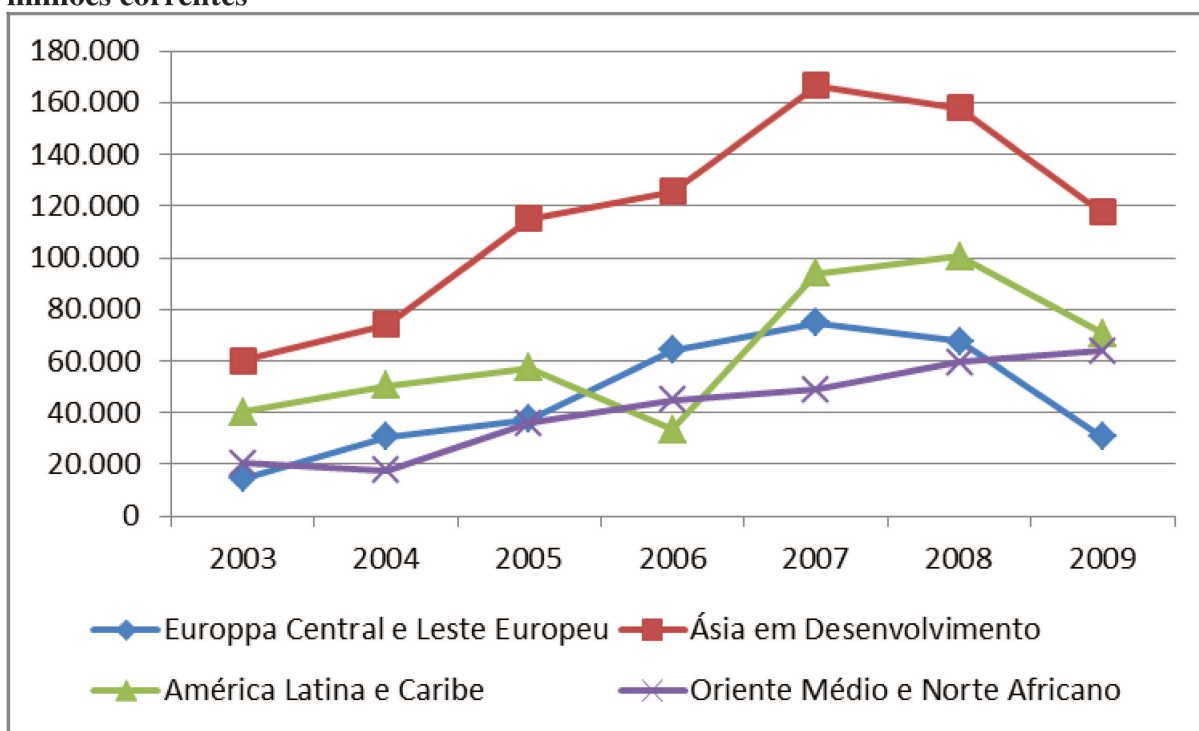


Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Databases. Elaboração própria.

Quanto ao investimento direto externo (gráfico 2.23), tanto a Europa Central e do Leste, quanto a Ásia em Desenvolvimento começaram a declinar em 2008, apresentando uma queda mais marcante em 2009, ano em que a região da América Latina e Caribe teve o primeiro, mas brusco, recuo desde 2006. Enquanto que a África do Norte e Oriente Médio não foi significativamente impactada.

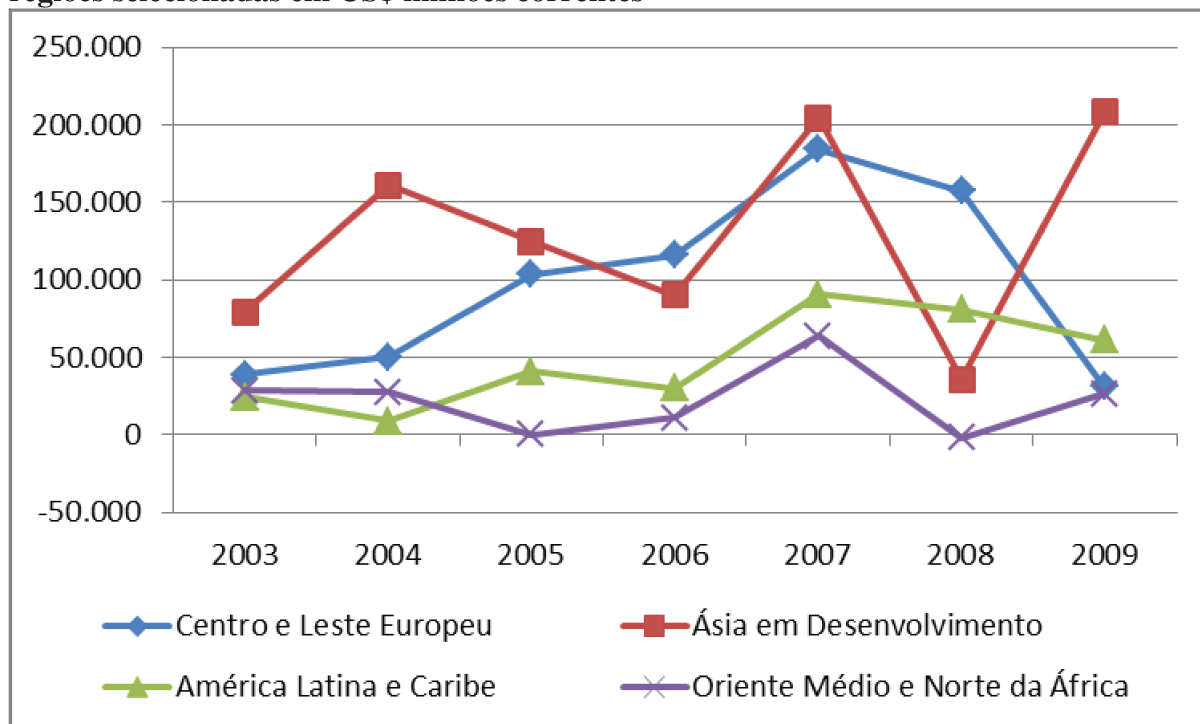
No que diz respeito ao total dos fluxos privados (gráfico 2.24), a Ásia em Desenvolvimento e o Oriente Médio e Norte da África tiveram um comportamento em “V” entre 2007 e 2009. Ou seja, foram significativamente impactados em 2008, mas se recuperaram rapidamente em 2009. As outras duas regiões mantiveram o declínio iniciado em 2008 também em 2009, sendo que o Centro e Leste apresentou uma queda mais acentuada.

Gráfico 2.23 – Investimento direto externo líquido para regiões selecionadas em US\$ milhões correntes



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Databases. Elaboração própria.

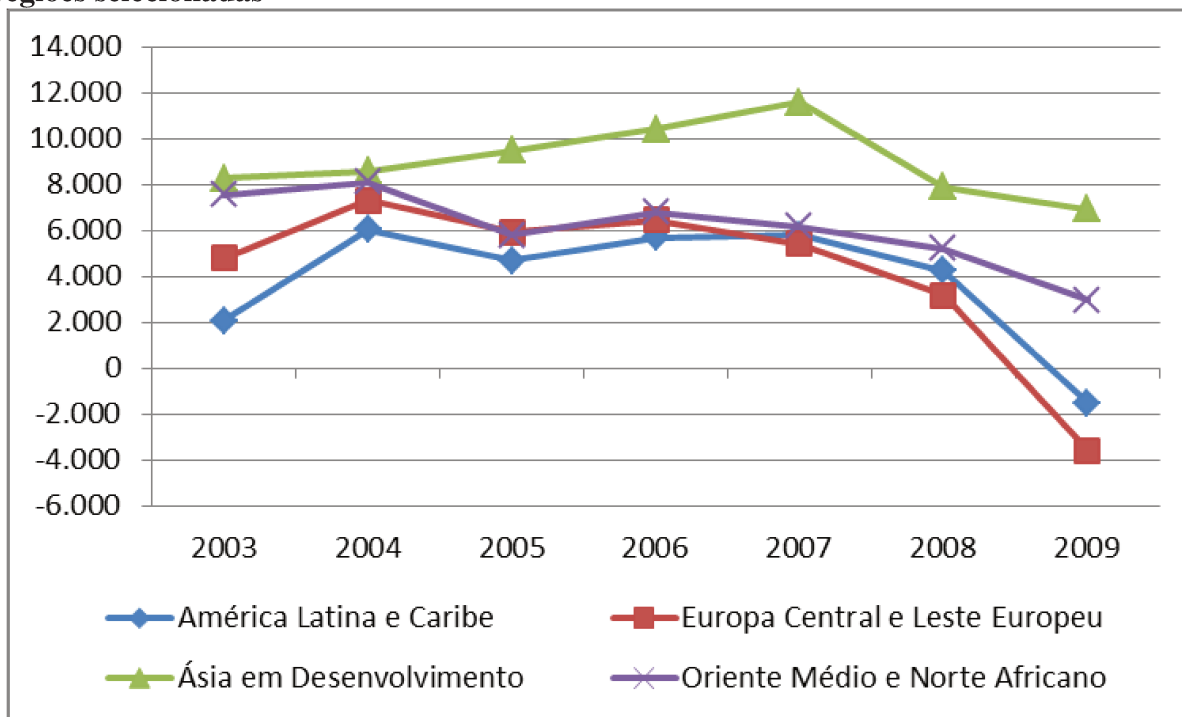
Gráfico 2.24 – Fluxos privados líquidos da conta financeiro do balanço de pagamentos para regiões selecionadas em US\$ milhões correntes



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Databases. Elaboração própria.

Os efeitos sobre o PIB dessas regiões também foram marcantes (gráfico 2.25). A partir de 2007, todas as regiões tiveram suas taxas de crescimento reduzidas. Entre 2008 e 2009, o Centro e Leste Europeu e a América Latina e Caribe tiveram um baque em seu crescimento econômico, apresentando taxas negativas em 2009. Deve-se salientar que a Ásia em Desenvolvimento, embora tenha reduzido o ritmo de crescimento, manteve a taxa de crescimento acima dos 6%.

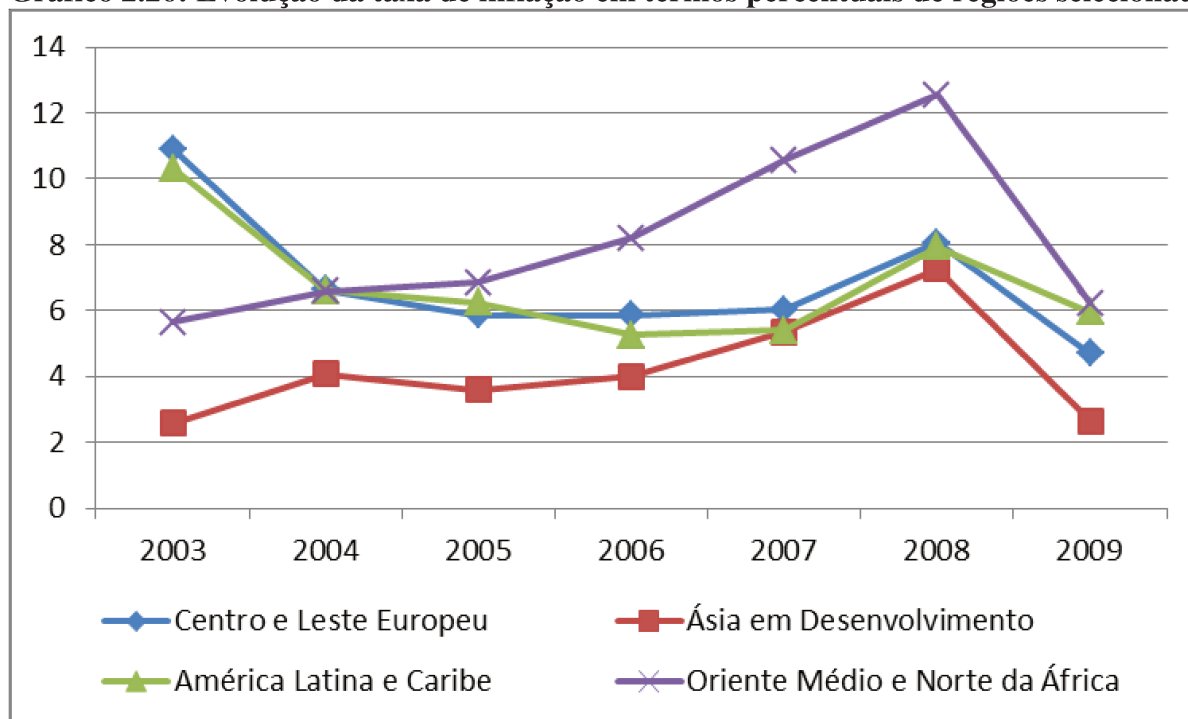
Gráfico 2.25: Evolução da variação do PIB a preços correntes em termos percentuais de regiões selecionadas



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Databases. Elaboração própria.

Analisando o aspecto inflacionário, percebe-se, a partir da gráfico 2.26, que até a iminência da crise financeira global, a inflação mostrava-se crescente em todas as regiões em questão, sendo o preço das *commodities* (gráfico 2.9) um fator de pressão comum a todas as regiões. A fim de conter a elevação dos preços, diversos bancos centrais de países dessas regiões resolveram adotar uma estratégia de aperto da política monetária. Esse movimento se deu apesar da crise financeira (ainda não global) já emitir os primeiros sinais de sua grandeza. Quando ocorre a falência do Lehman Brothers e há uma reversão súbita dos fluxos de capitais, tal política monetária se demonstrou equivocada. Isto porque o que ocorreu com a crise foi um impacto negativo nos PIBs e a redução nos níveis de preços, seja pela redução no crescimento mundial, seja - e principalmente por isto – pela redução nos níveis de preços das principais *commodities* internacionais.

Gráfico 2.26: Evolução da taxa de inflação em termos percentuais de regiões selecionadas

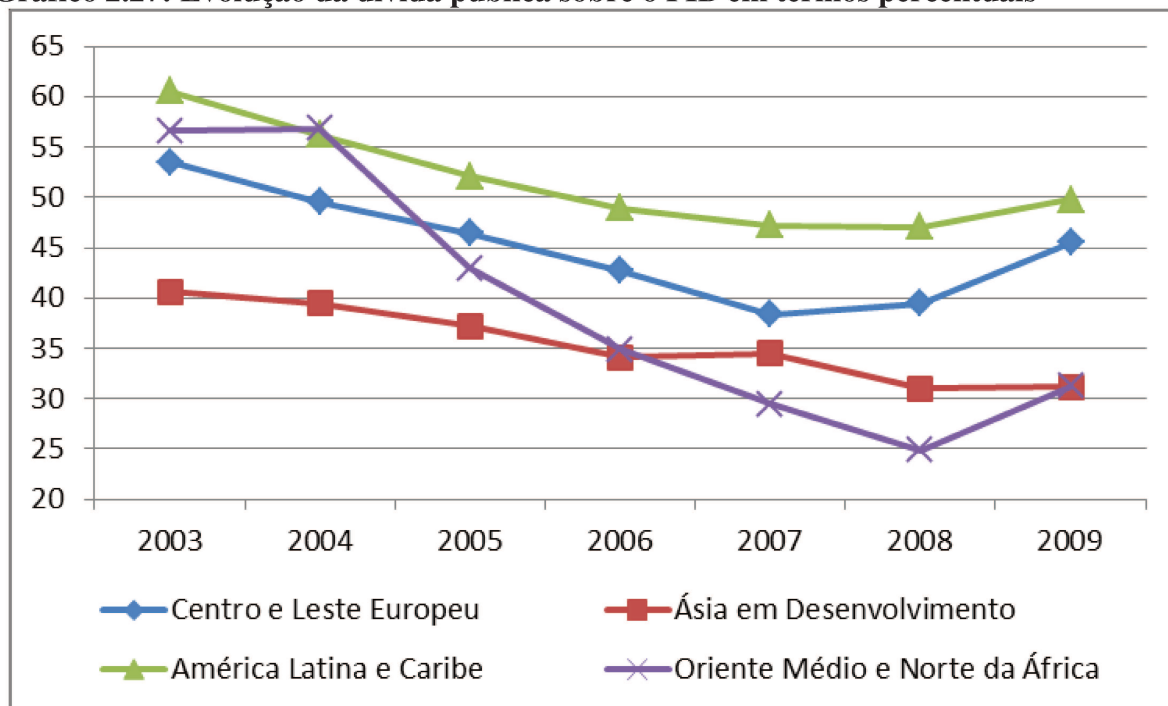


Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Databases. Elaboração própria.

Em termos de endividamento interno, apenas a Ásia em Desenvolvimento não apresentou uma piora com a crise financeira global (gráfico 2.27). Interessante observar que o endividamento público sobre o PIB vinha em uma trajetória declinante no Centro e Leste Europeu, apenas após a incidência da crise que o mesmo apresentou uma piora significativa. A região da América Latina e Caribe também inverteu a tendência de queda que havia nos anos anteriores, porém a piora foi menos acentuada. Já o Oriente Médio e Norte da África tiveram uma piora apenas em 2009.

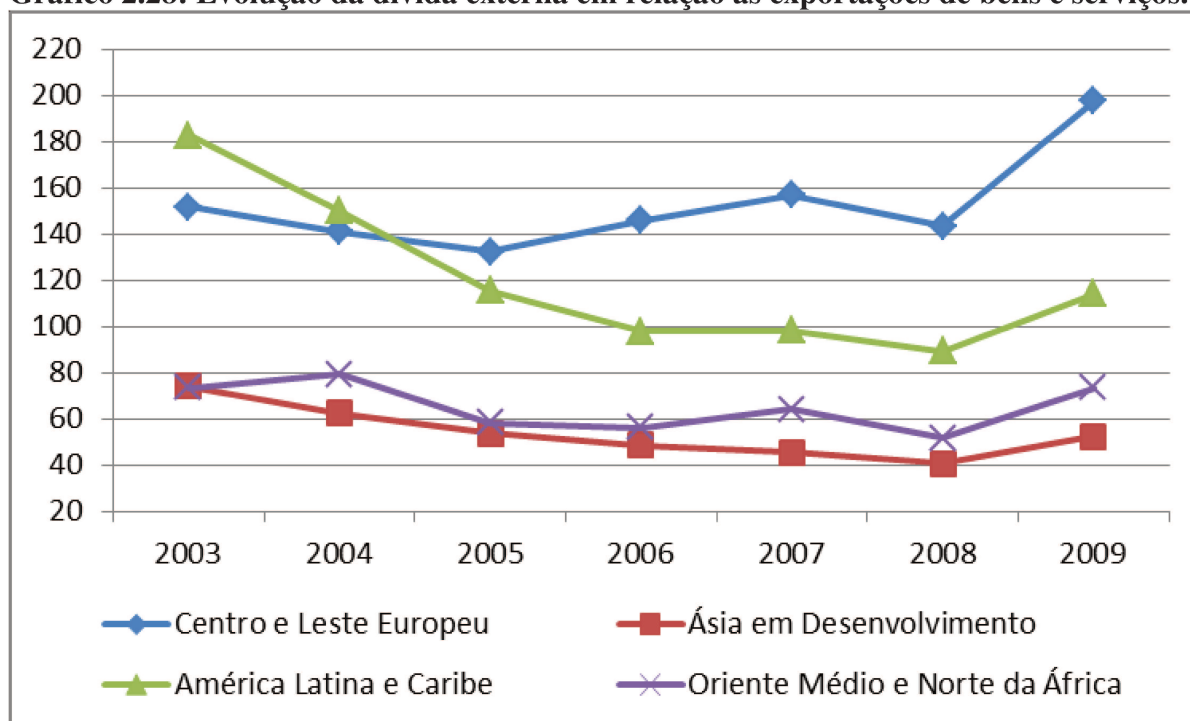
As linhas que indicam a trajetória do endividamento externo sobre as exportações apresentam um formato muito semelhante entre as regiões analisadas. Deve-se destacar, contudo, que nas regiões onde esses indicadores apresentavam os patamares mais elevados tiveram também o maior salto. Nesse sentido, a Europa Central e do Leste mais uma vez apresentou piora mais acentuada.

Gráfico 2.27: Evolução da dívida pública sobre o PIB em termos percentuais



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Databases. Elaboração própria.

Gráfico 2.28: Evolução da dívida externa em relação às exportações de bens e serviços.

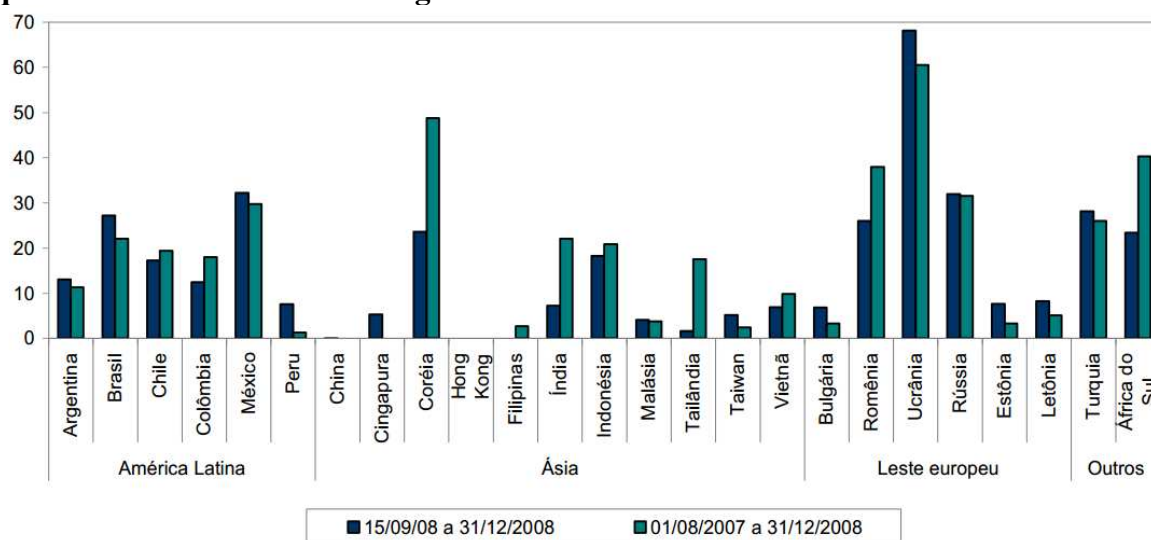


Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Databases. Elaboração própria.

A análise dos dados acima corroborou o argumento de que a região que combinou a maior abertura financeira com piora nas condições externas, no caso a Europa Central e do Leste, foi a mais afetada na crise. Contudo, alguns indicadores demonstraram que os efeitos sobre a América Latina e Caribe tiveram um resultado muito semelhante ao da primeira região. Esse não é um resultado surpreendente se levar em conta os argumentos nos quais esse trabalho se baseia, isto é, países abertos financeiramente, cujas moedas se encontram na periferia do sistema monetário internacional, são vulneráveis a mudanças no cenário de liquidez internacional mesmo que o país em questão apresente indicadores de vulnerabilidade e solvência externa em níveis considerados adequados.

A figura 2.1 apresenta as variações nas taxas de câmbio desde o momento em que a crise se limitava ao mercado *subprime* até o momento mais agudo da crise (01/08/2007 até 31/12/2008) e apenas na fase mais acentuada (15/09/2008 até 31/12/2008). A vantagem de se observar os impactos das variações cambiais é que elas estão sujeitas tanto aos movimentos dos fluxos de capitais quanto das posições nocionais líquidas dos derivativos⁷⁹. Como era de se esperar, as moedas dos países do Leste Europeu tiveram as maiores depreciações em ambos os períodos. Além delas, podem-se destacar os movimentos bruscos das taxas de câmbio da Coreia do Sul, África do Sul, Turquia, México e Brasil.

Figura 2.1: Variações das taxas de câmbio de países selecionados durante a terceira e quarta fase da crise financeira global



Fonte: Prates e Cintra (2009)

⁷⁹ Essa afirmação é válida para países que possuem um mercado desenvolvido de derivativos cambiais.

Conforme observam Prates e Cintra (2009), os países do Leste europeu, com destaque a Romênia e Ucrânia, foram fortemente impactados pela crise devido à combinação de abertura financeira, déficit em transações correntes e endividamento em moeda estrangeira. Esses países mantiveram durante o período pré-crise taxas de câmbio estáveis ou com tendências a apreciação e diferencial positivo da taxa de juros. Ao mesmo tempo, houve um processo amplo de abertura financeira, permitindo-se tanto o influxo de capitais quanto a presença de bancos estrangeiros. Os capitais externos que financiavam os déficits em transações correntes, também impactavam a estabilidade financeira desses países, impulsionando bolhas imobiliárias e expansão nos ciclos de créditos. No estouro da crise, esses países foram afetados não apenas com a saída dos capitais que tinham como destino o investimento em portfólio, como também pela emissão de divisas dos bancos estrangeiros às suas matrizes, as quais também se encontravam em situação delicada com os efeitos da crise.

Contudo, nem todos os países mais fortemente impactados pela crise apresentavam déficits significativos em transações correntes. Exemplo disso são Chile, Índia, Rússia, Brasil, Coreia do Sul e México. Além de apresentar superávits ou pequenos déficits em transações correntes, possuíam um volume significativo de reservas. Eles têm em comum a abertura financeira durante os anos 2000, as quais possibilitaram tanto a liberdade de entrada e saída de capitais como a participação de bancos estrangeiros nessas economias (Mihaljek, 2006; Moreno, 2005; AREAER, 2008, 2010 e 2012).

Desses países, chamam a atenção os casos do Chile e da Rússia. O primeiro apresentou superávit em transações correntes como proporção do PIB acima de 4% em 2006 e 2007, já o segundo apresentou para o mesmo indicador em 2005, 2006 e 2007 os valores de 11,05%, 9,53% e 5,92% respectivamente (IMF). Esses resultados não foram suficientes para que esses países passassem imunes ao pessimismo do mercado financeiro durante o terceiro e quarto estágio da crise financeira global. É verdade que ambos países são sensíveis a mudanças de preços nas *commodities* internacionais, mas uma piora nos seus meios de troca não seria suficiente para provocar as depreciações em suas moedas (gráfico 2.26).

Conforme aponta Conrad (2009), a Rússia apresentara um rápido crescimento na participação do crédito sobre o PIB e parcela importante da captação dos bancos veio através de empréstimos externos. Na crise, os bancos russos se encontravam com elevados passivos externos e tiveram interrupções dos fluxos de capitais internacionais. A deterioração dos balanços

bancários em conjunto com a queda dos preços de suas principais *commodities* criou forte pressão sobre rublo. De acordo com Chan-Lao (2010), com exceção dos países do leste europeu, o Chile foi o país que apresentou uma maior participação de bancos estrangeiros no seu sistema financeiro, sendo estes grandes responsáveis pelas posições nocionais líquidas em derivativos. O autor ressalta ainda que o Chile se tornou vulnerável especialmente às possíveis vicissitudes do sistema financeiro espanhol.

No que se refere ao Brasil, Coreia do Sul e México, alguns aspectos em comum a esses países devem ser ressaltados. Após as crises cambiais que assolaram esses países na década de 1990, ambos optaram pelo regime de taxa de câmbio flutuante e aprofundamento da abertura financeira (WORLD DEVELOPMENT 2011). A combinação dessas medidas, como já discutida na seção 1.3, faz com que a taxa de câmbio seja determinada pelo mercado financeiro e não por fatores reais da economia. Sendo assim, a moeda pode estar se apreciando mesmo que esteja havendo uma piora na conta de transações correntes.

Com a maior mobilidade aos investidores internacionais e elevação da participação dos mesmos, a taxa de câmbio passa a flutuar de modo mais exacerbado. Os agentes privados passam a utilizar de derivativos a fim de se proteger contra variações na taxa de câmbio. Essas operações, cuja ampliação se deu pela abertura financeira, foram amplamente utilizadas não somente com a função de *hedge*, mas também com o intuito de especular em favor da apreciação das moedas domésticas. Esse movimento das moedas era reforçado pela elevação da taxa básica de juros, objetivando de conter as suas respectivas taxas de inflação (Prates e Cintra, 2009).

Algumas empresas destinaram importantes parcelas de suas receitas no mercado de derivativos em detrimento do setor produtivo. Parte significativa dessa estratégia se deve ao sufocamento que a moeda apreciada fazia com tais empresas, outra parte deve ser creditada à estratégia da financeirização das empresas. Segundo Prates e Cintra (2009), os bancos estrangeiros tiveram um papel fundamental em fomentar as operações com derivativos cambiais nesses países, dado seu maior conhecimento nessas operações, cabendo aos bancos domésticos o papel de replicar os mecanismos utilizados pelos primeiros. Embora não se limitasse ao mercado de balcão, este foi o local onde ocorreu o maior número desses contratos e onde eles apresentavam as características mais complexas.

Cada um dos três países apresentou algumas particularidades que os tornaram mais suscetíveis aos impactos da crise financeira global. O México exibiu a maior participação de

bancos estrangeiros em seu sistema financeiro. A Coreia do Sul apresentava seus bancos altamente endividados a curto prazo em dólar e empresas de posse de contratos que apostavam na trajetória de apreciação do *won*. Já o Brasil possuía o maior número de contratos de derivativos cambiais, onde os riscos e os benefícios das variações cambiais ficavam a cargo das empresas não financeiras, cabendo aos bancos apenas os riscos de crédito, pois eles trabalhavam com operações espelho que anulariam as perdas/ganhos da apreciação/depreciação do real (Prates e Cintra, 2009).

Coreia do Sul e Brasil receberam pesada pressão no mercado cambial devido às largas operações com derivativos cambiais e em ambos havia um número considerável de empresas não produtivas que participavam de tais mercados. Já o México foi impactado tanto pelas questões com derivativos como da maior participação dos bancos estrangeiros doméstico. Não obstante, deve-se ter mente que todos esses cinco países foram impactos por esses dois canais, sendo que o México tinha uma posição intermediária entre eles no que se refere ao volume e complexidade de derivativos e participação de bancos estrangeiros no mercado financeiro doméstico (PRATES e CINTRA, 2009, CHAN-LAO, 2010 e Conrad, 2009).

A China, por sua vez, sentiu significativamente menos os efeitos da crise. Este país optou por um regime monetário e cambial e intervenção estatal que vocacionassem o país a ser competitivo externamente. Suas exportações, as quais eram (são) baseadas em produtos manufaturados, sustentaram contínuos superávits em transações correntes, sendo que parcela significativa era (é) convertida em reservas internacionais e recursos aos fundos soberanos.

Essas duas últimas medidas em combinação com as técnicas de gestão sobre os fluxos de capitais, permitiram que o yuan não se apreciasse de modo mais acelerado em relação ao dólar, a fim de manter suas exportações em preços competitivos. Além disso, tal combinação tornou o país menos suscetível a choques externos. Desde a sua inserção externa, este país não abriu mão da adoção de técnicas de gestão sobre os fluxos de capitais. O mercado financeiro doméstico é fortemente regulado, com restrições sobre a presença de bancos estrangeiros e sobre as diferentes operações financeiras. Os controles sobre os fluxos de capitais se dão tanto no sentido de entrada (imposição sobre quais investimentos do exterior podem ingressar no país) quanto de saída (limites a remessas de lucros, permanência mínima das aplicações e coibição de investimentos no exterior por parte de residentes).

2.6 Considerações finais

O caráter instável dos fluxos de capitais no SMFI contemporâneo se mostrou temerário aos países em desenvolvimento que optaram pela inserção na globalização financeira. Como se viu, houve um padrão comum nas experiências de abertura financeira desses países. Nos momentos em que os agentes que operam nos mercados financeiros internacionais estavam com maior apetite por risco, os capitais ingressaram nos países emergentes em busca de maiores retornos, levando a apreciações das moedas, perda de competitividade dos setores *tradables*, crescimento do endividamento externo e interno e descasamento de moedas. Nos momentos de reversão das expectativas, seja por condicionantes internos, seja por externos, os capitais saíram abruptamente desses países levando a crises nos balanços de pagamentos.

Após as crises dos países emergentes, houve um conjunto de alterações nas políticas econômicas desses países. Também se observou uma melhora de diferentes indicadores de vulnerabilidade interna e externa das regiões dos países emergentes. Criticou-se o argumento de que a crise financeira global seria consequência das estratégias dos países emergentes em manter elevados níveis de reservas e superávits em transações correntes. Por outro lado, argumentou-se que a crise foi decorrente das próprias condições do sistema monetária e financeiro internacional contemporâneo, tratadas no capítulo anterior, e que foram acentuadas com a introdução de inovações financeiras nos anos 2000.

Quando a crise contemporânea deixou de ser a crise do *subprime* e passou a ser global, observou-se o fim da hipótese de descolamento dos países emergentes. A não conversibilidade de suas moedas fez com que mesmo os países com sólidos indicadores macroeconômicos fossem impactados com abruptas saídas de capitais. Todavia, não se está afirmando que as condições dos indicadores são indiferentes às saídas de capitais nos momentos de crise. Países do centro e leste europeu foram os primeiros e os que mais fortemente sentiram os impactos da crise.

O grau de abertura financeira dos países emergentes mostrou-se fundamental para determinar o tamanho dos impactos da crise. Países que optaram pela abertura financeira foram impactados significativamente pela crise e não apenas aqueles com indicadores ruins de vulnerabilidade. Já os países com maior controle sobre os fluxos de capitais foram os menos impactados. Nesse sentido, merece destaque o caso chinês, pois foi um país que conseguiu captar

elevados volumes de capitais privados nos anos anteriores à crise financeira global e, mesmo assim, foi pouco afetado quando ela ocorreu. Esse fato corrobora os argumentos trazidos na seção 2.3, de que as técnicas de gestão sobre os fluxos de capitais empregadas pela China permitem uma melhor composição dos fluxos de capitais e reduz a vulnerabilidade a crises externas.

Capítulo III

ANÁLISE EMPÍRICA SOBRE OS DETERMINANTES DOS FLUXOS FINANCEIROS AOS PAÍSES EMERGENTES

3.1 Introdução

Ainda há muitas divergências na literatura sobre quais seriam os principais determinantes do ingresso dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento. Nessa mesma linha, não há consenso sobre quais foram os determinantes da retomada dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento no início dos anos 1990.

De acordo com Isard (2004), o principal motivo para essa retomada foi a abertura financeira por parte desses países ao final dos anos 1980 e início dos anos 1990, aliada a introdução dos *Brady bonds*. Nesse sentido, a combinação da abertura financeira com a emissão títulos de aceitação no mercado internacional teria impulsionado a reinserção dos países em desenvolvimento nos portfólios dos investidores internacionais. Já Prates (1999) aponta como principal determinante ao retorno dos fluxos de capitais privados naquele momento o contexto de redução da taxa de juros pelo Fed e diversificação de portfólio pelos investidores internacionais, dada a deflação da riqueza mobiliária e imobiliária nos países centrais. Nesse sentido, a autora considera que a dinâmica dos fluxos de capitais é preponderantemente exógena e que questões internas aos países seriam apenas complementares. Na mesma linha de argumentação, Biancarelli (2007) sustenta que, apesar de fatores internos legitimarem os movimentos de capitais, são os fatores exógenos à economia doméstica que determinam o direcionamento dos fluxos de capitais.

Essa discussão sobre a preponderância dos determinantes internos ou externos para os fluxos de capitais aos países em desenvolvimento é conhecida na literatura como *push or pull factors*. Normalmente os trabalhos empíricos se referem aos fatores exógenos como sendo os: rendimento em renda fixa e eventualmente renda variável de aplicações financeiras nos Estados Unidos, país emissor da moeda-chave do sistema monetário internacional, crescimento econômico dos países industriais e a preferência por liquidez dos agentes que atuam no mercado financeiro. Já os segundos se referem aos fatores internos como a estabilidade macroeconômica, expectativa da melhora da rentabilidade de seus ativos seja pela combinação de juros elevados com valorização cambial, seja pela expectativa de valorização da riqueza até então depreciada – e reformas estruturais.

Existem indagações que ainda geram divergências nas respostas, como: quais são os fatores determinantes dos fluxos de capitais, externos ou internos? Quais tipos de rendimentos são os mais importantes para os fluxos de capitais, os de médio e longo ou curto e curtíssimo

prazo? O que é mais relevante, a liquidez na forma de divisa ou bons indicadores de vulnerabilidade interna e externa? O grau de abertura financeira é realmente significativo para a atração dos capitais externos?

Na tentativa de elucidar essas questões, este capítulo está dividido em duas seções, além desta introdução e da conclusão. A primeira seção se propõe a fazer uma revisão não extensiva dos trabalhos empíricos sobre os determinantes dos fluxos financeiros aos países em desenvolvimento após sua inserção no processo de globalização financeira. A segunda e principal seção do capítulo pretende trazer importantes contribuições à literatura empírica sobre os determinantes dos fluxos de capitais privados para os países em desenvolvimento: primeiramente, pela abrangência do painel adotado, que incorporou 42 países em desenvolvimento de quatro diferentes continentes num período de 21 anos que se inicia em 1988 – quando esses países começam a se inserir na globalização financeira – e termina em 2008, ano da crise financeira global; ademais, estimou-se parâmetros de 6 variáveis caracterizadas como *push factors* e oito variáveis caracterizadas como *pull factors*.

Além do amplo número de variáveis adotadas, este capítulo inova com a adoção da variável VIX CBOE para uma regressão com a soma das subcontas investimentos de portfólio, derivativos e outras contas da conta financeira do balanço de pagamentos. De acordo com a revisão da literatura especializada (resumida na subseção 3.2.1), essa variável também não foi utilizada em companhia com a maior parte das variáveis empregadas nos modelos desse capítulo. Ainda merece destaque o uso de variáveis defasadas da taxa de câmbio e do valor das ações dos EUA com a perspectiva de captar a expectativa dos agentes internacionais quanto ao comportamento dessas variáveis dentro da perspectiva de Keynes (1936, 1937), segundo a qual os agentes econômicos se apoiam nos indicadores passados e nas convenções para fazerem suas apostas. Sendo assim, para completar as variáveis defasadas na formação das expectativas, foram utilizadas o desempenho corrente do Dow Jones e do PIB mundial.

Como se verá a seguir, os resultados obtidos trazem importantes avanços à literatura empírica sobre o tema. Esse avanço é reforçado pela robustez e consistência da análise econométrica realizada, a qual foi bastante cuidadosa e incorporou uma diversidade de testes muitas vezes negligenciados nos modelos que tratam os determinantes dos fluxos de capitais, mas que são recomendados pela literatura especializada em dados em painel. Ainda foram realizados

testes para averiguar quais variáveis que seriam significativas para determinar os fluxos de capitais nos momentos de crise.

3.2 Revisão empírica e método de análise

3.2.1 Revisão empírica

Um dos trabalhos empíricos pioneiros que buscaram estimar a preponderância dos *push* e *pull factors* foi Calvo, Leiderman e Reinhart (1993). Os autores realizaram estimativas com base na técnica VAR para dez países latino americanos⁸⁰ durante o período que engloba janeiro de 1988 e dezembro de 1991. Dada a indisponibilidade de dados para todos os países durante o período em questão, utilizou-se como proxy dos fluxos financeiros a variação da taxa real de câmbio e das reservas internacionais, que segundo os autores estariam diretamente relacionados. Os resultados obtidos apontam para a maior relevância dos fatores exógenos, em especial a taxa de juros dos Estados Unidos que havia se reduzido no período em questão.

Fernandez-Arias e Montiel (1996) vão ao encontro dos resultados obtidos pelos primeiros autores e encontram estimativas significativas entre a taxa de juros dos Estados Unidos para a entrada líquida dos fluxos financeiros. Contudo, eles consideram os fatores internos, tais como rentabilidade dos ativos e a avaliação do risco de crédito, como importantes fatores para a entrada dos fluxos de capitais. O problema, segundo os autores, se encontra na dificuldade de mensurar tais fatores. Pois, existiria um conjunto grande de variáveis que influenciam na determinação dos riscos e que individualmente não teriam a mesma acurácia nas estimações que a taxa de juros externa.

Fernandez-Arias (1996) buscou expressamente compreender quais dos fatores, *pull* ou *push*, seriam preponderantes nos influxos de capitais nos países emergentes. Novamente os resultados apontaram para a maior importância da taxa de juros externa. Isto, porque além da importância direta que essa variável tem, ela se mostrou determinante no comportamento do risco de crédito dos países em desenvolvimento. Ao mesmo tempo, variáveis internas, a exemplo do estoque de capital externo e total em reservas de moedas estrangeiras não apresentaram resultados significativos.

⁸⁰ Os países são Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru, Uruguai e Venezuela.

Chuhan, Claessens e Mamingi (1993) e Taylor e Sarno (1997) realizam estimações para investigar os determinantes dos investimentos de portfólio dos Estados Unidos em nove países latino americanos e nove asiáticos entre janeiro de 1988 e setembro de 1992. Os trabalhos utilizaram dois conjuntos de variáveis explicativas, de um lado os fatores específicos de cada país – prêmio da taxa de câmbio no mercado paralelo e taxa de risco país fornecida pelo Institutional Investor – e por fatores globais, representados pelas taxas de juros de curto e longo prazo dos Estados Unidos.

A diferença principal entre os trabalhos é apenas quanto ao método, em que o mais recente utilizou um vetor de correção de erros para captar os efeitos de longo prazo. Os resultados obtidos pelo primeiro trabalho indicam que os fluxos de capital aos países latino-americanos são determinados de forma equivalente pelos fatores internos e externos, já nos países asiáticos os fatores internos apontaram para uma maior relevância de três a quatro vezes. O segundo trabalho conclui que há importância tanto dos fatores entendidos como *push factors* quanto dos *pull factors* no que se refere aos determinantes de longo prazo das ações e dos títulos e preponderância dos primeiros no que se refere aos fluxos de curto prazo sobre os títulos.

Kim (2000) utiliza como variáveis para estimar os determinantes da conta capital e financeira em quatro países emergentes a taxa do tesouro e PIB dos Estados Unidos e termos de troca como variáveis externas e choques de demanda e de oferta como as variáveis internas. Os resultados encontrados apontam para um aumento da importância dos fatores externos a partir dos anos 1980. Ou seja, a abertura financeira intensificou a importância dos fatores externos. Em estudo semelhante, mas agora apenas para Coreia do Sul e México, Yin e Kim (2001) apontam os ciclos de negócios dos Estados Unidos e a taxa de juros desse país como responsáveis por mais de 50% dos impactos sobre os fluxos de capitais entre 1980 e 1996 nos países analisados.

Dasgupta e Ratha (2000) partem do postulado que existem dois estágios na tomada de decisões dos movimentos de capitais privados. No primeiro os investidores dos países desenvolvidos decidem o quanto irão investir nos países em desenvolvimento. O segundo é estabelecer o destino. No estudo econométrico a partir da técnica de dados em painel, os autores consideram o primeiro estágio como dado e realizam as estimações dos determinantes dos movimentos da conta financeira excetuando o investimento direto a partir do segundo estágio. Os resultados encontrados apontam que tais movimentos se elevam conforme se aumenta o déficit em transações correntes, o investimento externo direto, a renda per capita e o desempenho

econômico. Deve-se ressaltar ainda que embora os autores considerem a disponibilidade de fundos como dada, eles as reconhecem como significativas na determinação dos fluxos financeiros privados aos países específicos.

Mody, Taylor e Kim (2001) realizam estimações para verificar a preponderância dos *push factors* ou *pull factors* na determinação dos fluxos de capitais privados a 32 países em desenvolvimento entre janeiro de 1990 e dezembro de 2000. As variáveis internas utilizadas foram os índices de preços de consumo, o nível de crédito doméstico, a relação entre dívida de curto prazo e o nível das reservas, o nível de produção industrial, taxa de juros doméstica de curto prazo, rating de crédito, razão entre as reservas externas e as importações e o nível do índice de mercado de ações. Os fatores globais seriam o crescimento da produção estadunidense, o Emerging Markets Bond Index (EMBI), a taxa de risco swap dos Estados Unidos e US high-yield spread como proxy para aversão ao risco.

Com base em um modelo que utiliza um vetor de correção de erros, os autores encontraram uma maior preponderância dos fatores internos na determinação dos fluxos de capitais. Fazendo simulações para verificar os impactos dos mesmos fluxos a partir de choques externos, as variáveis financeiras impactaram imediatamente mas os fluxos retornaram aos níveis originais após 6 a 8 meses. Já os fatores produtivos, além de reduzir os fluxos substancialmente, fizeram com que eles não retornassem ao nível original.

Hernandez, Mellado e Valdes (2001) analisam os determinantes dos fluxos de capitais privados aos países em desenvolvimento entre 1977 a 1997. Repetindo a tradição dos *pull* e *push factors*, os autores utilizaram como determinantes internos a taxa real de crescimento, resultado das contas do governo, exportações e serviço da dívida externa, ambas como proporção do PIB, crescimento do crédito bancário ao setor privado e apreciação real da moeda. Como fatores externos utilizou-se a taxa real de juros dos Estados Unidos, atividade econômica dos países industriais e os fluxos líquidos aos países emergentes menos o fluxo recebido pelo país específico. Os resultados obtidos apontaram para uma maior relevância dos fatores internos. A região do país também se mostrou relevante.

Hoti (2004) realizou diversos testes econométricos a partir de diferentes modelos teóricos e empíricos com intuito de identificar quais seriam os fatores predominantes, *push* ou *pull factors*, na determinação dos fluxos de capitais privados. Tanto em relação aos investimentos externos diretos, como em relação aos investimentos de portfólio, encontrou-se maior evidência

para os fatores externos, o que vai ao encontro com a maioria dos estudos empíricos realizados até então. Todavia, o autor não descarta a importância dos *pull factors*, os quais seriam os motivos para explicar as diferenças nos influxos de capitais entre as regiões.

Baeck (2006) verifica os determinantes aos investimentos de portfólio para 5 países latino-americanos e 4 asiáticos separadamente por região entre 1989 e 2002. Como variáveis internas os autores utilizaram a taxa de crescimento real do PIB, transações correntes sobre o PIB e volatilidade da taxa de juros. Para variáveis externas utilizou-se o crescimento da renda internacional, índice de apetite por risco, desempenho do mercado de ações estadunidenses e taxa de juros do mesmo país. Os resultados obtidos apontam para uma predominância do indicador de apetite por risco para a Ásia, além dos demais *push factors*, sendo que os *pull factor* não se mostraram significativos. Para os países latino-americanos os *push* e *pull factor* tiveram impactos divididos, sendo que a variável de apetite por risco não se mostrou significativa.

Edison e Warnock (2008) confirmaram evidências anteriores sobre a relevância dos *push factors* sobre os influxos de capitais. No estudo em questão as alterações na taxa de juros dos Estados Unidos e do seu desempenho econômico afetaram negativamente os influxos de capitais para os países emergentes da América Latina e Ásia. Já os *pull factors* se mostraram menos relevantes, com parcial influência dos retornos dos ativos internos na América Latina e insignificância das medições de risco. Avaliando também os impactos da redução dos controles de capitais, os autores encontraram relações apenas de longo prazo e exclusivamente nos países asiáticos.

Brana e Lahet (2010) retomam a literatura sobre os *push* e *pull factors* a partir de testes sobre 4 países asiáticos durante o período de 1990 e 2007. Os autores encontraram preponderância dos primeiros fatores na determinação dos influxos de capital. Entre as variáveis que representaram maiores efeitos são as estratégias dos agentes internacionais de *carry-trade*, liquidez global e fatores de contágio. Sendo que os fatores internos representaram muito pouco nas explicações dos influxos de capitais.

Atoyan, Jaeger e Smith (2012) realizam testes empíricos para verificar se as políticas fiscais estabelecidas pelos países emergentes europeus durante o período de 2000 a 2007 resultaram em alterações nos comportamentos dos fluxos privados a esses países. Os resultados apontaram para o predomínio dos fatores *push factors*. Neste sentido, os baixos retornos nos países de origem dos fluxos seriam os principais motivos. Concomitantemente, os resultados

apontaram para ineficácia da política monetária em conter o excesso de influxo de capitais nos países em questão.

A partir de um painel com 46 países entre os anos de 1990 e 2007, Bruno e Shin (2013) buscam estimar os determinantes para o fluxo internacional de capital bancário. Os resultados apontam que os fatores globais são mais relevantes que os fatores locais. Deste modo, em períodos em que os agentes estão mais propensos a riscos e operam com maior nível de alavancagem, os empréstimos de bancos sediados nos países desenvolvidos tendem a migrar com maior força aos países em desenvolvimento. Como variável escolhida para proxy da alavancagem global, utilizou-se o Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index (VIX), pois conforme argumentam os autores, ele é um indicador de volatilidade que se encontra inversamente correlacionado com o nível da alavancagem global.

Por fim, Ahmed e Zlate (2013), diferentemente da maior parte dos estudos brevemente apresentados nesta subseção, não trabalham a partir da metodologia *push vs pull factors*. Os autores, a partir de um painel com 12 países latino-americanos e asiáticos entre 2002 e 2012, dividindo entre os períodos de 2002q1 a 2008q2 e entre 2009q3 e 2012q2. De modo muito resumido, os principais resultados apontaram que: i) os diferenciais de crescimento entre os países desenvolvidos e em desenvolvimento foi significativo para o total dos fluxos de capitais privados (incluindo-se IDE) para os dois períodos tanto por MQO quanto por Efeitos Fixos (FE na sigla em inglês), mas foi insignificante para o investimento de portfólio; ii) diferencial de juros foi significativo apenas por MQO; e iii) VIX foi significativa ao investimento de portfólio para o primeiro período, nos dois métodos abordados.

3.2.2 Método de análise

Este estudo empírico terá como foco à análise dos fluxos financeiros do balanço de pagamentos em termos líquidos, os quais foram obtidos pela soma dos investimentos de portfólio, dos derivativos e das outras contas. Este resultado equivale a conta financeira subtraída pelo investimento direto externo. Tal como em diversos trabalhos observados anteriormente, aqui se adotará um modelo para estimar os determinantes dos fluxos financeiros aos países emergentes incorporando tanto variáveis que se enquadram como *push factor* quanto como *pull factor*. Proceder-se-á dessa maneira porque o objetivo desse trabalho é buscar a compreensão do

comportamento desses fluxos no sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo. Neste sentido, busca-se principalmente confirmar a relevância da maior ou menor preferência pela liquidez na determinação desses fluxos. A não inclusão da subconta investimento externo direto se deve pelo fato dessa subconta possuir especificidades não tratadas ao longo do presente trabalho.

Como determinantes externos optou-se por: - Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index (VIX), indicador de volatilidade do índice S&P500, como proxy da preferência por liquidez; - taxa de crescimento do PIB mundial em termos percentuais a preços de 2005; - taxa básica de juros dos Estados Unidos (Federal Fund Rate) e a taxa de juros de longo prazo do governo (Government Bond Yield,) como proxy para taxa de juros de referência externa; - valor das ações negociadas em bolsa de valores dos Estados Unidos do período anterior como proxy do rendimento esperado do mercado acionário nos países desenvolvidos; - índice Dow Jones (Dow Jones Industrial Average) como proxy para performance do mercado internacional de ações. Já os internos adotados foram: - taxa de juros dos depósitos dos respectivos países, como proxy para taxa de juros interna; - taxa de câmbio defasada em t-1 como proxy para taxa de câmbio esperada; - produto interno bruto a preços constantes; - taxa de inflação medida pelo índice de preços ao consumidor anual; - saldo em transações correntes sobre o PIB; - reservas totais sobre a dívida externa; - dívida externa como percentual das exportações; - dívida interna sobre o PIB; e - índice de abertura financeira disponibilizado por Chinn e Ito (2013) com base no AREAER do FMI.

Todas as variáveis são anuais⁸¹, sendo que os símbolos das variáveis e os dados sobre a fonte e o sinal esperado serão apresentados no Quadro 3.1.

⁸¹ O Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index (VIX) foi obtido em dados mensais e anualizado por meio de média simples dos períodos observados.

Quadro 3.1 – Fonte de dados e sinal esperado.

Variável	Variável por Extenso	Fonte	Unidade de medida	Sinal Esperado
fdek	Fluxos de capitais não produtivos	IFS/IMF ¹	US\$ milhões corrente	
vix	Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index	CBOE ²	Índice – valores unitários	-
pibmp	Produto interno bruto mundial a preços constantes	WEOD/IMF ³	Variação percentual	+
dowjones	Índice <u>Dow Jones</u>	Federal Reserve – BSL ⁴	Índice – valores unitários	+
acaoeua_{t-1}	Valor das ações negociadas em bolsa de valores defasada	WDI/World Bank ⁵	US\$ milhões corrente	-
jteua	Taxa de juros dos Estados Unidos (Treasury Bills de 3 meses)	IFS/IMF	Taxa nominal	-
jurosd	Taxa de juro dos depósitos	IFS/IMF	Taxa nominal	+
cambio_{t-1}	Taxa nominal de câmbio defasada	IFS/IMF	Taxa nominal	-
pib2005	Produto interno bruto a preços constantes	IFS/IMF	US\$ milhões corrente	+
tc	Saldo em transações correntes sobre o PIB	IFS/IMF	Razão de variáveis originalmente em US\$ milhões corrente	-
inflacaoa	Taxa de inflação anual	IFS/IMF	Razão de variáveis originalmente em US\$ milhões corrente	-
reservas	Reservas totais sobre a dívida externa	IFS/IMF	Razão de variáveis originalmente em US\$ milhões corrente	+
dividai	Dívida interna sobre o PIB	WDI/World Bank	Razão de variáveis originalmente em US\$ milhões corrente	-
detpe	Dívida externa total como percentual das exportações	WDI/World Bank	Razão de variáveis originalmente em US\$ milhões corrente	-
kaopen	Índice de abertura financeira	CHINN e ITO (2013)	Log que na amostra varia de -3 para mais fechados a +3 para mais abertos	+ / -

- 1: International Financial Statistic / International Monetary Fund; - 2: Chicago Board Options Exchange; - 3: World Economic Outlook Database / International Monetary Fund; - 4: Federal Reserve Bank of Sant Louis; - 5: World Development Indicators / World Bank;

Antes de avançar nas especificações do modelo, cabem algumas explicações adicionais das variáveis escolhidas. A variável *vix* foi adotada porque ela tem sido considerada, a exemplo de Ahmed e Zlate (2013) e Bruno e Shin (2013), a melhor representação do apetite pelo risco dos investidores internacionais. Quanto maior seu nível, maior será a aversão ao risco. Em termos keynesianos, a elevação do *vix* poderia ser interpretada como um aumento da preferência

por liquidez, a qual resulta, devido as assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional, na redução dos fluxos de capitais aos países em desenvolvimento.

Outras variáveis também merecem explicações adicionais. Iniciando por *juros* e *reservas*. A utilização dessas variáveis se deve por limitações nas disponibilidades de informações referentes aos países e período adotado. Nenhuma taxa de juros se encontrava disponível para todos os países em pelo menos metade do período analisado, sendo as taxas de juros dos depósitos a que apresentou a maior disponibilidade entre elas. O acesso a dados sobre as taxas dos títulos públicos era especialmente escasso. Já a escolha do endividamento externo como denominador para as reservas deve-se pela falta de dados para o passivo externo líquido para a maior parte dos países e período em questão.

A escolha da utilização de defasagem para as variáveis *acaoeua* e *cambio*, se deu com base em Keynes (1936 e 1937a). Como comentado no capítulo I, sob condições de incerteza, os agentes econômicos se apoiam nos conhecimentos passados e por meio de convenções. O componente defasado tem por objetivo captar o aspecto da tomada de decisão baseada em conhecimentos passados. Espera-se sinal negativo de $acaoeua_{t-1}$ por ela representar uma alternativa de rendimento aos investimentos nos países em desenvolvimento. Devido às assimetrias monetárias e financeiras explicadas no capítulo I, é de se acreditar que a melhora nas expectativas dos rendimentos do mercado acionário provoquem impactos não apenas negativos como também bastante significativos sobre os fluxos de capitais aos países em desenvolvimento.

A não utilização do valor acionário dos países em desenvolvimento teve por objetivo evitar o problema da endogeneidade⁸², já que parcela importante da variável dependente se refere aos investimentos feitos no mercado acionário. Deste modo, optou-se pela utilização apenas do PIB doméstico, o qual influencia o mercado de ações e também pode impactar positivamente nas expectativas dos investidores internacionais.

O aspecto da tomada de decisão relacionado à convenção seria captado pelas variáveis *vix*, explicada acima, e também pelo índice Dow Jones e pela variação percentual do crescimento mundial. Destarte, enquanto um aumento de *vix* estaria relacionado com o pessimismo/preferência por liquidez, o bom desempenho do principal mercado acionário estadunidense e o crescimento mundial, seriam indicadores de otimismo e tenderiam a promover um maior investimento em mercados que ofereçam maior rentabilidade em detrimento da menor

⁸² A explicação do problema da endogeneidade será tratado na seção 3.3.1.

liquidez, como os mercados monetários, cambiais e financeiros dos países em desenvolvimento. A variável *dowjones* é especialmente importante para influenciar positivamente os mercados acionários dos países em desenvolvimento. Estas duas variáveis também deveriam impactar positivamente nos fluxos de capitais por meio do efeito de acréscimo na riqueza, seja ela decorrente da elevação do preço de seus ativos negociados nos mercados acionários, seja por meio do aumento total de riqueza proporcionado pelo crescimento econômico corrente.

Por fim, *kaopen* foi escolhida como índice de abertura financeira por se basear no Annual Report on exchange arrangements and exchange restrictions (AREAER)⁸³ do FMI e abranger todos os países e período da amostra. Esse índice é uma atualização do desenvolvido inicialmente em Chin e Ito (2008). Há uma incerteza enquanto a expectativa de seu resultado, pois os estudos econométricos analisados identificam que o nível de abertura financeira está mais relacionado com a composição dos fluxos de que em relação ao total. Todavia, acredita-se que certos investidores buscam apenas aplicações de curtíssimo prazo e que a aplicação de restrições poderia mitigar o fluxo total. Ao mesmo tempo, como se trata de fluxos líquidos, uma maior abertura também facilita a saída de capitais. Podendo, deste modo, fazer com que os resultados se anulem.

A partir do exposto anteriormente, tem-se o seguinte modelo em dados em painel:

$$(1) fdek_{it} = \beta_0 + \beta_1 vix_t + \beta_2 pibmp_t + \beta_3 acao_eua_{t-1} + \beta_4 dowjones_t + \beta_5 ffr_t + \beta_6 jgeua_t + \beta_7 jurosd_{it} + \beta_8 cambio_{it-1} + \beta_9 pib2005_{it} + \beta_{10} inflacao_{it} + \beta_{11} tc_{it} + \beta_{12} reservas_{it} + \beta_{13} dividai_{it} + \beta_{14} detpe_{it} + \beta_{15} kaopen_{it} + B_{16} crise + e_{it}$$

onde o subscrito *i* denota os diferentes indivíduos, no caso países, e o subscrito *t* indica o período de tempo observado, no caso ano. β_0 refere-se ao parâmetro de intercepto e β_k ao coeficiente angular da *k*-ésima variável explicativa do modelo. Por fim, e_{it} representa o termo do erro aleatório do *i*-ésimo indivíduo (país) no *t*-ésimo período (ano). As variáveis tratadas como *push factors* não são acompanhadas pelo subscrito *i*, pois elas não variam entre os países.

⁸³ O AREAER é publicado anualmente pelo FMI e consiste na divulgação mais abrangente e completa sobre as práticas de gestão sobre os fluxos de capitais utilizadas pelos países.

A fim de facilitar a interpretação e reduzir a dispersão da amostra e dos erros, as variáveis que não são taxas ou razões entre variáveis foram transformadas em logaritmo⁸⁴. Deste modo, optou-se pelo seguinte modelo:

$$(2) \ln fdek_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln vix_{it} + \beta_2 \ln pibmp + \beta_3 \ln acao_{it-1} + \beta_4 \ln dowjones_{it} + \beta_5 \ln jteua_{it} + \beta_6 \ln jurosd_{it} + \beta_7 \ln cambio_{it-1} + \beta_8 \ln acao_{it-1} + \beta_9 \ln inflacao_{it} + \beta_{10} \ln tc_{it} + \beta_{11} \ln reservas_{it} + \beta_{12} \ln dividai_{it} + \beta_{13} \ln despe_{it} + \beta_{14} \ln kaopen_{it} + B_{15} \ln crise + e_{it}$$

A técnica de análise é a de dados em painel, a qual apresenta importantes vantagens. Entre elas pode-se destacar: i) Permite identificar efeitos que não seriam detectados isoladamente com dados em corte transversal ou séries temporais; ii) maior número de graus de liberdade, pois ele é resultado do produto dos graus de liberdade das unidades de corte transversal e de série temporal, o que é especialmente importante quando a fonte está apenas em dados anuais; e iii) permite evitar vieses associados a fatores individuais e / ou temporais não observáveis, o que em uma regressão normal seria diluído na média.

Para esse trabalho, a técnica de dados em painel permite estimar em conjunto os determinantes dos fluxos de capitais não produtivos para 42 países emergentes e em desenvolvimento⁸⁵ da África, das Américas, da Ásia e da Europa entre 1988 e 2007⁸⁶. Ao mesmo tempo, permite controlar e observar as heterogeneidades individuais. Isto é importante porque parcela, muitas vezes significativa, das heterogeneidades dos erros não está associada apenas com os regressores, como também com variáveis não observáveis relacionadas às características dos indivíduos. Quando isso ocorre, na utilização do Modelo Clássico de Regressão Linear (MCRL), o pressuposto necessário de não correlação entre os regressores e o erro será violado.

⁸⁴ O índice Dow Jones e o VIX, por serem índices relativos, já tendem a corrigir a ausência de normalidade da série e permitir relações lineares com outras variáveis. Portanto, não precisariam ser transformados em logaritmos. O foram para facilitar

⁸⁵ Os países utilizados no modelo são: África do Sul, Argentina, Bolívia, Botsuana, Brasil, Bulgária, Chile, China, Colômbia, Coreia do Sul, Costa do Marfim, Costa Rica, Egito, El Salvador, Equador, Eslovênia, Filipinas, Hungria, Ilhas Maurício, Índia, Indonésia, Jordânia, Kuwait, Malásia, Marrocos, México, Nigéria, Panamá, Paquistão, Paraguai, Peru, Polônia, Romênia, Rússia, Singapura, República Tcheca, Sri Lanka, Tailândia, Turquia, Ucrânia, Uruguai e Zâmbia.

⁸⁶ O corte para escolha dos países se deu quando não havia a disponibilidade de dados para pelo menos duas variáveis ou que fossem disponíveis em menos da metade do período. A escolha do período inicial se deu com base no momento em que os países em desenvolvimento se reinseriram no processo de globalização financeira e o final ao ano imediatamente anterior à ocorrência da crise financeira global.

Uma explicação formal pode ser útil. No evento de variáveis omitidas, algo provável de ocorrer em modelos econométricos, pode se expressar a relação entre y e x da seguinte forma: $y = x_t\beta + c + e$. Nesta equação, caso c não esteja correlacionado com as variáveis independentes (x), então ele será apenas um dos fatores não observáveis que compõem o erro da regressão (e). Portanto, a utilização do modelo de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) aplicado a painel seria válida. Neste caso, se manteria a equação 2. Entretanto, se a correlação entre c e x_j , em que j denota determinado indivíduo, for positiva, a estimação da equação seria viesada e os resultados seriam inconsistentes.

Felizmente, existem pelo menos duas técnicas possíveis para solucionar os problemas das heterogeneidades individuais. Uma delas é controlar os efeitos não observados correlacionados às variáveis independentes por meio dos efeitos fixos com a utilização de estimadores de variáveis binárias, c_j , como pode ser observado na equação abaixo:

$$(3) \text{Infdek}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln \text{vix}_{it} + \beta_2 \text{pibmp} + \beta_3 \ln \text{acaeua}_{it-1} + \beta_4 \ln \text{dowjones}_{it} + \beta_5 \text{ffr}_t + \beta_6 \text{jgeua}_t + \beta_7 \text{jurosd}_{it} + \beta_8 \text{cambio}_{it-1} + \beta_9 \text{pib2005}_{it} + \beta_{10} \text{inflacao}_{it} + \beta_{11} \text{tc}_{it} + \beta_{12} \text{reservas}_{it} + \beta_{13} \text{dividai}_{it} + \beta_{14} \text{detpe}_{it} + \beta_{15} \text{kaopen}_{it} + c_2 I_{2i} + \dots + c_n I_{ni} + e_{it}$$

onde $I_{ji}=1$ se $j=i$ e $I_{ji}=0$ se $j \neq i$.

Deste modo, cada coeficiente c_j denota a diferença em relação a unidade de referência ($i=1$). Neste caso, o intercepto β_0 altera seu significado usual e passa a referir o efeito para o indivíduo utilizado como referência. A implementação de binárias, embora seja eficaz no controle das heterogeneidades individuais, reduz a eficiência do modelo ao consumir graus de liberdade, podendo comprometer a significância estatística dos coeficientes das variáveis independentes. Uma alternativa é controlar por efeitos aleatórios, a qual não compromete graus de liberdade e por isso seria uma alternativa mais eficiente, ficando o seguinte modelo:

$$(4) \text{Infdek}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln \text{vix}_{it} + \beta_2 \text{pibmp} + \beta_3 \ln \text{acaeua}_{it-1} + \beta_4 \ln \text{dowjones}_{it} + \beta_5 \text{ffr}_t + \beta_6 \text{jgeua}_t + \beta_7 \text{jurosd}_{it} + \beta_8 \text{cambio}_{it-1} + \beta_9 \text{pib2005}_{it} + \beta_{10} \text{inflacao}_{it} + \beta_{11} \text{tc}_{it} + \beta_{12} \text{reservas}_{it} + \beta_{13} \text{dividai}_{it} + \beta_{14} \text{detpe}_{it} + \beta_{15} \text{kaopen}_{it} + c_i + e_{it}$$

Diferentemente do modelo por efeitos fixos, o modelo com efeitos aleatórios parte do princípio de que os interceptos variem de forma aleatória e não devido a características

específicas dos indivíduos. Além do mais, pressupõem que os erros do modelo relacionados às variáveis não observáveis não são correlacionados com as variáveis independentes. Ou seja, as variáveis omitidas no modelo não teriam qualquer relação com as variáveis presentes. Hipótese essa nem sempre plausível. Caso essas hipóteses sejam violadas, os coeficientes podem vir a se tornar viesados. Destarte, na próxima seção se realizará o teste de Hausman para averiguar qual tipo de controle será o mais adequado para o modelo adotado. Ou seja, se verificará se a opção por efeito aleatório, a mais eficiente, pode ser utilizada sem a possibilidade de ocorrência de viés da regressão.

3.3 Testes e Resultados

3.3.1 Testes do modelo

Antes de se avançar para a análise dos resultados, faz-se necessário a realização de um conjunto de testes para averiguar se as hipóteses inerentes ao modelo de MQO⁸⁷ estão sendo respeitadas. Inicialmente se aplicará o teste Hausman para verificar se o melhor controle das variáveis omitidas correlacionadas aos indivíduos se dá por meio de efeitos fixos ou aleatórios. Mais precisamente: “*Since FE is consistent when c_i and x_{it} are correlated, but RE is inconsistent, a statistically significant difference is interpreted as evidence against the random effects assumption RE⁸⁸*” (WOOLDRIDGE, 2007, p. 288). Este teste verifica se os resultados apresentados pelos dois métodos são significativamente distintos. Caso não o sejam, poder-se-ia adotar o modelo de efeitos aleatórios, o qual traz como vantagem o menor consumo de graus de liberdade e assim aumenta a eficiência dos testes. Sendo distintos, optar-se-ia pelos efeitos fixos, pois haveria indício de inconsistência nos estimadores. Os resultados sugerem, com 0,0009% chance de estar errado, rejeição da hipótese H_0 . Ou seja, existem diferenças entre as estimações e por isso a opção por efeitos fixos se mostra a mais consistente, embora menos eficiente.

⁸⁷ Para que os estimadores de MQO sejam os Melhores Estimadores Lineares Não Viesados (MELNV, ou *BLUE*, na sigla em inglês) faz-se necessário: 1) relação linear entre X e Y; 2) valores fixos de X em repetidas amostras, e não aleatórios; 3) média zero dos erros; 4) variabilidade constante dos erros; 5) os erros são não autocorrelacionados e os erros apresentam uma distribuição normal (Gujarati, 2000).

⁸⁸ A denotação x_{it} representam uma unidade corte transversal particular em uma série de tempo particular. Já c_i representa a heterogeneidade do indivíduo (Wooldridge, 2002).

O próximo passo foi verificar se o intercepto pode variar não apenas entre os diferentes países, mas também ao longo do tempo. Ou seja, utilizou-se o método *two way* para verificar a existência de efeitos não observáveis não apenas devido às características dos países em questão, mas também em relação às especificidades dos anos. Todavia, ao contrário da heterogeneidade entre os indivíduos, não houve indícios de heterogeneidade entre os períodos. Além disso, os desvios padrão se elevaram significativamente quando utilizado o método *two way*. A estatística F foi de 11,50, no primeiro e 9,20 no segundo. Sendo assim, optou-se pelo método *one way*, tal como apresentado na equação 3.

O teste seguinte foi para estimar a presença do fator inflacionário da variância (FIV). Caso ele seja observado, haverá o problema de multicolinearidade. Quando isso ocorre, os estimadores podem apresentar resultados insignificantes, embora permaneçam MELNV. O teste apontou presença de multicolinearidade, como já era esperado, entre o valor defasado das ações estadunidenses e o índice Dow Jones e também entre elas e taxa de juros do governo dos EUA. Para as demais variáveis, os resultados se situaram abaixo de 5, indicando quase independência entre as variáveis. Como a omissão de uma variável significativa pode causar viés na análise e a presença de multicolinearidade não, se prosseguirá com equação 3. Apenas se deverá ter parcimônia ao afirmar que as variáveis *lnacaoeua_{t-1}* e/ou *ln Dowjones* não são significativas.

O próximo teste a ser feito se refere a possibilidade de endogeneidade entre as variáveis explicativas e a explicada. Neste caso, a variável explicada estaria correlacionada ao erro e os resultados seriam espúrios (WOOLDRIDGE, 2007)⁸⁹. Uma forma de solucionar esse problema é por meio da substituição das variáveis suspeitas de endogeneidade por outras que a determinam e ao mesmo tempo não se encontram na equação estrutural original, tais variáveis são denominadas de variáveis instrumentais.

A forma de utilizar as variáveis instrumentais é por meio do método de mínimo quadrado em dois estágios (MQ2E). O primeiro passo consisti na aplicação do MQO para obter valores previstos das variáveis endógenas a partir de seus ajustes em função dos respectivos instrumentos. No segundo estágio se aplica o MQO nas equações originais, mas agora substituindo as variáveis suspeitas de endogeneidade pelas suas respectivas variáveis instrumentais.

⁸⁹ Na presença de endogeneidade os estimadores MQO são viesados e inconsistentes, pois neste caso haveria relação entre os resíduos e as variáveis independentes.

A maior possibilidade de presença de endogeneidade seria com a taxa de câmbio e o nível das reservas, pois ambas são de certa forma impactadas pelo ingresso dos capitais externos. Contudo, no modelo aqui adotado, a primeira é adotada com seus valores defasados, já as reservas são ponderadas pela dívida externa. Sendo assim, a possibilidade de endogeneidade das variáveis *cambio_{t-1}* e *reserva se reduz*.

A fim de observar se as variáveis suspeitas são de fato endógenas, o que tornaria os estimadores inconsistentes, realizou-se o teste de Hausman para cada uma das variáveis. Nele se realiza uma comparação entre as estimações realizadas por MQO e por MQ2E, onde a hipótese nula implica em não endogeneidade das variáveis explicativas (WOOLDRIDGE, 2007). Na escolha da variável instrumental para a taxa de câmbio, se adotou a base monetária dos Estados Unidos, a qual tem se mostrado significativa na determinação das taxas de câmbio dos países emergentes, tal como observado por Edwards (2011). Já, para o nível de reservas, se utilizou a cotação das *commodities*, pois sua elevação representaria a possibilidade de maiores entradas de divisas através das exportações e com isso elevação dos níveis das reservas.

A estatística obtida para o teste de Hausman não foi significativa para nenhuma das variáveis, deste modo não rejeita-se H_0 com probabilidade de acerto próxima de 100%. Destarte, optou-se por manter as estimativas pelo MQO, já que seriam mais eficientes das que a do MQ2E.

Tendo como base um modelo com efeitos fixos *one-way*, testou-se a presença de heterocedasticidade. Quando ela ocorre, a variabilidade dos erros deixa de ser constante, tal como preconizado pelo MQO. Neste caso, os parâmetros continuam sendo não viesados e consistentes, mas deixam de ser eficientes. Ademais, os estimadores da variância desses coeficientes são viesados. Deste modo, os estimadores da regressão são incorretos e os testes t não são verdadeiros.

Objetivando-se ter uma maior segurança sobre a presença ou não de heterocedasticidade, se realizaram dois testes estatísticos que adotam como hipótese nula a presença de homocedasticidade contra a hipótese alternativa de resíduos heteroscedásticos. O primeiro teste é o *bpagan* (Breusch–Pagan, 1979), o qual computa o teste múltiplo de heterocedasticidade de Lagrange na distribuição de erro, condicionado a um conjunto de variáveis que se presume estarem influenciando, na presença de heterocedasticidade, a variância do erro. A estatística é uma medida do multiplicador de Lagrange e é distribuída no Qui-quadrado sob hipótese nula de homocedasticidade. Esse teste é assintoticamente equivalente ao

teste White (1980) de heterocedasticidade genérica, em que cada observação corresponde a uma variância distinta. Já o teste *Breusch-Pagan* para dados em painéis testa H_0 contra H_1 em bloco, deste modo, pode-se ter perturbações homocedásticas para cada indivíduo, mas com características heterocedásticas entre de grupo para grupo. Portanto, *Breusch-Pagan* se mostra mais adequado do que o teste White para se verificar a presença de heterocedasticidade em dados em painel. Além do mais, o teste White não pode ser usado quando se adota variáveis binárias de controle para efeitos fixos. O segundo teste utilizado é o *estat hettest*, o qual computa três versões do Breusch-Pagan (1979) e do teste de heterocedasticidade Cook-Weisberg (1983). Embora mais sofisticado, funciona de modo semelhante ao *bpagan*. Ambos os testes apontaram para a rejeição da hipótese nula de homocedasticidade⁹⁰. Deste modo, os estimadores das variâncias dos betas são inconsistentes. (Marques, 2010; Stata Technical Bulletin 2000 e Greene, 2000).

Outro teste a ser feito quando se utiliza séries de tempo é o de autocorrelação. Este teste verifica se os erros de um dado período de tempo se mantêm por transferência nos períodos de tempo futuros para a mesma unidade de corte transversal, ou seja, se há uma correlação serial entre os erros. De modo semelhante ao problema de heterocedasticidade, os parâmetros do modelo MQO se mantêm consistentes e não viesados, mas deixam de ser eficientes e as estimativas dos erros padrão se tornam viesadas, o que por sua vez invalida as inferências aos coeficientes do modelo. Utilizando o *Wooldridge test* para autocorrelação de dados em painel, apontou-se para não presença de autocorrelação⁹¹(Greene, 2000).

Como há indícios da presença de heterocedasticidade e ausência de autocorrelação, as regressões serão realizadas com o objetivo de corrigir apenas os problemas do primeiro. Existem duas formas de resolver tal problema. A primeira é corrigir a variância dos estimadores, tornando-os robustos à quebra da homocedasticidade, mas ainda não sendo eficientes. A segunda é tornar os estimadores eficientes transformando as variáveis originais por meio do método de mínimos quadrados generalizados (MQG). Para regressões com pequeno número de graus de liberdade, recomenda-se a primeira opção para se evitar efeitos viesados, para amostras grandes ($N > 120$), a segunda opção, por ser mais eficiente, seria a recomendada (Ullman, 2006). Destarte, como as regressões deste trabalho apresentam observações acima de 200, poder-se-ia optar por

⁹⁰ Breusch-Pagan LM statistic: 58,44959 $Qui^2(14)$ P-valor = $22 \times e^{-7}$
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity. Ho: Constant variance. $Qui^2(41) = 139,33$. Prob > $qui^2 = 0,0000$.

⁹¹ H0: no first-order autocorrelation; $F(1, 21) = 0,985$; Prob > F = 0,3322.

estimar a equação 3 transformando-a com base nos MQG. Este modelo é conhecido na literatura especializada por sua sigla FEGLS (fixed effect generalized least squares). Todavia, uma ressalva adicional deve ser feita, o teste Hausman é sensível à quebra da hipótese de homocedasticidade. Deste modo, há uma menor segurança para se rejeitar a utilização do modelo por efeitos aleatórios, sendo portanto recomendado reportar seus resultados e comparar com os de efeitos fixos.

Porém, antes de prosseguir para os resultados, deve-se ainda verificar a validade da hipótese de exogeneidade estrita para que a regressão por efeitos fixos e por efeitos aleatórios não incorram em resultados inconsistentes. Esta é uma hipótese bastante restritiva e implica que todas as variáveis explanatórias de um modelo não podem ser correlacionadas com erro, não apenas no presente, como também no passado e no futuro. Ou seja, as variáveis passadas não podem afetar os erros e estes não podem afetar o futuro das variáveis explicativas. Devido a esse rigor, esse teste ainda é pouco difundido na literatura econômica empírica.

De acordo com WOOLDRIDGE (2007), existem dois testes para se verificar a quebra da hipótese da exogeneidade estrita. Um deles é realizar a regressão por meio de efeitos fixos e depois compará-la com a regressão em primeira diferença. Quando $t = 2$, os modelos deveriam apresentar resultados equivalentes. Uma maneira de analisar é por meio do teste Hausman, de modo equivalente ao realizado pela decisão entre efeitos fixos e aleatórios. Contudo, esse teste também possui limitações em comparar a variância das estimações por efeitos fixos e por primeira diferença na presença de heterocedasticidade. Sendo assim, *Ibid* (p. 285) recomenda um outro tipo de teste para verificar a hipótese de quebra de exogeneidade estrita quando $t > 2$, o qual se dá com base na seguinte equação:

$$(5) \quad y_{it} = \beta X_{it} + \delta W_{it+1} + c_i + e_{it}$$

Essa equação é equivalente a equação 3, obviamente que de forma genérica, em que se acrescenta um vetor (δW_{it+1}) contendo um subconjunto dos regressores originais (βX_{it}), mas em $t+1$. A hipótese nula é que $\delta = 0$, deste modo, a hipótese de exogeneidade estrita se mantém e poder-se-ia prosseguir com as estimações com base no modelo de efeitos fixos. Apesar do teste acima descrito ser elaborado inicialmente para efeitos fixos, Im, Ahn, Schmidt, e Wooldridge

(1999), demonstram que ele também é válido para FEGLS e em primeira diferença, inclusive também transformada em MQG (FDGLS).

Embora se tenha afirmado anteriormente que a transformação em MQG da equação 3 seria o método mais eficiente dentre os modelos de efeitos fixos, se aplicarem os testes de quebra da hipótese de exogeneidade estrita também para o modelo de efeitos fixos robusto à heterocedasticidade. Haja visto que, mesmo sendo menos eficiente, caso ele não apresente quebra do referido pressuposto e os anteriores apresentem, se optará pelo modelo de efeitos fixos robusto a heterocedasticidade porque seria mais consistente. Os testes também se repetirão para o modelo de efeitos aleatórios.

O subconjunto $t+1$ da equação 5 deverá conter todas as variáveis sob suspeita de ausência de exogeneidade estrita. Além das duas variáveis apontadas como suspeitas de endogeneidade - *L.cambio* e *reservas* - se acrescentou nos testes todas as variáveis classificadas como *pull factors*. Felizmente, para os três modelos, nenhuma variável testada apresentou indícios de quebra da hipótese de exogeneidade estrita, nem mesmo a 10% de significância. Ou seja, não pode se rejeitar H_0 e os modelos poderão manter a hipótese nula.

3.3.2 Análise dos resultados

3.3.2.1 Resultados dos modelos FE, RE e FEGLS

Os resultados obtidos pelos diferentes testes realizados apontaram para o predomínio dos fatores *push factors* sobre os *pull factors*, tal como pode ser observado na tabela 3.1⁹². Apenas as variáveis *lnvix*, *pibmp* e *acaoeua_{t-1}* foram significativas e com o sinal esperado nos três modelos que controlam a heterogeneidade dos indivíduos e resolvem o problema da heterocedasticidade nos erros⁹³. Ainda as variáveis externas *ln Dow Jones* e *ffr* foram significativas a 5% no modelo FEGLS, sendo que a primeira foi significativa a 10% nos modelos FE e RE e a segunda apenas no RE. Das variáveis classificadas como *pull factors*, apenas *cambio_{t-1}* foi significativo a 5% em dois modelos diferentes (FEGLS e RE). A variável *reservas* foi

⁹² Resultados completos, com a inclusão de desvio-padrão e testes t, se encontram no apêndice.

⁹³ Doravante, todas as vezes que forem mencionados os modelos por efeitos fixos (FE) e aleatório (RE) se estará referindo a modelo robustos à heterocedasticidade.

significativa a 5% no FEGLS e a 10% no FE. Já a variável *pib2005* foi significativa apenas no RE e a *tc* no FEGLS.

Tabela 3.1 – Resumo das regressões por FEGLS, FE e RE

Variável	FEGLS		FE		RE	
	Coefficiente	Prob. P	Coefficiente	Prob. P	Coefficiente	Prob. P
Invis	-0,75929	0,045	-1,075498	0,009	-1,15219	0,001
Inacaoeua _{t-1}	-1,635682	0,014	-1,825509	0,039	-1,64878	0,043
Indowjones	2,192761	0,005	2,407435	0,055	2,168049	0,063
pibmp	0,4364358	0,001	0,4916442	0,003	0,5619346	0,001
ffr	-0,192043	0,014	-0,272828	0,121	-0,303378	0,08
jgeua	0,3711405	0,098	0,5929084	0,105	0,5817009	0,098
jurosd	-0,006847	0,559	-0,020262	0,118	-0,014782	0,238
cambio _{t-1}	-0,000295	0	-0,000183	0,307	-0,000224	0,028
pib2005	-3,33E+07	0,653	-5,22E+07	0,564	1,54E-06	0,015
inflacaoa	-0,003869	0,444	0,001351	0,796	-0,000841	0,869
tc	-0,035526	0,018	-0,029283	0,169	-0,0065	0,701
reservas	0,0081138	0,038	0,0103886	0,078	-0,000338	0,899
dividai	0,0015349	0,673	0,0032653	0,553	-0,004458	0,241
detpe	0,0026935	0,103	0,0025322	0,407	0,0018652	0,477
kaopen	0,0450383	0,611	0,1316958	0,332	0,0483655	0,69
constante	13,03957	0,08	13,07061	0,147	13,23393	0,109

Fonte: elaboração própria a partir de resultados obtidos no Stata 12.

Comparando em termos de quantidade de variáveis significativas por modelo tem-se mais nítido o predomínio dos *push factors*. Como pode ser observado na tabela 3.2, as 6 variáveis externas que poderiam combinar em 18 resultados significativos, assim o foram em 14 ocasiões, sendo 11 a 5% de significância estatística. Já as 8 variáveis internas que somando-as nos 3 modelos poderiam combinar em 24 foram significativas apenas em 6 casos dessas combinações.

Tabela 3.2 – Número de variáveis significativas por modelo

Determinantes	FEGLS		FE		RE		Total
	5%	10%	5%	10%	5%	10%	
Push factors	5		3	1	3	2	14
Pull factors	3			1	2		6

Fonte: elaboração própria a partir de resultados obtidos no Stata 12.

O menor número de variáveis significativas no modelo de efeitos fixos robusto à heterocedasticidade já era de se esperar dada a menor eficiência deste método. A manutenção da significância estatística a 5% das variáveis explicativas *lnvix*, *pibmp* e *lnacaoeua_{t-1}* mesmo neste modelo menos eficiente, demonstra a robustez estatística dessas três variáveis. Análise semelhante pode ser feita para *ln Dow Jones*, pois, embora tenha sido significativa a 5% apenas no modelo FEGLS, o p valor se situou mais próximo de 0,05 do que de 0,10 nos outros dois modelos. Outro fator que deve ser levado em conta é que seu coeficiente foi bastante elevado - acima de 2 - em ambos os modelos. Ou seja, a elasticidade dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento em relação ao comportamento do índice Dow Jones é superior a 2%. Outras duas variáveis também apresentaram coeficientes elevados, a variável dependente foi elástica (acima de 1%) ao VIX CBOE nos modelos FE e RE e elástica ao valor defasado do mercado de ações dos EUA nos três modelos adotados.

Outro ponto a ser chamado a atenção, é que a utilização da variação do PIB mundial também está relacionada com a elevação do otimismo nas expectativas, além do acréscimo da riqueza. Deste modo, ela apresentou um comportamento semelhante à variável relacionada ao índice Dow Jones. Embora tenha apresentado menor coeficiente, foi estatisticamente significativa a 5% em ambos os modelos.

As variáveis que não apresentaram significância estatística em nenhum dos três modelos foram: *jgeua*, *jurosd*, *inflacaoa*, *dividai*, *detpe* e *kaopen*. No que diz respeito às variáveis utilizadas para configurar a vulnerabilidade externa e interna do país, apenas o déficit em transações correntes sobre o PIB e as reservas sobre o endividamento externo se mostraram significativas e com sinal esperado, sendo que o primeiro fora significativo apenas no modelo FEGLS.

Esses aspectos corroboram análises feitas ao longo do trabalho onde se observou que países com indicadores de vulnerabilidade externa e interna mantinham fluxos positivos e crescentes de capitais, ao mesmo tempo em que países com bons indicadores sofreram com as saídas de capitais nos momentos de reversão de liquidez externa. Essa insignificância estatística das variáveis de endividamento, interno e externo, dos países pode ser decorrência do caráter essencialmente especulativo e de curto prazo dos fluxos de capitais internacionais, em que os estoques de endividamento não demonstram ser relevantes. Os resultados sugerem que o mais importante para os investidores internacionais é a liquidez em divisas, o que estaria relacionado

principalmente com a variável *reservas*, mas também com *tc*, já que elevados déficits em transações correntes demandam constantemente divisas, o que pode se tornar temerário para um investidor internacional ávido por liquidez.

Esse caráter especulativo que se intensificou no SMFI contemporâneo pode ser apontado também como um fator para a insignificância dos parâmetros relacionados aos juros domésticos e a taxa de juros do governo dos EUA⁹⁴. A explicação estaria no fato de que a maior parte dos capitais internacionais não estaria interessado em aplicar seus recursos e esperar pacientemente o retorno dos juros. Neste sentido, o predomínio seria de aplicações que visassem rápidos retornos por meio das variações nas taxas de câmbio ou em outras aplicações de curto prazo, as quais são impactadas pela taxa básica dos EUA. A taxa de juros também teria uma importância indireta, pois seu aumento afetaria as expectativas dos agentes para uma apreciação das moedas, a qual é fortemente impactada pelas operações com derivativos de câmbio.

A insignificância das taxas de juros doméstica também pode ser decorrente da dificuldade em se obter taxas de juros para todos os países e período analisado, tal como explicado anteriormente. Neste sentido, a taxa de juros dos depósitos pode não ser uma boa proxy para a taxa de juros doméstica. Outro problema estatístico se refere a taxa de juros de maior prazo dos EUA, pois ela apresentou correlação negativa com o mercado acionário estadunidense, o que pode gerar insignificância estatística.

Já no que tange a insignificância estatística do índice de abertura financeira, algumas explicações podem ser levantadas. A primeira é a de que o maior ou menor grau de abertura financeira não impacta no volume dos ingressos de capitais ingressantes no país, apenas sua composição. Essa explicação seria apoiada em alguns trabalhos empíricos que analisam especificamente o impacto do grau de abertura financeira sobre os fluxos de capitais, a exemplo de Borio e Disyatat (2011). Outra explicação seria àquela já mencionada na subseção 3.2.2, isto é, a abertura financeira poderia elevar o influxo de capitais, mas ao mesmo tempo poderia impulsionar a saída. Como nesse índice de abertura financeira também estão incluídos os aspectos referentes aos *outward transactions*, o maior grau de abertura possibilitaria aos agentes

⁹⁴ Realizaram-se testes com diferentes alternativas de taxas de juros. Tentou-se também fazer estimativas com os diferenciais entre as taxas de juros dos Estados Unidos e as domésticas e paridade descoberta da taxa de juros. Nenhuma das alternativas mostrou-se estatisticamente significativa. Conforme argumentam Ahmed e Zlate (2013), é de se esperar que os diferenciais nas políticas monetárias percam significância estatística quando se controla por efeitos fixos, já que os diferenciais de longo prazo entre as taxas de juros estariam capturadas pelos efeitos fixos.

domésticos enviarem suas riquezas financeiras ao exterior. Além disso, a facilidade de ingressar no país teria como contrapartida a facilidade na saída. Destarte, se um capital ingressa em determinado mercado em vista de obter rápidos retornos, o mesmo sairia assim que se observassem alternativas mais rentáveis⁹⁵. Outra dificuldade adicional está no índice de abertura financeira conseguir captar a intensidade desta abertura. Por exemplo, a Coreia do Sul possuiu ao longo da série histórico um índice de abertura dos mais elevados, porém, os bancos estrangeiros tinham uma importante participação e o mercado de derivativos era bem aprofundado. Casos semelhantes podem ser observados na Rússia, Chile e Brasil.

3.3.2.2 Resultados das regressões em primeira diferença

O segundo procedimento na análise dos determinantes de capitais financeiros aos países emergentes e em desenvolvimento consiste na estimação em primeira diferença (FD). Este método além de evitar que as regressões sejam espúrias, também dispensa a utilização de variáveis binárias para controlar heterogeneidades entre os indivíduos e períodos. Isto ocorre pelo fato de efeitos das variáveis explicadas serem refletidos apenas de um período para outro, pois o que se estima é o impacto da variação da variável independente sobre a variação da variável explicada. Mas, assim como o modelo de efeitos fixos, tem como pressuposto a exogeneidade estrita. Para verificar a validade desse pressuposto, se retomarão os testes semelhantes aos realizados para os efeitos fixos, mas adaptados aos modelos de primeira diferença.

$$(6) \quad \Delta y_{it} = \Delta X_{it} + \delta W_{it+1} + c_i + e_{it}$$

Do mesmo modo que ocorreu nos modelos em nível, para nenhuma das variáveis houve indício de quebra do pressuposto de exogeneidade, nem mesmo a 10% de significância estatística (resultados se encontram no Apêndice 1). Sendo assim, o modelo em primeira diferença será consistente.

Se por um lado, o modelo em primeira diferença apresenta resultados consistentes e parâmetros não viesados, por outro lado, como algumas variáveis econômicas só trazem impactos

⁹⁵ Testou-se também um modelo sem o controle para variáveis omitidas, entretanto, os resultados da variável *kaopen* mantiveram-se estatisticamente insignificantes.

ao longo do tempo, essa técnica acaba representando um limite à interpretação dos resultados. Contudo, essa limitação traz uma vantagem aos estudos deste trabalho, pois permite observar os determinantes às flutuações estritamente de curto prazo dos fluxos financeiros privados aos países em desenvolvimento. Os resultados do modelo FD robusto à heterocedasticidade são trazidos na tabela 3.3.

Diferentemente das regressões anteriores, apenas as variáveis classificadas como *push factors* tiveram seus parâmetros significativos de acordo com os níveis tradicionais de significância. Mas apenas duas: *lnvix* e *lndowjones*. Enquanto as variáveis como *pull factors* não foram estatisticamente significativas nem a 10%. Chama atenção ainda os elevados valores nos coeficientes dessas variáveis, indicando que, além de elas serem significativas, provocam alterações substanciais nos fluxos financeiros de curto prazo para os países em desenvolvimento. Isto é, pode-se afirmar que a variável endógena é bastante elástica a essas duas variáveis.

Tabela 3.3 – Regressão por primeira diferença

Variável	Coefficiente	Desvios-padrão	Estatística t	Prob. > t
$\Delta \ln vix$	-1,646877	,8112535	-2,03	0,042
$\Delta \ln caoeua_{t-1}$	-1,49814	1,034312	-1,45	0,147
$\Delta \ln dowjones$	4,460676	1,691913	2,64	0,008
Δpibmp	,2407179	,2160851	1,11	0,265
Δffr	-,1958079	,1614958	-1,21	0,225
Δjgeua	,4703805	,3436014	1,37	0,171
Δjurosd	-,0088256	,0218643	-0,40	0,686
$\Delta \text{cambio}_{t-1}$,0001659	,0003971	0,42	0,676
$\Delta \text{pib2005}$	-2,84e ⁻⁶	5,81e ⁻⁶	-0,49	0,625
$\Delta \text{inflacaoa}$,0009554	,0095942	0,10	0,921
Δtc	,0189939	,0417955	0,45	0,650
$\Delta \text{reservas}$,0097216	,0160459	0,61	0,545
$\Delta \text{dividai}$,0171094	,0101559	1,68	0,092
Δdetpe	,0007653	,0058855	0,13	0,897
Δkaopen	,4013259	,2498087	1,61	0,108

constante	-,1608088	,1896319	-0,85	0,396
-----------	-----------	----------	-------	-------

Fonte: elaboração própria a partir de resultados obtidos no Stata 12.

3.3.2.3 Regressão por MMG

O último procedimento de estimação a ser reportado é com base no modelo baseado no Método dos Momentos Generalizados (MMG) desenvolvido por Arellano e Bond (1991), o qual traz como vantagem para consistência da análise, solucionar os problemas relacionados à variável omitida, à presença de heterocedasticidade e ainda poder relaxar a hipótese da exogeneidade estrita. Se os testes analisados anteriormente tivessem apontado para a violação desta hipótese, o modelo baseado no MMG seria o preferido, pois ele seria mais consistente, apesar de ser menos eficiente. Como não foi isso o observado, aqui, a adoção da técnica de MMG tem por objetivo apenas dar mais robustez à análise econométrica, por ser um método adicional a ser utilizado.

O modelo com base em MMG permite relaxar a hipótese da exogeneidade estrita porque ele define condições de momentos a partir de valores defasados das variáveis dependentes ou outras variáveis exógenas definidas como instrumentos (Roodman, 2009)⁹⁶. Como não se está utilizando um modelo com autorregressivos, as variáveis utilizadas como instrumentos serão os próprios regressores considerados estritamente exógenos, mas com defasagens. A equação geral desse modelo pode ser representada de acordo com a equação abaixo:

$$(7) \quad y_{it} = \beta_1^T w_{1it} + \beta_2^T w_{2it} + c_i + c_t + e_{it}$$

onde o w_{1it} é um vetor transposto (indicado pelo sobrescrito T) em que seriam incluídas as variáveis com suspeita de endogeneidade (passada, presente ou futura); w_{2it} é um vetor que estariam incluídas as variáveis consideradas como estritamente exógenas; c_i são as binárias para os indivíduos e c_t são as binárias para os anos. A partir das variáveis desse vetor é que seriam retiradas os instrumentos. Na equação aqui adotada, as variáveis classificadas como *pull factors* foram incluídas em w_{1it} e as *push factors* em w_{2it} .

⁹⁶ A tese de doutorado Barros (2005) também foi consultada como exemplo de trabalho que utiliza o método MMG.

Uma importante observação a ser feita é quanto ao número de instrumentos, um número elevado relativamente ao total de números observados pode levar a inconsistência dos resultados (Roodman, 2009). Para evitar esse problema, o aplicativo Stata oferece uma função em que se especificam as variáveis que serão tratadas como estritamente exógenas e impede que os instrumentos se espalhem. Sem a utilização desta ferramenta, o número de instrumentos se elevou para mais de 100, o que levaria a resultados inconsistentes. Como se reportará a seguir, todos os testes apontaram para consistência do modelo.

Devido à utilização de variáveis como instrumentos, há uma perda de eficiência do modelo comparando-se com os outros modelos em nível, já que consome um maior número de graus de liberdade. Devido a isto, neste modelo, quando da utilização da variável $lnacaeua_{t-1}$, a variável $pib2005$ não era reportada. Deste modo, testou-se com e sem a utilização da primeira variável. O critério de escolha do modelo a ser adotado se deu com base nos testes de consistência do grupo de instrumentos e de identificação. Os testes obtidos quando se reportaram a variável $pib2005$ mostraram-se mais consistentes e serão discutidos no próximo parágrafo. Os resultados dessa equação são apresentados na tabela 3.5. Eles reforçam a significância de duas variáveis que foram significativas a 5% em todos os modelos em nível: $lnvix$ e $pibmp$, as quais foram significativas a 1% e 5% respectivamente. Deve-se salientar que a primeira variável teve seu coeficiente ainda mais elevado, chegando a próximo de 2. As outras duas variáveis que apresentaram resultados significativos, ffr e $cambio_{t-1}$, tiveram sua significância estatística reforçada. Deste modo, ambas foram significativas em três dos quatro modelos em nível analisados. Se levar em consideração o modelo por MQO que será reportado apenas no Apêndice 2, devido a maior possibilidade de viés desse modelo, as variáveis $lnvix$ e $pibmp$ foram significativas em cinco dos cinco modelos em nível, ffr e $cambio_{t-1}$ em quatro dos cinco e em quatro dos cinco. Interessante ainda observar que $lnvix$ também foi significativa a 1% e com elevado coeficiente no modelo em primeira diferença.

Tabela 3.4 - Regressão por MMG

Variável	Coeficiente	Desvios-padrão	Estatística t	Prob. > t
Invix	-1,830134	,5243379	-3,49	0,000
Indowjones	,6091293	,7388739	0,82	0,410
pibmp	,6529465	,3163969	2,06	0,039
ffr	-,4215255	,199077	-2,12	0,034
jgeua	,4754263	,2957536	1,61	0,108
jurosd	,0059051	,0524917	0,11	0,910
cambiot-1	-,0010825	,0004065	-2,66	0,008
lnacaot-1	2,19e-06	1,41e-06	1,55	0,121
inflacaoa	-,0030696	,021585	-0,14	0,887
tc	-,0664323	,0424115	-1,57	0,117
reservas	-,0124514	,0093987	-1,32	0,185
dividai	,0025505	,0097161	0,26	0,793
detpe	-,0050437	,00474	-1,06	0,287
kaopen	-,4491086	,4090169	-1,10	0,272
constante	4,384537	7,106171	0,62	0,537

Número de observações: 250. Número de instrumentos: 30.

Wald $\chi^2(14) = 97,42$. Prob > $\chi^2 = 0,000$

Teste Arellano-Bond para AR (1) em primeira diferença: $z = -2,33$ Pr > $z = 0,020$

Teste Arellano-Bond para AR (2) em primeira diferença: $z = -0,77$ Pr > $z = 0,505$

Teste de sobre-identificação de Hansen, Estatística J: $\chi^2(16) = 16,62$ Prob > $\chi^2 = 0,313$

Diferenças nos testes Hansen para exogeneidade do grupo de instrumentos:

Instrumentos GMM em níveis:

Teste Hansen excluindo grupo: $\chi^2(7) = 6,72$ Prob > $\chi^2 = 0,459$

Diferença ($H_0 =$ exógenos): $\chi^2(8) = 10,37$ Prob > $\chi^2 = 0,240$

Subgrupo das variáveis consideradas como estritamente exógenas: iv(Invix Indowjones pibmp ffr jgeua)

Teste Hansen excluindo grupo: $\chi^2(10) = 10,87$ Prob > $\chi^2 = 0,368$

Diferença ($H_0 =$ exógenos): $\chi^2(5) = 6,22$ Prob > $\chi^2 = 0,285$

Fonte: elaboração própria a partir de resultados obtidos no Stata 12.

Os testes para avaliar a consistência do modelo adotado foram todos satisfatórios e são apresentados nas observações logo abaixo da tabela 3.4. O teste da estatística J de Hansen é uma versão robusta à quebra de heterocedasticidade e presença de autocorrelação do teste de restrição sobre identificação de Sargan. Ele adota como hipótese nula que os instrumentos são adequados ao modelo de MMG. Isto é, se eles são de fato estritamente exógenos. Os testes

apontaram que H_0 não pode ser rejeitada. O que valida os instrumentos utilizados. Também são reportadas os testes de diferenças nos testes Hansen para exogeneidade do grupo de instrumentos, todos os quatro testes apresentados indicam adequação tanto dos instrumentos sob suspeita de quebra de exogeneidade estrita como também para o subgrupo de instrumentos classificados como estritamente exógenos.

Outro indicador de que o modelo é consistente se refere aos testes autocorrelação. Como os testes de Arelo-Bond são baseados em erros transformados por primeira diferença, é esperado que seja autocorrelacionado de primeira ordem. Esse modelo aceita autocorrelação desta ordem, mas autocorrelação de segunda ordem, AR (2), indicaria inconsistência do modelo. Os testes apresentados para a regressão aqui realizada apontaram para presença de autocorreção de primeira ordem com 5% de significância estatística, já o de segunda ordem apresentou estatísticas não significativas. Destarte, a consistência do modelo é reafirmada.

3.3.2.4 Resultados das regressões com associação das variáveis contínuas com a dummy para crise

Ao longo das regressões testadas, as variáveis classificadas como pull factors relacionadas com vulnerabilidade externa e/ou solidez econômica foram significativas apenas em um dos modelos, sendo que as variáveis inflacao, dividai e detpe não foram significativas em nenhum dos modelos analisados. Porém, embora elas não tenham apresentado significância estatística na atração dos fluxos financeiros internacionais para os países em desenvolvimento, elas podem influenciar no comportamento dos mesmos nos momentos de crise. Para verificar se isso ocorre foi incluída no modelo uma *dummy* para crises financeiras e se relacionará com as variáveis contínuas.

A *dummy* abrange os seguintes anos: 1994, 1997, 1998, 1999, 2002 e 2008. A escolha se deu com base nos períodos de maior reversão nos fluxos de capitais, os quais foram decorrentes pelas crises dos países emergentes e o último da crise financeira global. Essa *dummy* não fora acrescentada nos modelos anteriores por não ter sido significativa em nenhum dos modelos. Além disso, houve uma piora nos desvios-padrão e nos coeficientes, tendo baixa alteração nas significâncias estatísticas das demais variáveis. Todavia, ela pode apresentar significância estatística se associada a outras variáveis, seguindo a mesma lógica das variáveis

não significativas que podem passar a ser quando associadas com essa *dummy*. Os modelos 3 e 4 passariam a ser os seguintes:

$$(3.1) \text{Infdek}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln \text{vix}_{it} + \beta_2 \text{pibmp} + \beta_3 \ln \text{acaoeua}_{it-1} + \beta_4 \ln \text{dowjones}_{it} + \beta_5 \text{ffr}_t + \beta_6 \text{jgeua}_t + \beta_7 \text{jurosd}_{it} + \beta_8 \text{cambio}_{it-1} + \beta_9 \text{pib2005}_{it} + \beta_{10} \text{inflacao}_{it} + \beta_{11} \text{tc}_{it} + \beta_{12} \text{reservas}_{it} + \beta_{13} \text{dividai}_{it} + \beta_{14} \text{detpe}_{it} + \beta_{15} \text{kaopen}_{it} + \sum_{i=1}^t \delta_i \text{dummy} \times \beta X_{it} + c_2 I_{2i} + \dots + c_n I_{ni} + e_{it}$$

$$(4.1) \text{Infdek}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln \text{vix}_{it} + \beta_2 \text{pibmp} + \beta_3 \ln \text{acaoeua}_{it-1} + \beta_4 \ln \text{dowjones}_{it} + \beta_5 \text{ffr}_t + \beta_6 \text{jgeua}_t + \beta_7 \text{jurosd}_{it} + \beta_8 \text{cambio}_{it-1} + \beta_9 \text{pib2005}_{it} + \beta_{10} \text{inflacao}_{it} + \beta_{11} \text{tc}_{it} + \beta_{12} \text{reservas}_{it} + \beta_{13} \text{dividai}_{it} + \beta_{14} \text{detpe}_{it} + \beta_{15} \text{kaopen}_{it} + \sum_{i=1}^t \delta_i \text{dummy} \times \beta X_{it} + c_i + e_{it}$$

O método adotado para encontrar a relação entre as variáveis contínuas e a *dummy* para as crises se iniciou com os *pull factors*. Isso representou uma perda significativa dos graus de liberdade do modelo. Nada obstante, comparando as tabelas 3.5 e 3.1, observa-se que não houve alterações significativas nas variáveis que haviam sido significativas. Mas o maior objetivo dessas regressões era verificar quais variáveis internas impactariam nos fluxos de capitais nos anos de crises. Com base na repetição dos métodos FEGLS, FE e RE, encontraram-se relações significativas para impactar na variável dependente as relações entre a *dummy* e as seguintes variáveis internas: *tc* e *pib2005*, negativamente; e *reservas*, positivamente. Dessas três variáveis, *reservas* foi a única das variáveis que foi significativa a 5% em dois dos três modelos.

A fim de verificar se a não significância estatística das demais variáveis seria decorrente do excesso de número de variáveis explicativas, realizou-se uma série de testes com apenas uma variável relacionada com a crise, com diferentes combinações de duas e também de três, mas os resultados não apresentaram novas variáveis significativas. Na realidade, foi a variável *pib2005* que deixou de ser significativa em muitas das combinações.

Tabela 3.5 – Resumo das regressões por FEGLS, FE e RE: *dummy* x *pull factors*

Variável	FEGLS		FE		RE	
	Coefficiente	Prob, > t	Coefficiente	Prob, > t	Coefficiente	Prob, > t
Invix	-0,9302901	0,028	-1,159694	0,031	-1,168611	0,002
lnacaoeua _{t-1}	-1,743683	0,01	-1,781134	0,041	-1,579121	0,048
lndowjones	2,467146	0,002	2,457183	0,053	2,136573	0,065
pibmp	0,4601827	0,001	0,5128886	0,007	0,5626391	0,002
ffr	-0,2178924	0,011	-0,2965607	0,108	-0,3057596	0,07
jgeua	0,4393344	0,053	0,640621	0,108	0,5989308	0,096
jurosd	-0,0035581	0,759	-0,0170921	0,155	-0,0171678	0,231
jurosd*crise	0,0035042	0,85	-0,0099735	0,677	-0,0080209	0,655
cambio _{t-1}	-0,0003193	0	-0,0001803	0,375	-0,0002272	0,027
pib2005	-5,19E-07	0,468	-8,47E-07	0,32	1,56E-06	0,012
pib2005*crise	-5,19E-07	0,074	-1,70E-06	0,039	7,79E-07	0,251
reservas	0,0089991	0,014	0,0113901	0,042	-0,0008831	0,726
reservas*crise	0,0256995	0,001	0,0230985	0,001	0,0014382	0,789
inflacaoa	-0,0056452	0,261	0,0003119	0,95	0,0011295	0,861
inflacaoa*crise	-0,0128308	0,371	-0,0073711	0,502	-0,0077777	0,25
despe	0,0015618	0,333	0,0020779	0,491	0,0015917	0,566
despe*crise	0,0022758	0,372	0,0025223	0,487	0,0020411	0,348
dividai	0,0034914	0,338	0,0050224	0,38	-0,0042254	0,302
dividai*crise	-0,0071686	0,279	-0,0039468	0,662	-0,0063936	0,3
tc	-0,0482716	0,002	-0,0374907	0,097	-0,0071855	0,676
tc*crise	-0,0690979	0,032	-0,0547761	0,201	0,0037208	0,881
kaopen	-0,0572327	0,523	0,0606929	0,695	0,0071134	0,955
kaopen*crise	0,1546872	0,297	0,3493111	0,128	0,1616657	0,318
constante	12,68969	0,082	11,85323	0,206	12,43945	0,136

Fonte: elaboração própria a partir de resultados obtidos no Stata 12.

O próximo passo teve por objetivo observar se alguma das variáveis externas, que já haviam sido estatisticamente significativas na determinação dos fluxos de capitais, também seriam significativas ao se combinarem com a *dummy* para as crises. Como as crises dos países emergentes e da crise financeira global de 2008 foram marcadas por mudanças bruscas nas expectativas dos investidores internacionais era de se esperar que a variável *Invix* fosse também significativa nessa combinação. De fato, ela foi a única variável externa significativa. Sendo assim,

as últimas equações tiveram a inclusão da variável *lnvix* e manutenção das outras variáveis que haviam sido estatisticamente significativas. Os resultados principais dessas equações se encontram na tabela 3.6:

Tabela 3.6 – Resumo das regressões por FEGLS, FE e RE: dummy x (*lnvix*, *pib2005*, *reservas*, *tc*)

Variável	FEGLS		FE		RE	
	Coefficiente	Prob, > t	Coefficiente	Prob, > t	Coefficiente	Prob, > t
<i>lnacaoeua_{t-1}</i>	-1,813359	0,008	-1,902056	0,036	-1,657821	0,047
<i>lnindowjones</i>	2,760804	0,001	2,851684	0,028	2,655172	0,027
<i>pibmp</i>	0,9007142	0,046	1,168988	0,077	1,338057	0,043
<i>ffr</i>	-0,1504063	0,092	-0,2445673	0,217	-0,2864528	0,134
<i>jgeua</i>	0,4253647	0,059	0,6374221	0,112	0,6664094	0,082
<i>jurosd</i>	-0,0066218	0,574	-0,0195272	0,131	-0,0162152	0,225
<i>cambio_{t-1}</i>	-0,0002901	0	-0,0001564	0,414	-0,0002026	0,06
<i>pib2005</i>	-5,24E+07	0,47	-7,30E-07	0,421	1,54E-06	0,024
<i>pib2005*crise</i>	-1,61E+06	0,151	1,40E-06	0,206	1,17E-06	0,182
<i>inflacaoa</i>	-0,0045684	0,375	0,0007211	0,887	-0,0004937	0,925
<i>dividai</i>	0,0034551	0,346	0,0053689	0,339	-0,0038438	0,346
<i>detpe</i>	0,0013855	0,402	0,0020044	0,534	0,0017032	0,532
<i>kaopen</i>	-0,020401	0,816	0,1074944	0,488	0,034486	0,796
<i>reservas</i>	0,0098351	0,007	0,0118562	0,046	0,0002493	0,924
<i>reservas*crise</i>	0,032907	0	0,030784	0	0,0137664	0,023
<i>lnvix</i>	-0,9553871	0,023	-1,165416	0,031	-1,343405	0,004
<i>lnvix*crise</i>	-1,221861	0,002	-1,434934	0,002	-1,542101	0
<i>tc</i>	-0,0480195	0,002	-0,0389561	0,102	-0,0087854	0,633
<i>tc*crise</i>	-0,0937345	0,003	-0,0791831	0,051	-0,0326557	0,335
constante	11,85769	0,097	10,54346	0,267	9,455507	0,274

Fonte: elaboração própria a partir de resultados obtidos no Stata 12.

Os dados da tabela 3.6 reportam a significância estatística das combinações entre a *dummy* para crise com as variáveis *lnvix* e *reservas* na determinação da variável dependente em todas as três regressões realizadas, sendo que o coeficiente da primeira sempre se manteve acima de 1. Além disso, *lnvix* se manteve significativa isoladamente em ambas as regressões e *reservas* nas regressões FEGLS e FE. Já a variável *pib2005* deixou de ser significativa na combinação

com a *dummy* e a variável *tc* foi significativa a 1% no modelo FEGLS e quase a 5% no FE, sendo não significativa no RE.

3.4 Considerações finais

Este capítulo apresentou uma série de regressões econométricas para testar os determinantes para os fluxos financeiros internacionais ingressarem nos países em desenvolvimento. Com base nas regressões FE, RE, FEGLS e posteriormente também por MMG, constatou-se um amplo predomínio das variáveis classificadas como *push factors* em relação às entendidas como *pull factors*. Esse predomínio pode ser observado tanto pelo maior número de variáveis significativas nos diferentes modelos, como também pelos elevados valores nos coeficientes.

Nesses quatro modelos, merece destaque especial as variáveis *Invis* e *pibmp*, pois elas foram significativas a 5% em todas as regressões, o que proporciona robustez e grande segurança para afirmar que ambas são de fato determinantes para os fluxos financeiros ingressarem nos países em desenvolvimento. Outras três variáveis externas também merecem destaque. A taxa básica de juros dos EUA, FFR, foi significativa a 5% nos modelos FEGLS e MMG e a 10% no RE. Ou seja, apenas não foi no modelo por efeitos fixos. Se considerar ainda os modelos de MQO e de efeitos fixos por inclusão de binárias e sem correção da heterocedasticidade, ela seria significativa em cinco dos seis modelos. Já a variável *Indowjones* só deixou de ser significativa a 5% em um dos quatro modelos; e a variável *lnacaoeua_{t-1}*, embora tenha sido significativa a 5% apenas no modelo FEGLS, o elevado coeficiente proporciona maior robustez à análise ao indicar significância estatística de 10% nos modelos FE e RE.

No que diz respeito as variáveis internas, a taxa de câmbio defasada é a que foi estatisticamente significativa em mais modelos, sendo que não foi apenas no modelo por efeitos fixos robusto à heterocedasticidade. Em relação às demais variáveis internas, elas apresentaram significância estatística apenas em uma ou nenhuma das quatro equações, embora a variável reservas também tenha sido significativa a 10% em uma segunda equação. Já os indicadores de endividamento interno e externo, a taxa de inflação anual, quanto externa e o grau de abertura financeira mostram-se estatisticamente insignificantes em todas as regressões. As outras duas

variáveis que não foram significativas foram as taxas de juros dos depósitos domésticos e a taxa de juros do governo dos EUA (a única variável externa não significativa).

Também se realizaram regressões para verificar quais variáveis, em combinação com a *dummy* para as crises, afetariam a variável dependente. Após sucessivos testes, constatou-se que nos momentos de crise, as variáveis significativas ao comportamento negativo dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento são *lnvix* e *tc*, já a variável *reservas* serve de atenuante para as saídas dos capitais nos momentos de crise.

O último aspecto a ser ressaltado sobre o modelo é que na estimação em primeira diferença, no qual se observa apenas o impacto de curto prazo, somente as variáveis relacionadas aos *push factors* foram significativas e são *lnvix* e *lndowjones*. Além disso, os coeficientes dessas duas variáveis se elevaram, todas se situando acima de 1.

Assim, conclui-se que a dinâmica de curto prazo dos capitais financeiros é determinada exclusivamente por fatores exógenos. Já os determinantes ao longo do tempo, em que se inclui também o curto prazo, além dos fatores exógenos, que apresentam os maiores coeficientes, estão relacionados a aplicações onde se pode obter retorno de curtíssimo prazo e à disponibilidade de liquidez em moeda estrangeira, que são estatisticamente significantes. Enquanto aos indicadores de solidez econômica, apenas os déficits em transações, que também estão relacionados com a quantidade de divisas disponíveis, foi significativo. Ao mesmo tempo, o grau de abertura financeira não se mostrou relevante como determinante dos fluxos financeiros líquidos aos países em desenvolvimento.

Ao se comparar com os trabalhos comentados na subseção 3.2.1, os resultados encontrados neste capítulo mostraram-se semelhantes com os obtidos por Taylor e Sarno (1997), Hoti (2004), Baeck (2006), Edison e Warnock (2008), Brana e Lahet (2010), Atoyán, Jaeger e Smith (2012), Bruno e Shin (2013) e Ahmed e Zlate (2013), no sentido de ter encontrado significância estatística tanto dos *push* quanto dos *pull factors*, mas com predominância dos primeiros sobre os segundos.

Deve-se, por fim, assinalar que a obtenção de resultados estatisticamente significativos para a variável VIX corroborou os resultados obtidos pelos trabalhos de Bruno e Shin (2013) e Ahmed e Zlate (2013), sendo que os primeiros encontraram significância dessa variável para os fluxos de empréstimos internacionais (incluídos na subconta outros investimentos) e os segundos para a subconta investimento de portfólio, sendo que para a conta

financeira como um todo se mostrou insignificante. Este capítulo, além de utilizá-la como variável determinante para a soma destas duas subcontas com a de derivativos, fez regressões com maior número de variáveis de controle. Também acrescentou robustez à análise por realizar um conjunto amplo de regressões, por diferentes métodos, sendo que em todos, a variável VIX se mostrou estatisticamente significativa em pelo menos 5%. Destarte, merece como destaque diferencial, a manutenção da significância estatística dessa variável no modelo em primeira diferença e nos modelos que combinam com a *dummy* para as crises. Por fim, outro diferencial é a leitura dos resultados de tomada de decisão dos agentes econômicos sob a ótica de Keynes (1936 e 1937) no contexto do SMFI contemporâneo.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Desde que os países em desenvolvimento optaram pelo processo de abertura financeira para se inserirem no contexto de globalização financeira, eles tornaram-se bastante vulneráveis as entradas e saída súbitas dos fluxos internacionais de capitais. Nas fases de cheia (*boom*), há um crescimento generalizado no otimismo, tanto por parte dos agentes internos quanto externos, apreciações das moedas domésticas, expansão dos mercados de crédito e de capitais e alta no padrão de consumo. Já quando ocorre a reversão desses ciclos (*bust*) observam-se crises financeiras, depreciações súbitas das moedas, elevação da taxa de inflação, desaceleração do crescimento econômico e, eventualmente, necessidade de socorro dos organismos internacionais. Essa tese buscou compreender as características e os determinantes da dinâmica dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento.

O capítulo I abordou os principais determinantes do estágio atual do SMFI. Observou-se que a globalização financeira não foi fruto meramente das inovações nos sistemas financeiros e nas tecnologias de informação. Ela é consequência das opções de política econômica adotadas pelos países desenvolvidos, as quais também determinaram a configuração do sistema monetário internacional (SMI) contemporâneo. Este é marcado pela eliminação dos controles sobre os fluxos de capitais; por um padrão monetário internacional baseado em uma moeda fiduciária; e pelo regime de taxas de câmbio flutuantes. Além da globalização financeira, o comportamento dos agentes que atuam no sistema financeiro internacional (SFI) é condicionado pelo processo de financeirização da economia nos países centrais, que se caracteriza pela generalização do comportamento especulativo e de curto prazo das instituições financeiras para todas as esferas do sistema econômico.

Como observado, no SMFI contemporâneo os fluxos de capitais se caracterizam por uma dinâmica volátil. Esta é decorrente tanto dos fatores relacionados ao SMI quanto pelo sistema financeiro internacional. Optou-se, primeiro, por analisar os impactos das alterações no SMI. Em primeiro lugar, a característica fiduciária da moeda-chave do sistema possibilita maior grau de liberdade na política econômica do país emissor desta moeda. Em segundo lugar, a ausência de barreiras aos fluxos de capitais permitiu que esses entrassem e saíssem dos países com demasiada facilidade. Quaisquer mudanças nas situações econômicas, ou simples alterações nas expectativas, provocam saídas abruptas dos capitais. Em terceiro lugar, as taxas de câmbio, por se tornarem flutuantes, passaram a ser, elas próprias, instrumento de especulação e fontes de ganhos financeiros para os agentes que atuam nos mercados financeiros internacionais

As alterações no SFI, por sua vez, intensificaram a concorrência intra e entre as diferentes instituições financeiras. Instituições financeiras bancárias e não bancárias passaram a concorrer em mercados que antes eram cativos a essas últimas. Buscando elevar sua rentabilidade, ambas as instituições passaram a operar e investir em diversas partes do globo, o que se tornou possível devido à generalização dos processos de abertura financeira dos países. Como a lógica financeira passou a prevalecer nas empresas produtivas, elas também passaram a investir em ativos cambiais financeiros ao redor do globo, buscando não apenas retornos mais elevados, mas também no curto e curtíssimo prazos. Destarte, os fluxos de capitais passaram a ser fundamentalmente determinados pelas estratégias das grandes corporações e instituições financeiras globais.

O caráter instável desses fluxos no SMFI contemporâneo é ainda mais acentuado quando direcionados aos países em desenvolvimento. Essa instabilidade adicional é decorrente das assimetrias do SMFI contemporâneo. Dentre essas assimetrias, merece destaque a característica das moedas desses países, que ao contrário das moedas dos países centrais, não exercem as suas funções clássicas em âmbito internacional. Conseqüentemente, em momentos de incerteza e elevação da preferência pela liquidez, os capitais se direcionaram ao país emissor da moeda-chave do sistema e em menor grau, também às demais moedas centrais. Conseqüentemente, os capitais podem sair dos países em desenvolvimento mesmo que não haja deterioração nos fundamentos econômicos domésticos .

As saídas abruptas dos capitais são ainda mais danosas aos países em desenvolvimento em decorrência do pequeno tamanho dos sistemas financeiros domésticos relativamente aos fluxos ingressantes. Além disso, e diferentemente dos países emissores de moeda central, não há um teto das moedas que torne o país novamente atrativo aos capitais internacionais. Contudo, se o apetite ao risco se torna novamente elevado, os capitais poderão retornar de forma massiva aos países em desenvolvimento, trazendo grandes impactos aos mercados financeiros desses países, o que por sua vez, tende a realimentar esses influxos.

Como pôde ser observado no capítulo II, a experiência dos países emergentes nos anos 1990 serve de exemplo para o que foi acima descrito. Nos momentos de maior apetite pelo risco por parte dos agentes internacionais, houve um intenso ingresso dos capitais internacionais aos países emergentes em busca de maiores retornos, levando a apreciações das moedas, deterioração na conta de transações correntes e elevação do endividamento interno externo e

interno. Nos momentos de reversão das expectativas, seja por condicionantes internos, seja por externos, os capitais saíam abruptamente, levando a crises nos balanços de pagamentos.

O capítulo II também abordou as alterações nas políticas econômicas realizadas pelos países emergentes após as crises vivenciadas por eles. Sobre essas políticas, se analisou as vantagens e desvantagens dos diferentes regimes cambiais e das estratégias de grandes acúmulos de reservas internacionais. Ainda foram comentadas as alternativas de estratégias que vem sendo crescentemente adotadas, como os fundos soberanos e a gestão sobre os fluxos de capitais. Igualmente se observou o comportamento de diferentes indicadores de vulnerabilidade interna e externa de quatro regiões dos países emergentes. A partir dessas análises, concluiu-se que o grupo de países que compõem o Centro e Leste Europeu é o que mais se encontrava suscetível às mudanças nas expectativas dos agentes internacionais. Já a Ásia apresentava os melhores indicadores e o maior número de membros que adotaram as técnicas de gestão sobre os fluxos de capitais. A região da América Latina e Caribe apresentou no seu conjunto importantes melhoras nos indicadores de vulnerabilidade. Entretanto, a maior parte dos seus países manteve o processo de abertura financeira e permaneceram dependentes das exportações de poucas *commodities*.

A terceira parte do capítulo tratou de criticar o argumento de que a crise financeira global seria consequência das estratégias dos países emergentes em manter elevados níveis de reservas e superávits em transações correntes. Por outro lado, argumentou-se que a crise foi decorrente das próprias condições do sistema monetária e financeiro internacional contemporâneo, analisadas no capítulo I, e que foram acentuadas com a introdução de inovações financeiras nos anos 2000. Destas, merecem especial atenção as novas gerações de *securities*.

No momento em que a crise contemporânea passou a ser denominada de crise financeira global, observou-se o fim da hipótese de descolamento dos países emergentes. A não conversibilidade das moedas desses países fez com que, os países que haviam optado pela continuação da abertura financeira, fossem severamente impactos pelas saídas abruptas de capitais, mesmo que eles estivessem apresentando sólidos indicadores macroeconômicos. Todavia, os países que combinaram a piora dos indicadores de vulnerabilidade com a abertura financeira, foram ainda mais afetados pela crise. Neste sentido, observaram-se depreciações súbitas nas moedas dos países do Centro e Leste Europeu, bem como uma queda mais acentuada do ritmo de crescimento econômico e aceleração da inflação.

Já os países com as técnicas de controle mais aperfeiçoadas sobre os fluxos de capitais, foram os menos impactados. O caso chinês foi o mais emblemático, pois conseguiu captar elevados volumes de capitais privados nos anos anteriores à crise e mesmo assim foi pouco afetado na eminência desta. Esse fato corrobora os testes empíricos comentados na seção 2.2, de que as técnicas de gestão sobre os fluxos de capitais empregadas pela China permitem uma melhor composição dos fluxos de capitais e reduz a vulnerabilidade a crises externas.

Após terem sido analisados, teoricamente e por meio de estudos de casos, os aspectos gerais da dinâmica dos fluxos de capitais e suas especificidades para os países em desenvolvimento, o último capítulo procurou corroborar os argumentos levantados ao longo da presente tese por meio de estimativas econométricas. Antes das especificações sobre o modelo adotado, realizou-se uma revisão da literatura empírica sobre os determinantes para os fluxos de capitais aos países em desenvolvimento. A maior parte dos trabalhos adotou a metodologia *push* versus *pull factors*. Embora esteja longe de um consenso, se observou um predomínio dos *push factors*.

O modelo adotado teve por objetivo abranger o maior número possível de países em desenvolvimento, desde o processo de inserção na globalização financeira até 2008, ano em que se encerra essa série histórica disponibilizada pelo IFS/IMF e que coincide com o início da crise financeira global. Realizou um conjunto amplo de testes econométricos, iniciando pelos modelos de efeito fixos (FE) e efeitos aleatórios (RE) robustos à heterocedasticidade e ao modelo de efeitos fixos *one way* transformado em Método dos Mínimos Quadrados Generalizados (FGLS) para corrigir o problema da heterocedasticidade. Posteriormente, com intuito de dar maior robustez à análise, também se incluiu o método dos momentos generalizados (GMM).

Os resultados encontrados apontaram para preponderância dos *push factor* sobre os *pull factor*. Combinando esses quatro modelos, as 6 variáveis externas poderiam ser significativas em 24 ocasiões e foram em 17. Já as 8 variáveis internas, que poderiam ser significativas em 31 momentos, o foram apenas 7. Além disso, as variáveis externas apresentaram elevados coeficientes em todas as regressões.

As variáveis *Invix* e *pibmp*, que representam, respectivamente, o indicador de volatilidade VIX CBOE e o crescimento percentual real do produto mundial, foram estatisticamente significativas em pelo menos 5% em todas as regressões analisadas em nível. Isto é, pode-se afirmar com forte apoio nos resultados econométricos, que os fluxos de capitais

possuem como importantes determinantes o desempenho da economia mundial e o indicador de volatilidade. Sendo que, o maior crescimento econômico, além de aumentar a riqueza, proporciona maior ânimo aos investidores. Por outro lado, a alta no indicador de volatilidade, que representa uma maior insegurança dos investidores internacionais e, portanto, uma maior avidez por liquidez, impacta negativamente nos fluxos de capitais destinados aos países em desenvolvimento.

Três variáveis externas ainda merecem ser evidenciadas, pois elas foram significativas em três dos quatro modelos testados. São elas: *Indowjones*, *ffr* e *lnacaeua_{t-1}*. Ainda que, não tenham o mesmo respaldo das variáveis *lnvix* e *pibmp*, já que não foram significativas em todas as equações, pode-se afirmar que as variáveis *ffr* e *lnacaeua_{t-1}*, afetam negativamente os fluxos financeiros para os países em desenvolvimento por representarem uma fonte alternativa de investimento. Como afirmado na abordagem das assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional, as aplicações nos países desenvolvidos são as preferíveis para os investidores internacionais. Sendo que, para ingressarem nos países em desenvolvimento, detentores de moeda periférica, devem ser compensados por rendimentos significativamente mais altos. A variável *Indowjones*, por sua vez, teve um comportamento semelhante à *pibmp*, o que era de se esperar, pois também representa um aumento da riqueza - financeira neste caso - e serve como indicador de otimismo.

Das variáveis classificadas como pull factors, variável que mais apresentou resultados significativos foi a taxa de câmbio defasada, sendo significativa a 5% em três dos quatro modelos testados. Sendo assim, tal como nas últimas três variáveis externas comentadas, pode-se afirmar que a variável *cambio_{t-1}*, é determinante para a variável dependente. Essa variável independente foi incluída no modelo como uma tentativa de captar a expectativa dos investidores internacionais ao comportamento da taxa de câmbio, já que a disponibilidade de indicadores sobre preços futuros da taxa de câmbio são mais restritos para os países e período analisado. O componente defasado parte do princípio de que os investidores veem no comportamento passado um indicador do desempenho futuro⁹⁷. Destarte, o coeficiente negativo e significativo indica a expectativa de depreciação da moeda, o que reduziria os fluxos de capitais para os países em desenvolvimento.

⁹⁷ Importante não confundir com a teoria das expectativas adaptativas, pois o comportamento passado é tido como um dos sinalizadores para os investidores e não existe uma relação direta entre eles. Além do mais, é de se levar em conta o comportamento coletivo, isto é, as convenções (Keynes, 1937a).

Já a redução da taxa de câmbio indicaria a apreciação da moeda e, portanto, seria fonte de atração para os investidores internacionais.

Outras três variáveis internas – *reservas*, *pib2005* e *tc* - foram significativas a 5% em uma das quatro equações, sendo a variável que mede a razão das reservas internacionais sobre o total da dívida externa também foi significativa a 10% em uma segunda equação. O que se pode concluir, com uma margem menor de segurança, é que o nível de reservas serve como fator de atratividade para os fluxos de capitais por representar maior disponibilidade de liquidez; o crescimento econômico gera sinal um sinal de otimismo; e os déficits em transações correntes podem em certas ocasiões mostrarem-se temerários quanto a disponibilidade de divisas para os investidores internacionais, freando os investimentos nesses países.

Já as variáveis *dividai*, *dividae*, *inflacaoa* e *kaopen*, não foram significativas em nenhuma das quatro regressões econométricas realizadas. Esses resultados evidenciam os equívocos que muitas análises econômicas convencionais cometem ao priorizarem, nas avaliações sobre a atratividade para os investidores internacionais, os indicadores de inflação e endividamento, bem como a necessidade de ainda maior abertura financeira.

No que diz respeito a insignificância estatística da taxa de juros interna, medida pela taxa de depósito, e a taxa de governo dos EUA, além dos problemas estatísticos comentados anteriormente, ela pode representar a pouca importância das aplicações de prazos mais longos no portfólio dos investidores internacionais que visam aplicar seus recursos nos países em desenvolvimento. Essa percepção vai ao encontro no discutido no primeiro capítulo de que no SMFI contemporâneo os investimentos financeiros são caracterizados crescentemente pelo caráter de curto prazo. Esses resultados são reforçados ao se complementar com a insignificância estatística das variáveis de endividamento, pois elas estariam mais relacionadas com a segurança para as aplicações de longo prazo nos países em desenvolvimento. Já nas aplicações de curto prazo, a liquidez seria mais importante que os fundamentos.

Um último comentário sobre esses resultados diz respeito à inflação e ao PIB. É costumeiro entre os economistas do mainstream e analistas do mercado financeiro ressaltarem a importância do controle inflacionário para manter um ambiente atrativo aos investidores externos. Isso é válido mesmo em detrimento do crescimento econômico. Pelos resultados obtidos nos modelos, essa recomendação de política não se justificaria. Além da inflação não ter

sido significativa em nenhum dos modelos, o crescimento do PIB foi significativo ao menos no modelo de efeitos aleatórios.

Testou-se também um modelo em primeira diferença robusto à heterocedasticidade (FD), o qual realiza estimações apenas sobre os impactos de curto prazo. Neste modelo, somente as variáveis classificadas como *push factor* obtiveram resultados estatisticamente significantes: *Inviz* e *Indowjones*. Não obstante, os coeficientes dessas três variáveis se elevaram, todas se situando acima de 1, auferindo um caráter elástico a esses parâmetros na determinação dos fluxos de capitais. Mesmo usando diferentes variáveis, esses resultados se assemelharam aos obtidos por alguns dos trabalhos levantados na revisão da literatura empírica, especialmente BRUNO e SHIN (2013).

Deste modo, pode-se concluir que a dinâmica exclusivamente de curto prazo dos capitais financeiros é determinada apenas pelos *push factors*. Já ao longo do tempo, além dos *push factors*, também estão incluídos os determinantes relacionados a aplicações onde se possa obter retorno de curto e curtíssimo prazo e ao fornecimento de liquidez. A significância estatística dessas variáveis, e insignificância das demais, corroboram os argumentos levantados ao longo do presente trabalho de que os fluxos de capitais direcionados aos países em desenvolvimento são determinados de acordo com as expectativas dos agentes internacionais, as quais são baseadas nos conhecimentos passados (rentabilidade das variáveis defasadas) e nas convenções sociais (indicador de volatilidade e índice Dow Jones). Sendo que, no SMFI contemporâneo, as incertezas se elevaram e o comportamento mimético foi acentuado. Além disso, os objetivos de rentabilidade de curto e curtíssimo prazo se sobrepujaram sobre os de médio e longo prazo.

Por fim, realizaram-se diversas regressões para averiguar quais variáveis seriam significativas para determinar os fluxos de capitais aos países em desenvolvimento na combinação com a *dummy* criada para indicar as crises financeiras que atingiram esses países. Os resultados obtidos apontaram que as variáveis *tc* e *reservas* foram significativas em dois dos três modelos finais. A variável *Inviz*, por sua vez, foi significativa nos três modelos testados, tanto em combinação com a *dummy*, quanto de forma isolada.

Estes resultados apontaram que dos indicadores internos, os mais relevantes para o comportamento dos fluxos no momento de crise são os déficits em transações correntes e o nível de reservas. Deste modo, o aumento de reservas, embora apresente custos elevados em termos de endividamento interno para países com altas taxas de juros, mostrou-se ser uma estratégia eficaz

para reduzir a vulnerabilidade frente às mudanças externas. Concomitantemente, elevados déficits em transações correntes podem acentuar os movimentos de saída dos capitais nos momentos de reversão dos ciclos de liquidez internacional.

A insignificância estatística da variável de abertura financeira não pode ser interpretada como irrelevante para o comportamento dos fluxos nos momentos de crise. Isto porque quantificar o grau de abertura gera desafios importantes. Como exemplos já citados, a profundidade dos mercados de derivativos da Coreia do Sul e do Brasil, bem como, a elevada participação de bancos estrangeiros no Chile e na Rússia, não são retratadas fidedignamente pelo AREAER do FMI. Além do mais há problemas na relação de binária com variáveis contínuas de pouca variabilidade, como é o caso do *kaopen*.

Finalmente, a significância estatística do indicador de volatilidade VIX CBOE em termos logaritmos, também nesses últimos testes, corroboram sua importância para o comportamento dos fluxos de capitais. Deve-se destacar que seu coeficiente se manteve em torno de 1, isto é, também mostrou-se bastante relevante na combinação com a *dummy*. A variável *lnvix* foi a única das 14 variáveis independentes a ser significativa a pelo menos 5% em todos os testes realizados. Destarte, ela pode ser considerada a variável mais importante na dinâmica dos fluxos de capitais, já que está relacionada tanto no comportamento ao longo do tempo, quanto no comportamento exclusivamente de curto prazo e nos momentos de crise financeira. Esses resultados mostram o quanto se torna arriscado para os países em desenvolvimento manterem uma dependência dos fluxos financeiros internacionais.

Esta tese está longe de esgotar as análises sobre os assuntos abordados. Tem-se como objetivo futuro avançar na compreensão da dinâmica dos fluxos de capitais aos países em desenvolvimento no contexto pós-crise financeira global. Pretende-se ainda, entrar na discussão sobre políticas econômicas que minimizem a dependência dos fluxos de capitais nos países emergentes. Entre elas, destaca-se a adoção das técnicas de gestão sobre os fluxos de capitais em conjunto com a elevação dos recursos destinados aos fundos soberanos.

Referências bibliográficas

AGLIETTA, M. *Macroeconomia financeira*, vol. 1 e 2. São Paulo, Loyola, 2004.

AHMED, S & ZLATE, A. *Capital flows to emerging market economies: a brave new world? Board of governors of the federal reserve system*. International Finance Discussion. Papers Number 1081 June 2013.

AIZENMAN, J. (2006). *International reserves management and the current account*. NBER Working Papers 12734, National Bureau of Economic Research, Inc.

_____. (2007). *Large hoarding of international reserves and the emerging global economic architecture*. NBER Working Papers 13277, National Bureau of Economic Research, Inc.

AIZENMAN, J. & GLICK, R. *Asset Class Diversification and Delegation of Responsibilities between Central Banks and Sovereign Wealth Funds*. NBER Working Paper No. 16392 Issued in September 2010

AIZENMAN, J.; LEE, Y. & RHEE, Y. *International Reserves Management and capital mobility in a volatile world: policy considerations an case study of Korea*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working Paper, n. 10.534).

AIZENMAN, J. & LEE, Y 2006. *Financial Versus Monetary Mercantilism-Long-run View of Large International Reserves Hoarding*, NBER Working Papers 12718, National Bureau of Economic Research, Inc.

AIZENMAN, J.; LEE, Y. & VLADYSLAV, S., 2010. *From the Great Moderation to the global crisis: Exchange market pressure in the 2000s*, Santa Cruz Department of Economics, Working Paper Series qt8c75z2pt, Department of Economics, UC Santa Cruz.

AIZENMAN, J. & RIERA-CRICHTON, D. 2006. *Real Exchange Rate and International Reserves in the Era of Growing Financial and Trade Integration*. NBER Working Papers 12363, National Bureau of Economic Research, Inc.

AKYÜZ, Y. *Financial liberalization: the key issues*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 1993 (UNCT AD Discussion Papers n. 56).

_____. *Debt Sustainability in Emerging Markets: A Critical Appraisal*. DESA Working Paper No. 61 November 2007.

_____. *Capital Flows To Developing Countries In A Historical Perspective: Will The Current Boom End With A Bust?* Research Papers. South Centre. MARCH, 2011.

ANDRADE, R. P. Expectativas, incerteza e instabilidade no capitalismo: uma abordagem a partir de Keynes. *Revista de Economia Política*, vol. 7 n° 2, abril-junho de 1987.

ARELLANO, M. & BOND, S. 1991. *Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations*. *Review of Economic Studies* 58: 277-97.

ATOYAN, R.; JAEGER A. & SMITH, D. (2012). *The Pre-Crisis Capital Flow Surge to Emerging Europe: Did Countercyclical Fiscal Policy Make a Difference?* IMF Working Paper.7

ARRIGHI, G. O longo século XX. Rio de Janeiro: Contraponto. 1996.

BAECK, I. M. *Portfólio investment flows to Asia and Latin America: Pull, push or market sentiment?* Journal of Asian Economics 17 (2006) 363–373.

Bhalla, S. S. 2007. *Second among Equals: The Middle Class Kingdoms of India and China*. Washington, DC: Peterson Institute of International Economics. <http://www.oxusinvestments.com/files/pdf/NE20090106.pdf>

Belluzzo, L. G. (1997). O dinheiro e as metamorfoses da riqueza. In: J. 7. Fiori, Poder e Dinheiro. Rio de Janeiro: Vozes.

_____ (2000). Finança global e ciclos de expansão. In: FIORI, J.L (org.) Estados e moedas no desenvolvimento das nações. 3ª edição, Vozes, Petrópolis-RJ.

BELLUZZO, L. G. Mello & A-LMEIDA, J. S.G. Depois da Queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BERNANKE, B. S. (2005), *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*, speech delivered at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Va., March 10.

_____. *Four questions about the financial crisis*. Speech by Mr Ben S Bernanke, Chairman of the Board of Governors of the US Federal Reserve System, at the Morehouse College, Atlanta, Georgia, 14 April 2009.

BHAGWATI, J. *The capital myth: the difference between trade in widgets and dollars*. Foreign Affairs, v. 77, n. 3, p. 7-12, 1998.

BIANCARELI, A. M. . Países emergentes e ciclos internacionais. In: Ricardo de Medeiros Carneiro. (Org.). A supremacia dos mercados e a política econômica do Governo Lula. São Paulo - SP: Editora Unesp, 2006, v. , p. 97-129.

_____. A visão convencional sobre a abertura financeira e suas mutações recentes: uma resenha crítica. Campinas - SP: Texto para discussão - IE/Unicamp n. 143, 2008.

BIELSCHOWSKY, R (Org.) (2000). Cinquenta anos de pensamento na CEPAL. Volume 1 e 2. Rio de Janeiro: Record.

BIS (1995), *Issues of measurement related to market size and macroprudential risks in derivatives markets*, Basle.

_____ (2009). *Annual Report*. Basle: Bank of International Settlements.

- BLECKER, R. A. *Financial Globalization, Exchange Rates and International Trade*, in Gerald Epstein, ed., *Financialization and the World Economy*. Northampton, MA: Edward Elgar Press pp. 46-74.
- BLOCK, F. L. *The Origins of International Economic Disorder*, 1977.
- BORIO, C; DISYATAT, P. (2011). *Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link?* BIS Working Papers No 346.
- BOYER, R. *Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis*. *Economy and Society*, v. 29, n. 1, p. 111-145, 2000.
- BRAGA, J.C.S. (1997). Financeirização Global- O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: FIORI, J.L. e TAVARES, M.C.(orgs.). *Poder e dinheiro: Uma economia política da globalização*. Vozes, Petrópolis-RJ.
- _____. *Temporalidade da Riqueza - Teoria da Dinâmica e Financeirização do Capitalismo*. 1. ed. Campinas - SP: Editora do Instituto de Economia da UNICAMP, 2000. 345p .
- _____. (2009). Crise sistêmica da financeirização e a incerteza das mudanças. *Revista Estudos Avançados*, São Paulo, v. 23, n. 65.
- BRAGA, J.C.S.; CINTRA, M.A.M.(2004). *Finanças Dolarizadas e Capital Financeiro: exasperação sob comando americano*. In: FIORI, J.L. (org.) *O Poder Americano*. Vozes, Petrópolis-RJ.
- BRANA S., D. e LAHET, D. (2010). *Determinants of capital inflows into Asia: The relevance of contagion effects as push factors*. *Emerging Markets Review* 11 (2010) 273–284
- BRENNER, R. (2010) *What is Good for Goldman Sachs is Good for America. The Origins of the Present Crisis*. Disponível em: <http://escholarship.org/uc/item/0sg0782h>. Acesso em 07/07/2011
- BRUNO, V. e SHIN, H. S. (2013). *CAPITAL FLOWS, CROSS-BORDER BANKING AND GLOBAL LIQUIDITY*. NBER WORKING PAPER SERIES
- BREUSCH, T. & PAGAN, A. (1979), *A simple test of heteroskedasticity and random coefficient variation*, *Econometrica* 47, 1287–1294. Disponível em: http://www.aae.wisc.edu/aae637/handouts/breusch_pagan_hetero_test_article.pdf
- BRYAN, D., & RAFFERTY, M. (2006). *Capitalism with Derivatives: A Political Economy of financial derivatives, capital and class*. Chippenham: Palgrave macmillan.
- BUITER, W. (2009). *Useless finance, harmful finance and useful finance*. Disponível em: <http://blogs.ft.com/maverecon/2009/04/useless-finance-harmful-finance-and-useful-finance/#axzz2oKsDoKUY>

BUSSIÈRE, M. & MULDER, C. (1999). *External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion*. IMF Working Paper n. 99/88. July, 1999.

CABALLERO, R. J.; CALDERÓN, C. & Céspedes, L. F. *External Vulnerability and Preventive Policies*, Serie de Libros Banca Central, X. Santiago de Chile: Banco Central de Chile, 2006. http://www.bcentral.cl/estudios/bancacentral/pdf/v10/001_014caballero_calderon_cespedes.pdf

CAGNIN, R. F.; CINTRA, A. M.; FARHI, M.; ALMEIDA, J. S. G. o debate em torno da criação de um Fundo Cambial no Brasil. Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 152, nov. 2008.

CALVO, G.; LEIDERMAN, L. & REINHART, C. *Capital flows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors*. IMF Staff Papers, vol. 40, 1993, p. 123-139.

CALVO, G. A. & MENDOZA, E. G. *Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets*. Journal of International Economics, 2000.

CALVO, G. A. & REINHART, C. M. (2002): *Fear of Floating*. Quarterly Journal of Economics, May, 117(2): 379-408.

CARNEIRO, R de M. Globalização financeira e inserção periférica. Economia e Sociedade, Campinas, n. 13, p. 58-92, 1999.

_____. A política econômica da era FHC ao Governo Lula: da trindade impossível à autonomia necessária. In: VELLOSO, J. P. REIS (Coord.) Governo Lula: novas prioridades e desenvolvimento sustentado. Rio de Janeiro: José Olympio, 2003, p. 129-154.

_____ (2007). Globalização e Inconvertibilidade Monetária, Revista de Economia Globalização e integração periférica. Texto para Discussão 126 - Instituto de Economia da UNICAMP. Março de 2007.

_____ (2008). Globalização e Inconvertibilidade Monetária, Revista de Economia Política, vol. 28, nº 4, pp. 539-556.

CARNEIRO, R. M. ; ROSSI, P. L. ; L. M.V.C. ; MELLO, G.S. . A quarta dimensão: os derivativos em um capitalismo com dominância financeira. Campinas: Instituto de Economia da UNICAMP, 2011 (Artigo publicado na internet).

CARVALHO, F.C. e SICSÚ, J. (2004). Controvérsias recentes sobre controles de capitais. Revista de Economia Política, vol. 24, n. 2, pp. 163-184, abril/junho.

CHANG, H. *Globalization, economic development and the role of the state*. TWN, Zed Books, London and N. York, 2003.

CHAN-LAU, J. A. *The Global Financial Crisis and its Impact on the Chilean Banking System*. IMF Working Paper. WP/10/108. April 2010

CHESNAIS, F. Introdução Geral. In: CHESNAIS, F (Coord.). *A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.

_____. (2003). *Uma nova fase do capitalismo?* São Paulo e Campinas: Editora Xamã e Centro de Estudos Marxistas (Cemarx) /Unicamp. Chinn, Menzie D. and Hiro Ito (2013).

Chinn, M.; e ITO H. D. (2008). *A New Measure of Financial Openness*. *Journal of Comparative Policy Analysis*, Volume 10, Issue 3, p. 309 – 322 (September).

_____. (2013). *The Chinn-Ito Index – A de jure measure of financial openness - 2011 Update*. Disponível em: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm

CHUHAN, P; CLAESSENS, S & MAMINGI, N. (1993). *Equity and Bond Flows to Asia and Latin America*. The World Bank, Policy Research Working Papers, No. 1160.

CINTRA, M. A. M. A dinâmica do novo regime monetário-financeiro americano: uma hipótese de interpretação. *Revista Estudos Avançados*, São Paulo, n.39, p.103-41, 2000.

CINTRA, M. A. M. & FARHI, M. As contradições e os limites do plano de conversibilidade argentino: lições para os países latino-americanos. *Desafio : R. Econ. e Adm., Campo Grande, MS*, (5): 31-53, jan./jun. 2002.

CINTRA, M.A. & PRATES, D. M. Os fluxos de capitais para o Brasil nos anos 1990. In: Antonio Correa de Lacerda. (Org.). *Crise e Oportunidade: O Brasil e o Cenário internacional*. 1 ed. São Paulo: Sobeet e Editora Lazuli, 2006.

CONRAD, J. *Russia in the financial crisis and beyond*. DEUTSCHE BANK RESEARCH. Dec. 2011. Disponível em: [ww.dbresearch.com](http://www.dbresearch.com)

Cook, R. D. and Weisberg, S. (1983). Diagnostics for heteroscedasticity in regression. *Biometrika*, 70, 1{10. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2335938?seq=2>

COUTINHO, L. G. & BELLUZZO, L. G. M. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade (UNICAMP)*, v. 1, n.7, p. 129-154, 1996.

CROTTY, J. (2002). *The Effects of Increased Product Market Competition and Changes in Financial Markets on the Performance of Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era*. PERI Working Paper Series, n.44, oct.

CROTTY, J. e EPSTEIN, G (1996). *IN DEFENSE OF CAPITAL CONTROLS*. SOCIALIST REGISTER.

_____. (2008). *The Costs and Contradictions of the Lender-of-Last Resort Function In Contemporary Capitalism: The Sub-Prime Crisis of 2007 – 2008*

CUNHA, A. M. ; BICHARA, Julimar da Silva . *Globalización financiera y estrategias periféricas: experiencias recientes de América Latina y lecciones desde Asia*. Revista de Economía Mundial **JCR**, v. 17, p. 77-100, 2007.

CUNHA, A. M. ; PRATES, D. M.; BIANCARELLI, A. M. Pesquisa & Debate (Online), v. 18, p. 223-249, 2007.

DALLERY, T. (2009). *Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization*. Review of Radical Political Economy, 41.

DASGUPTA, D. and RATHA, D. (2000). *What Factors Appear to Drive Private Capital Flows to Developing Countries? And How Does Official Lending Respond?* The World Bank, Policy Research Working Papers, No. 2392.

DAVIDSON, P. Rational Expectations: A *Fallacious Foundation for Studying Crucial Decision-Making Processes*. Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 5, No. 2 (1982), pp. 182-198. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/4537730>, acesso em: 02/11/2013.

DAVIDSON, P. *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Aldershot: E. Elgar, 1994.

DE CONTI, B. M. Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas. Tese (Doutorado em Economia), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

DEMIR, F. (2008) Financial Liberalization, Private Investment and Portfólio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets. MPRA Paper No. 8167, posted 9. April 2008. Disponível em: <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/8167/>

DEQUECH, D. *Fundamental uncertainty and ambiguity*. *Eastern Economic Journal*, vol. 26, n. 1, Winter, 2000.

DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. *The revived Bretton Woods System: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries*. Cambridge, MA.: National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working Paper, n. 10.332).

DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D. & GARBER, P. *International Financial Stability*, Deutsche Bank, 2005. <http://econ.ucsc.edu/~mpd/>).

EATWELL, J. & TAYLOR, L. *Why we need a world financial authority*. Wider Angle, Helsinki, n. 2/98, 1998.

Edison, H. J. & Warnock, F. E., 2008. *Cross-border listings, capital controls, and equity flows to emerging markets*, Journal of International Money and Finance, Elsevier, vol. 27(6), pages 1013-1027, October.

EDWARDS, S. *Exchange Rates in Emerging Countries: Eleven Empirical Regularities from Latin America and East Asia*. NBER Working Paper No. 17074. Disponível em: www.nber.org/papers/w17074

EICHENGREEN, B. *Globalizing capital: a history of the International Monetary System*. Princeton: Princeton University Press, 1996.

EICHENGREEN, B. e HAUSMANN, R. (1999), *Exchange Rates and Financial Fragility*, NBER Working Paper 7418, November, Cambridge.

EICHENGREEN, B. e RAZO-GARCIA, R (2011). *How reliable are de facto exchange rate regime classifications?* Working Paper 17318. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w17318>

ENDERS, W. *Applied Economic Time Series*. Jonish Wintel e Sensin, 1995.

EPSTEIN, G., ed. 2005. *Financialization and the World Economy*. Northampton, MA: Edward Elgar Press.

EPSTEIN, G. & ARJUN, J. 2005. *The Rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity*, in Gerald Epstein, ed., *Financialization and the World Economy*. Northampton, MA: Edward Elgar Press pp. 46-74.

EPSTEIN, G.; Grabel, I., & Jomo, K.S. (2004). *Capital management techniques in developing countries: managing outflows in Malaysia, India and China*. Paper presented at the XVIth Technical Group Meeting (TGM) of the G-24 IN Port of Spain, Trinidad and Tobago, February 2003. Disponível em: http://www.jomoks.org/research/pdf/G24K_Management.pdf

EPSTEIN, G & SCHOR, J. B. *Macropolicy in the Rise and Fall of the Golden Age*. In: MARGLIN, S. e SCHOR, J. *The Golden Age of Capitalism*, Clarendon Press Oxford, 1990.

FARHI, M. Derivativos financeiros: hedge, Especulação e arbitragem. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 13, 1999, p.93-114.

FARHI, M. (2009) Projeto de estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos. Subprojeto derivativos de crédito. Fundação de Economia de Campinas –FACAMP.

FARNETTI, R. O papel dos fundos de pensões e de investimento colectivos anglo-saxónicos na evolução das finanças globalizadas. In: CHESNAIS, F (Coord.). *A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.

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

FERNANDEZ-ARIAS, E & MONTIEL, P. J (1996). *The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview*, *World Bank Economic Review*, World Bank Group, vol. 10(1), pages 51-77, January.

FARRELL, D., LUND, S. *The World's New Financial Power Brokers*. The McKinsey Quarterly, December, 2007

FIORI, J L. Globalização, hegemonia e império. In: TAVARES, M. C. e FIORI, J. L. (orgs.). Poder e dinheiro: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes. 1997.

FONSECA, P. C. D. . Gênese e Precusores do Desenvolvimentismo no Brasil. Pesquisa & Debate, São Paulo, SP, v. 15, n.nº 2 (26), p. 225-256, 2004.

_____. Keynes: o Liberalismo Econômico como Mito. Economia e Sociedade. UNICAMP v. 19, p. 425-447, 2010.

FREITAS, M. C. P. A evolução dos bancos centrais e seus desafios no contexto da globalização financeira. Est. Econ., São Paulo, v. 30, n.3, p. 397-417, julho-setembro 2000.

_____. Desafios da regulamentação ante a dinâmica concorrencial bancária: uma perspectiva pós-keynesiana. Economia e Sociedade, Campinas, v. 19, n. 2 (39), p. 233-255, ago. 2010.

FREITAS, M.C.P. & CINTRA, M.A.M. (2008). Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano. Revista de Economia Política, v. 28, p. 414-433.

FRENKEL, R. *Globalización y crisis financieras en América Latina*. Revista de Economia Política. Vol. 23, nº 3, Jul-Set – 2003

Frenkel, R. & Ros, J. (2006) *Unemployment and the real exchange rate in Latin America*. *World Development*, 34(4), pp. 631–646. <http://www.itf.org.ar/pdf/documentos/53-2006.pdf>

GALBRAITH, J. O Novo Estado Industrial. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

GLYN et al.li. *The Rise and Fall of the Golden Age*. In: MARGLIN, S. e SCHOR, J. The Golden Age of Capitalism, Clarendon Press Oxford, 1990.

GOWAN, P (2009). *Crisis in the Heartland: Consequences of the New Wall Street System*. New Left Review, jan-fev.

Greene, W.H. (2000), *Econometric Analysis*, 4th ed., Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.

GREESPAN, A (2010). *The Crisis*. Disponível em: http://www.brookings.edu/~media/Files/Programs/ES/BPEA/2010_spring_bpea_papers/spring2010_greenspan.pdf. Acesso em 07/07/2011

GUJARATI, D. N. Econometria Básica. São Paulo: Pearson education do Brasil, 2000.

_____. As mutações do capital financeiro. In: CHESNAIS, F. (Coord.). A Mundialização financeira: gênese, custos e riscos. São Paulo, Xamã, 1998.

_____. (2009). *Asset Bubbles, Debt Deflation, and Global Imbalances*. International Journal of Political Economy 38(2): 46-69.

HADRI, K. 2000. *Testing for stationarity in heterogeneous panel data*. *Econometrics Journal* 3: 148–161. Disponível em: http://homepage.univie.ac.at/robert.kunst/pan2011_pres_nell.pdf.

HAMILTON, J. D. (1985). *Historical causes of postward oil shocks and recessions*. *Research Reports*. The Energy Journal.

HELLEINER, E. *States and the Reemergence of Global Finance, from Bretton Woods to the 1990's*. Ithaca and London: Cornell University Press, 1994.

HERNANDEZ, L., MELLADO, P. & VALDEZ, R. (2001). *Determinants of Private Capital Flows in the 1970s and 1990s: Is There Evidence of Contagion?* IMF Working Paper, No. 01/64.

HOTI, S. (2004) *An empirical evaluation of international capital flows for developing countries*. *Mathematics and computers in simulation*, v 64.

IM, K.; e AHN, S. C.; Schmidt, P.; e Wooldridge, J. M. (1999). *Efficient estimation of panel data models with strictly exogenous explanatory variables*. Elsevier, vol. 93(1), pages 177-201, November.

IMF. *World Economic Outlook*, Sept. 2006, chap. 2, Country and Regional Perspectives. Washington D.C.: International Monetary Fund.

_____. *Sovereign Wealth Funds: A work agenda*. Washington, D.C., International Monetary Fund, February 29, 2008. Disponível em <http://www.imf.org>

_____. *Global Financial Stability Report*. Durable Financial Stability. Getting There from Here. Chapter 3: . Housing Finance and Financial Stability—Back to Basics?. Global financial stability report – Washington, DC. Apr. 2011

_____. *Annual Report On Exchange Arrangements And Exchange Restrictions*. Washington, DC : International Monetary Fund. 2012

_____. *The Liberalization And Management Of Capital Flows: An Institutional View*. International Monetary Found. Nov. 14 2012b.

ISARD, P. *Globalization and the International Financial System*. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.

JEANNE, O.; RANCIÈREX, R. *The Optimal Level of International Reserves For Emerging Market Countries: a New Formula and Some Applications*. This version, February 2009.

JOHNSON, S. *The rise of sovereign wealth funds*. *Finance & Development*, vol. 44, n. 3, September, 2007. Disponível em <http://www.imf.org/external/pubs>

JOMO, K.S. ed., 2001. *Malaysian Eclipse*. Zed Press.

KAUFMAN, G., & MOTE, L. *Is banking a declining industry? A historical perspective*. Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives, Maio-Junho. Disponível em:

http://www.chicagofed.org/digital_assets/publications/economic_perspectives/1994/ep_may_jun_1994_part1_kaufman.pdf

KEYNES, J. M. *The general theory of employment*. The Quarterly Journal of Economics, February, 1937.

_____. (1937b). *Alternative Theories of the Rate of Interest*. (Vol. CW). London.

_____. (1939). *The process of capital formation* (Vol. CW). London.

_____. *A Treatise on Money*. New York: AMS Press, 1976.

_____. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XXV, activities 1940-44: Shaping the Post-War World, the Clearing Union, D. Moggridge (Ed). London: Macmillan., 1980.

_____. (1992). A teoria ex ante da taxa de juro. In: Vários, Clássicos de literatura econômica. Rio de Janeiro: IPEA.

KREGEL, Riscos e implicações da globalização sobre a autonomia das políticas nacionais, Economia e Sociedade, Campinas, n. 7, p. 29-49, 1996.

_____. *Yes, "It" did happen again - a Minsky crisis happened in Asia*. New York: The Jeromy Levy Economic Institute, 1998b (Working Paper n. 234) Disponível em: <http://www.levy.org>

_____. *Was there an alternative to the Brazilian crises?*. Brazilian Journal of Political Economy, São Paulo, v. 19, n. 3 (75), Jul./Sep, 1999.

KREGEL, J. (2008). *Minsky's Cushions OF Safety: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market*. Public Policy Brief The Levy Economics Institute of Bard College No. 93.

KIM, Y. (2000). *Causes of Capital Flows in Developing Countries*. Journal of International Money and Finance: 19.

LAZONICK, W. & O'SULLIVAN, M. (2000) *Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance*. Economy and Society, v. 29, n. 1, p. 13-35.

MAGUD, N. E.; REINHART, C. M.; & ROGOFF K. S., 2011. *Capital Controls: Myth and Reality - A Portfólio Balance Approach*, NBER Working Papers 16805, National Bureau of Economic Research, Inc.

Luís David Marques, L. D. Modelos Dinâmicos com Dados em Painel: revisão de literatura. CEMPRE (Centro de Estudos Macroeconómicos e Previsão), FACULDADE DE ECONOMIA DO PORTO. Outubro, 2000.

MIHALIJEK, D. *Survey of central banks views on effects of intervention*. BIS Paper, Basle: Bank of International Settlement, n. 24, May 2005.

MINSKY, H. (1982): *Can "IT" Happen Again: Essays on Instability and Finance*, Armonk, M. E. Sharpe.

_____ (1986) *Stabilizing an unstable economy*. (T. C. Report, Ed.) New Haven: Yale University Press.

_____ (1992). *The Financial Instability Hypothesis*. Working Paper no. 74, Levy Economics Institute of Bard College, <http://levy.org>.

MODY, A; Taylor M. P., & KIM, J. Y. (2001). *Modeling Fundamentals for Forecasting Capital Flows to Emerging Markets*. International Journal of Finance and Economics: 6.

MORGAN STANLEY. *How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?* Morgan Stanley Research, May 3, 2007.

NERSISYAN, Y. & WRAY, L. R. (2010). *The Global Financial Crisis and the Shift to Shadow Banking*. The Levy Economics Institute Working Paper, 587.

OBSTFELD, M. TAYLOR, A. M. Global capital markets: integration, crisis, and growth. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.

OCAMPO, J. A. (2002). *Developing Countries Anti-Cyclical Policies in a Globalized World*. Informes y Estudios Especiales 4. CEPAL: Santiago.

OCDE. *Internacional investment of sovereign wealth funds: are new rules needed?* OECD Investment Newsletter, nº5, Paris: OECD, October, 2007. Disponível em www.oecd.org/investment

PALLEY, T. (2008). *Financialization: What it is and why it matters*.

PARENTEAU, R. W. *The late 1990's US bubble: financialization in the extreme*. In: EPSTEIN, G. A. (Ed.). *Financialization and the world economy*. Cheltenham, UK: Northampton; MA, USA: Edward Elgar, 2005.

PAULA, L. F.; OREIRO, J. L. & SILVA, G. J. C. Fluxo e controle de capitais no Brasil: avaliação e proposta de política. In: SICSÚ, J.; OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. de (Org.). *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. São Paulo: Manole/Fundação Konrad Adenauer, 2003.

PLIHON, D. Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. In: CHESNAIS, F (Coord.). *A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.

PRASAD, E.; RAJAN, R.; e SUBRAMANIAN A. 2007. *Foreign Capital and Economic Growth*. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. Working Paper 13619. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w13619>

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

_____. A gestão do regime de câmbio flutuante nos países emergentes. Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 133 set. 2007.

_____. A alta recente dos preços das *commodities*. Revista de Economia Política, v. 27, p. 323-344, 2007b.

PRATES, D. M. & CINTRA, M. A. M. *The Emerging-market Economies in the Face of the Global Financial Crisis*. In: Sebastian Dullien; Detlef J. Kotte; Alejandro Márquez; Jan Priewe. (Org.). The Financial and economic crisis of 2008-2009 and developing countries. New York and Geneva: UNITED NATIONS, 2010, v. , p. 53-71.

PRATES, D.M.; FARHI, M (2011). O sétimo estágio de desenvolvimento do sistema bancário. IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB)

POLANYI, K. A grande transformação: as origens da nossa época. 2 ed. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2000 (Tradução do original em inglês: The great transformation, 1944).

QUERSHI et al.ii. *Managing Capital Inflows: What Tools to Use?* Managing Capital Inflows: The Role Of Capital Controls And Prudential Policies. Working Paper 17363. Cambridge, MA 02138. August 2011. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w17363>.

RODRÍGUEZ, O. (1981). Teoria do Subdesenvolvimento da CEPAL. Rio de Janeiro: Forense-Universitária.

_____. (2002). *La agenda del desarrollo (elementos para su discusión)*. Economia-Ensaio, n. 16(2)/17(1), jul. e dez.

RODRIK, D. (2006). *The Social Cost of Foreign Exchange Reserves*. International Economic Journal 20 (3): 253–66. Disponível em: <http://www.hks.harvard.edu/fs/drodrik/>

_____. (2007). *The Real Exchange Rate and Economic Growth: Theory and Evidence*. Disponível em: http://www.cid.harvard.edu/neudc07/docs/neudc07_s1_p04_rodrik.pdf.

RODRIK, D., & VELASCO A., *Short-Term Capital Flows*, Annual World Bank Conference on Development Economics 1999, April 2000.

ROODMAN, D. 2009. *How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata*. Stata Journal 9(1): 86-136.

ROSSI, P. (2011) Taxa de câmbio no Brasil: dinâmicas da arbitragem e da especulação. Observatório da Economia Global (CECON-UNICAMP), textos avulsos, n.7.

Roubini, N. & B. Setser (2005). *Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006*. NYU, February. Disponível em: <http://www.iadb.org/res/files/Imbalances/pp/ROUBINI-SETSER.pdf>

ROUBINI, N ACHARYA, V.V.; PHILIPPOM, T. & RICHARDSON, M.;. *A Bird's-Eye View: The Financial Crisis of 2007–2009*. Causes and Remedies, 2010. (Prólogo).

RUTLEDGE, G. & BERTRAM, R. (1995). *A Brief Guide to Financial Derivatives*. Division of Corporation Finance, Pennsylvania Securities Commission. Copyright ©Pennsylvania Securities Commission, February 1995 Second Edition.

SHACKLE, G. L. S. *Epistemics and economics*. Cambridge: Cambridge University Press, 1972.

_____. *Imagination and the nature of choice*. Edinburgh: Edinburgh University Press, 1979.

SERFATI, C. O papel dos grupos predominantemente industriais na financeirização da economia. In: CHESNAIS, F (Coord.). *A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.

SERRANO, F. (2002). Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade*, v. 11, n. 1., p. 237-254.

STATA TECHNICAL BULLETIN. *A publication to promote communication among Stata users*. May 2000 STB-55. Editor H. Joseph Newton

STOCKHAMMER, E. (2010). *Financialization and the Global Economy*. WORKING PAPER SERIES, 240.

SUN, T & HESSE, H. *Sovereign Wealth Funds and Financial Stability — An Event Study Analysis*. IMF Working Paper. WP/ 09/239. October, 2009.

TAVARES, M. da C.. A retomada da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, Maria. C. e FIORI, José. L. (Orgs.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes. 1997

TAVARES, M. da C. & MELIN, L. E. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia americana. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J .L (Orgs.) *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997.

TAYLOR, M & SARNO, L. (1997). *Capital Flows to Developing Countries: Long and Short-Term Determinants*. , The World Bank Economic Review, Vol. 11, No. 3.

THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION (2011). Glossary. Disponível em http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_glossary.htm. Acesso em 25/08/2012.

TOLOUI, R. *When Capital Flows Uphill: Emerging Markets as Creditors*. PIMCO, 2007. Disponível em: <http://www.pimco.com/LeftNav/Global+Markets/Capital+Perspectives/2007/Capital+Perspectives+June+2007.htm>, acesso em junho de 2007

ULLMAN, J. B. *Structural Equation Modeling: Reviewing the Basics and Moving Forward*. STATISTICAL DEVELOPMENTS AND APPLICATIONS. JOURNAL OF PERSONALITY ASSESSMENT, 87(1), 35–50, 2006

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. *Sovereign wealth funds*. Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies, Annex III, Office of International Affairs June 2007. Disponível em <http://www.treasury.gov>

WHITE, H. (1980). *A heteroskedasticity consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity*, *Econometrica* 48, 817-838. Disponível em: http://dss.ucsd.edu/~hwhite/pub_files/hwcv-007.pdf

WOOLDRIDGE, J.M. *Econometric analysis of Cross Section and Panel Data*. 2nd edition. Massachusetts. The MIT Press. 2007.

WORLD DEVELOPMENT. Volume 39, Issue 5, May 2011, Pages 712–724

YING, Y-H. & KIM, Y. (2001). *An Empirical Analysis on Capital Flows: The Case of Korea and Mexico*. *Southern Economic Journal*, 67(4).

Fonte de dados:

Chicago Board Options Exchange. . Disponível em: cboe.com

Federal Reserve Bank of Sant Louis. Disponível em: www.stlouisfed.org

International Monetary Fund, Global Financial Stability Report (2002 mar., jun., sep.).

International Monetary Fund, International Financial Statistic.

International Monetary Fund, World Economic Outlook Databases.

OANDA. 1996 - 2013 OANDA Corporation. Disponível em: www.oanda.com

Sovereign Wealth Fund Institute. Disponível em <http://www.swfinstitute.org>.

World Bank , World Development Indicators

Apêndice 1 – Resultados dos testes de exogeneidade estrita

Variável	FEGLS		FE		RE		FD	
	Qui ²	Prob > chi2	Qui ²	Prob > chi2	Qui ²	Prob > chi2	Qui ²	Prob > chi2
cambio	0,00	0,9536	1,60	0,2167	0,22	0,6427	0,00	0,9847
reservas_next	0,35	0,5549	1,05	0,3133	0,10	0,7531	0,75	0,3852
detpe_next	0,12	0,7282	0,04	0,8426	0,31	0,5770	0,05	0,8238
dividai_next	0,20	0,6557	0,52	0,4752	2,07	0,1503	0,07	0,7931
jurosd_next	0,08	0,7732	0,07	0,7938	0,00	0,9623	0,50	0,4780
tc_next	0,27	0,6025	0,27	0,6089	1,00	0,3181	0,38	0,5363
inflacaoa_next	0,85	0,3576	0,17	0,6853	0,15	0,6949	0,51	0,4746
pib2005_next	0,06	0,8021	0,01	0,9118	1,40	0,2360	0,67	0,4134

Fonte: elaboração própria a partir de resultados obtidos no Stata 12.

Apêndice 2 – Resultados MQO

Variável	Coefficiente	Desvios-padrão	Estatística t	Prob, > t
Invix	-1,73162	0,7087159	-2,44	0,015
lnacaoeua _{t-1}	-1,47838	1,190787	-1,24	0,216
ln Dow Jones	2,315847	1,57029	1,47	0,142
pibmp	0,6911896	0,2147651	3,22	0,001
ffr	-0,4041773	0,149849	-2,7	0,008
jgeua	0,6965588	0,4175054	1,67	0,097
jurosd	-0,0082823	0,0123186	-0,67	0,502
cambio _{t-1}	-0,0002802	0,0000839	-3,34	0,001
pib2005	2,73E-06	4,00E-07	6,83	0
inflacaoa	-0,0032198	0,0060979	-0,53	0,598
tc	0,0142926	0,0144598	0,99	0,324
reservas	-0,0179038	0,003275	-5,47	0
dividai	-0,0081157	0,0032163	-2,52	0,012
detpe	0,0004537	0,0010916	0,42	0,678
kaopen	-0,1440535	0,0871347	-1,65	0,1
constante	11,11012	12,27977	0,9	0,367

Fonte: elaboração própria a partir de resultados obtidos no Stata 12.

Apêndice 3 – Resultados FEGLS

Variável	Coefficiente	Desvios-padrão	Estatística t	Prob, > t
lnvix	-0,7592897	0,3780328	-2,01	0,045
lnacaoeua _{t-1}	-1,635682	0,6689419	-2,45	0,014
lnindowjones	2,192761	0,7851452	2,79	0,005
pibmp	0,4364358	0,1268373	3,44	0,001
ffr	-0,1920428	0,0780133	-2,46	0,014
jgeua	0,3711405	0,2242592	1,65	0,098
jurosd	-0,0068469	0,0117036	-0,59	0,559
cambio _{t-1}	-0,0002954	0,0000533	-5,54	0
pib2005	-3,33E+07	7,41E+07	-0,45	0,653
inflacaoa	-0,0038687	0,0050543	-0,77	0,444
tc	-0,0355256	0,0150243	-2,36	0,018
reservas	0,0081138	0,0039117	2,07	0,038
dividai	0,0015349	0,0036416	0,42	0,673
detpe	0,0026935	0,0016532	1,63	0,103
kaopen	0,0450383	0,0884416	0,51	0,611
constante	13,03957	7,437356	1,75	0,08

Fonte: elaboração própria a partir de resultados obtidos no Stata 12.

Apêndice 4 – Resultados FE

Variável	Coefficiente	Desvios-padrão	Estatística t	Prob, > t
lnvix	-1,075498	0,3866018	-2,78	0,009
lnacaoeua _{t-1}	-1,825509	0,8438681	-2,16	0,039
lnindowjones	2,407435	1,205439	2	0,055
pibmp	0,4916442	0,1531929	3,21	0,003
ffr	-0,2728279	0,1705776	-1,6	0,121
jgeua	0,5929084	0,3547854	1,67	0,105
jurosd	-0,0202619	0,0125788	-1,61	0,118
cambio _{t-1}	-0,0001834	0,0001766	-1,04	0,307
pib2005	-5,22E+07	8,94E+07	-0,58	0,564
inflacaoa	0,001351	0,0051657	0,26	0,796
tc	-0,0292828	0,0207627	-1,41	0,169
reservas	0,0103886	0,0056871	1,83	0,078
dividai	0,0032653	0,0054395	0,6	0,553
detpe	0,0025322	0,0030088	0,84	0,407
kaopen	0,1316958	0,1334966	0,99	0,332
constante	13,07061	8,769722	1,49	0,147

Fonte: elaboração própria a partir de resultados obtidos no Stata 12.

Apêndice 5 – Resultados RE

Variável	Coefficiente	Desvios-padrão	Estatística t	Prob, > t
Invix	-1,15219	0,3546098	-3,25	0,001
lnacaoeua _{t-1}	-1,64878	0,8149517	-2,02	0,043
lndowjones	2,168049	1,164999	1,86	0,063
pibmp	0,5619346	0,1735655	3,24	0,001
ffr	-0,3033778	0,1731813	-1,75	0,08
jgeua	0,5817009	0,3520518	1,65	0,098
jurosd	-0,0147815	0,0125388	-1,18	0,238
cambio _{t-1}	-0,0002242	0,0001021	-2,19	0,028
pib2005	1,54E-06	6,34E-07	2,42	0,015
inflacaoa	-0,000841	0,0051042	-0,16	0,869
tc	-0,0065	0,0169281	-0,38	0,701
reservas	-0,0003377	0,0026649	-0,13	0,899
dividai	-0,0044576	0,0038029	-1,17	0,241
detpe	0,0018652	0,0026214	0,71	0,477
kaopen	0,0483655	0,1213786	0,4	0,69
constante	13,23393	8,259222	1,6	0,109

Fonte: elaboração própria a partir de resultados obtidos no Stata 12.

Apêndice 6 – Resultados FEGLS dummy x pull factors

Variável	Coefficiente	Desvios-padrão	Estatística t	Prob, > t
Invix	-0,9302901	0,4225879	-2,2	0,028
lnacaoeua _{t-1}	-1,743683	0,6790885	-2,57	0,01
lndowjones	2,467146	0,8065169	3,06	0,002
pibmp	0,4601827	0,1343924	3,42	0,001
ffr	-0,2178924	0,0858382	-2,54	0,011
jgeua	0,4651643	0,2305138	2,02	0,044
jurosd	-0,0035581	0,0115929	-0,31	0,759
jurosd*crise	0,0035042	0,0184932	0,19	0,85
cambio _{t-1}	-0,0003193	0,0000578	-5,53	0
pib2005	-5,19E-07	7,15E+07	-0,73	0,468
pib2005*crise	-5,19E-07	1,07E+06	-1,79	0,074
reservas	0,0089991	0,0036652	2,46	0,014
reservas*crise	0,0256995	0,0076643	3,35	0,001
inflacaoa	-0,0056452	0,0050231	-1,12	0,261
inflacaoa*crise	-0,0128308	0,0143557	-0,89	0,371
despe	0,0015618	0,0016146	0,97	0,333

despe*crise	0,0022758	0,0025491	0,89	0,372
dividai	0,0034914	0,0036447	0,96	0,338
dividai*crise	-0,0071686	0,0066204	-1,08	0,279
tc	-0,0482716	0,0154829	-3,12	0,002
tc*crise	-0,0690979	0,0321516	-2,15	0,032
kaopen	-0,0572327	0,0896355	-0,64	0,523
kaopen*crise	0,1546872	0,148461	1,04	0,297
constante	12,68969	7,295592	1,74	0,082

Fonte: elaboração própria a partir de resultados obtidos no Stata 12.

Apêndice 7 – Resultados FE dummy x pull factors

Variável	Coefficiente	Desvios-padrão	Estatística t	Prob, > t
Invix	-1,159694	0,5110354	-2,27	0,031
lnacaoeua _{t-1}	-1,781134	0,8336066	-2,14	0,041
Indowjones	2,457183	1,218072	2,02	0,053
pibmp	0,5128886	0,1781846	2,88	0,007
ffr	-0,2965607	0,1790723	-1,66	0,108
jgeua	0,640621	0,3863251	1,66	0,108
jurosd	-0,0170921	0,0116944	-1,46	0,155
jurosd*crise	-0,0099735	0,023739	-0,42	0,677
cambio _{t-1}	-0,0001803	0,0001999	-0,9	0,375
pib2005	-7,74E+07	8,51E+07	-0,91	0,371
pib2005*crise	-1,70E+06	1,04E+06	-1,64	0,111
reservas	0,0113901	0,005354	2,13	0,042
reservas*crise	0,0230985	0,0060336	3,83	0,001
inflacao	0,0003119	0,0049602	0,06	0,95
inflacao*crise	-0,0073711	0,0108388	-0,68	0,502
despe	0,0020779	0,0029789	0,7	0,491
despe*crise	0,0025223	0,0035802	0,7	0,487
dividai	0,0050224	0,0056307	0,89	0,38
dividai*crise	-0,0039468	0,0089361	-0,44	0,662
tc	-0,0374907	0,0218923	-1,71	0,097
tc*crise	-0,0547761	0,0418949	-1,31	0,201
kaopen	0,0606929	0,1534573	0,4	0,695
kaopen*crise	0,3493111	0,2228374	1,57	0,128
constante	11,85323	9,158191	1,29	0,206

Fonte: elaboração própria a partir de resultados obtidos no Stata 12.

Apêndice 8 – Resultados RE dummy x pull factors

Variável	Coefficiente	Prob, > t	Desvios-padrão	Estatística t
lnvix	-1,168611	0,002	0,3748752	-3,12
lnacaoeua _{t-1}	-1,579121	0,048	0,7981044	-1,98
lndowjones	2,136573	0,065	1,157932	1,85
pibmp	0,5626391	0,002	0,1807363	3,11
ffr	-0,3057596	0,07	0,168726	-1,81
jgeua	0,5989308	0,096	0,3596065	1,67
jurosd	-0,0171678	0,231	0,0143482	-1,2
jurosd*crise	-0,0080209	0,655	0,0179561	-0,45
cambio _{t-1}	-0,0002272	0,027	0,0001031	-2,2
pib2005	1,56E-06	0,012	6,26E-07	2,5
pib2005*crise	7,79E-07	0,251	6,78E-07	1,15
reservas	-0,0008831	0,726	0,0025227	-0,35
reservas*crise	0,0014382	0,789	0,005383	0,27
inflacaoa	0,0011295	0,861	0,0064283	0,18
inflacaoa*crise	-0,0077777	0,25	0,0067653	-1,15
despe	0,0015917	0,566	0,0027732	0,57
despe*crise	0,0020411	0,348	0,0021731	0,94
dividai	-0,0042254	0,302	0,0040975	-1,03
dividai*crise	-0,0063936	0,3	0,0061665	-1,04
tc	-0,0071855	0,676	0,0172026	-0,42
tc*crise	0,0037208	0,881	0,0248081	0,15
kaopen	0,0071134	0,955	0,1262374	0,06
kaopen*crise	0,1616657	0,318	0,1618339	1
constante	12,43945	0,136	8,347998	1,49

Fonte: elaboração própria a partir de resultados obtidos no Stata 12.

Apêndice 9 – Resultados FEGLS dummy x (lnvix, pib2005, reservas, tc)

Variável	Coefficiente	Desvios-padrão	Estatística t	Prob, > t
lnacoeua _{t-1}	-1,813359	0,6877026	-2,64	0,008
ln Dow Jones	2,760804	0,8050884	3,43	0,001
pibmp	0,9007142	0,4515459	1,99	0,046
ffr	-0,150406	0,0893484	-1,68	0,092
jgeua	0,4253647	0,2256009	1,89	0,059
jurosd	-0,006622	0,0117838	-0,56	0,574
cambio _{t-1}	-0,00029	0,0000552	-5,25	0
pib2005	-5,24E+07	7,26E+07	-0,72	0,47
pib2005*crise	-1,61E+06	1,12E+06	-1,44	0,151
inflacaoa	-0,004568	0,0051479	-0,89	0,375
dividai	0,0034551	0,003666	0,94	0,346
detpe	0,0013855	0,001652	0,84	0,402
kaopen	-0,020401	0,0875745	-0,23	0,816
reservas	0,0098351	0,0036587	2,69	0,007
reservas*crise	0,032907	0,0090924	3,62	0
lnvix	-0,955387	0,4206002	-2,27	0,023
lnvix*crise	-1,221861	0,4011218	-3,05	0,002
tc	-0,04802	0,015551	-3,09	0,002
tc*crise	-0,093735	0,0320515	-2,92	0,003
constante	11,85769	7,141809	1,66	0,097

Fonte: elaboração própria a partir de resultados obtidos no Stata 12.

Apêndice 10 – Resultados FE dummy x (Invix, pib2005, reservas, tc)

Variável	Coeficiente	Desvios-padrão	Estatística t	Prob, > t
lnacaoeua _{t-1}	-1,902056	0,8644943	-2,2	0,036
ln Dow Jones	2,851684	1,228564	2,32	0,028
pibmp	1,168988	0,6364158	1,84	0,077
ffr	-0,2445673	0,1938575	-1,26	0,217
jgeua	0,6374221	0,3888894	1,64	0,112
jurosd	-0,0195272	0,0125755	-1,55	0,131
cambio _{t-1}	-0,0001564	0,0001887	-0,83	0,414
pib2005	-7,30E+07	8,94E+07	-0,82	0,421
pib2005*crise	-1,40E+06	1,08E+06	-1,29	0,206
inflacaoa	0,0007211	0,0050347	0,14	0,887
dividai	0,0053689	0,0055221	0,97	0,339
detpe	0,0020044	0,0031809	0,63	0,534
kaopen	0,1074944	0,1530796	0,7	0,488
reservas	0,0118562	0,005694	2,08	0,046
reservas*crise	0,030784	0,0069324	4,44	0
Invix	-1,165416	0,5143754	-2,27	0,031
Invix*crise	-1,434934	0,4144166	-3,46	0,002
tc	-0,0389561	0,023095	-1,69	0,102
tc*crise	-0,0791831	0,0389037	-2,04	0,051
constante	10,54346	9,317331	1,13	0,267

Apêndice 11 – Resultados RE dummy x (Invix, pib2005, reservas, tc)

Variável	Coeficiente	Desvios-padrão	Estatística t	Prob, > t
lnacaeua _{t-1}	-1,657821	0,8353165	-1,98	0,047
ln Dow Jones	2,655172	1,201685	2,21	0,027
pibmp	1,338057	0,6618965	2,02	0,043
ffr	-0,2864528	0,191399	-1,5	0,134
jgeua	0,6664094	0,3828719	1,74	0,082
jurosd	-0,0162152	0,0133737	-1,21	0,225
cambio _{t-1}	-0,0002026	0,0001078	-1,88	0,06
pib2005	1,54E-06	6,81E-07	2,26	0,024
pib2005*crise	1,17E-06	8,79E-07	1,33	0,182
inflacaoa	-0,0004937	0,0052444	-0,09	0,925
dividai	-0,0038438	0,0040811	-0,94	0,346
detpe	0,0017032	0,0027222	0,63	0,532
kaopen	0,034486	0,1336565	0,26	0,796
reservas	0,0002493	0,0026276	0,09	0,924
reservas*crise	0,0137664	0,0060503	2,28	0,023
Invix	-1,343405	0,4643893	-2,89	0,004
Invix*crise	-1,542101	0,3816213	-4,04	0
tc	-0,0087854	0,0183868	-0,48	0,633
tc*crise	-0,0326557	0,0338579	-0,96	0,335
constante	9,455507	8,640525	1,09	0,274

Fonte: elaboração própria a partir de resultados obtidos no Stata 12.